



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلية
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع :/2017

الميدان : العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

قسم : علوم التسيير

الشعبة: علوم التسيير

التخصص : مالية وبنوك

مذكرة بعنوان:

استخدام الصكوك كأداة تمويلية من قبل شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية
دراسة حالة: سوق أبو ظبي للأوراق المالية 2015/2010

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د) تخصص " مالية وبنوك "

إشراف الأستاذ:

إعداد الطالبة:

- مشري فريد

- بن الصالحية وسيلة .

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبدالحفيظ بوالصوف - ميلية -	قرفي عمار
مناقشا	المركز الجامعي عبدالحفيظ بوالصوف - ميلية -	خندق سميرة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبدالحفيظ بوالصوف - ميلية -	مشري فريد

السنة الجامعية: 2016/2017

تشكرات

لقوله سبحانه وتعالى ﴿ وَإِذْ تَأْذَنُ رَبُّكُمْ لَنُؤْتِيَنَا لَأَزِيدَنَّكُمْ
وَلَنُؤْتِيَنَا كَفْرًا تَلَّكَ إِن عَذَابِي لَشَدِيدٌ ﴾

صدق الله العظيم / سورة إبراهيم الآية 7

الحمد لله رب العالمين عمرا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه،
والصلاة والسلام على محمد النبي الكريم.

لقوله صلى الله عليه وسلم ﴿ لايشكر الله من لايشكر الناس ﴾ رواه الترمذي
أتوجه بحملى الشكر وكامل العرفان إلى مقام

الأستاذ المشرف " فريد مشري "

لتفضله لقبول الإشراف على هذه المذكرة، وعلى توجيهاته ونصائحه القيمة.

أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة

الذين تفضلوا بالموافقة على مناقشة هذا البحث،

وإبراء ملاحظاتهم، فلهم منى كل الاحترام والتقدير.

كما لا يفوتنى أن أشكر كل من مر لي ير المساعدة من الأساتذة الكرام والزملاء

والزميلات على ما قدموه من معونة معنوية وماوية.



الإهداء

﴿ وقل أعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون ﴾

صدق الله العظيم (سورة التوبة الآية رقم 105)

إلى روح والدي - رحمه الله - الذي رباني على الالتزام بررب العلم والاجتهاد فيه.
إلى روح والدي التي لم تكن تعرف للحرف رسماً، وكانت أول من علمتني وأوبتني،
طيب الله ثراها.

إلى زوجي الغالي، خير من آزرني من البشر، وشاركني التعب والسهر، فهو بحق شريك حياتي.

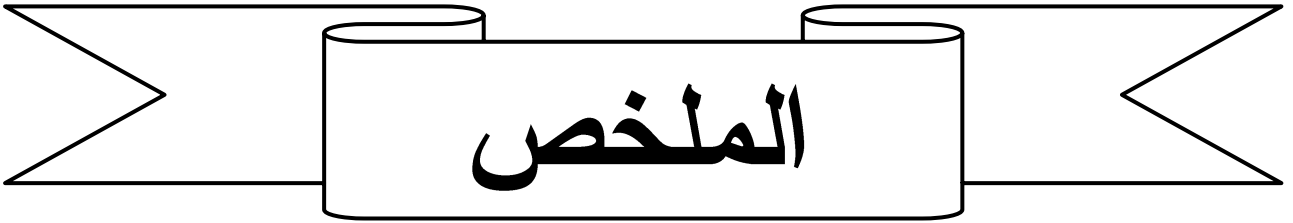
إلى أبنائي الذين ساهموا في هذا الجهد بما اقتطعت من الوقت

المخصص لرعايتهم، عسى ذلك أن يرفع همتهم

وأن يكون حافزاً لهم على العلم والاجتهاد.

★★ وسيلة ★★





الملخص :

شهدت أسواق الأوراق المالية بمختلف تقسيماتها تطورا ملحوظا في الأدوات المصدرة بها كما ونوعا، وكانت الصكوك إحدى هذه الأدوات المبتكرة والمستخدمة في تعبئة الموارد المالية للمشاريع الاقتصادية، وتغطية الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم شركات المساهمة المدرجة بهذه الأسواق، وتهدف هذه الدراسة للكشف عن خصائص الصكوك وضوابطها وأنواعها ، إضافة إلى آليات إصدارها وتداولها واستخدامها كأداة تمويلية .

كما جاءت هذه الدراسة لمحاولة تحديد تأثير استخدام الصكوك على الأداء المالي لشركة مساهمة بسوق للأوراق المالية.

وقد توصلت الدراسة من خلال التعرض لشركة الدار العقارية المدرجة بسوق ابوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010 لوجود علاقة إيجابية بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية لشركة الدار العقارية، في حين تبين وجود علاقة سلبية بين استخدام الصكوك وكل من نسبة التداول ونسبة العائد على حقوق الملكية.

يرجع ذلك إلى السياسة التمويلية التي انتهجتها الشركة، من خلال التخفيض من حجم التمويل الخارجي الذي يتضمن إجمالي الصكوك المستخدمة من قبل الشركة واعتماده كأداة دين. **الكلمات المفتاحية :** الصكوك ، شركات المساهمة ، سوق الأوراق المالية ، مؤشرات الأداء المالي .

Abstract :

Stock markets have seen great evolution in their quantity and quality side on their exported tools, one of this created and used tools in financial the economical projects and covering their financial needs to support the companies which act among these markets.

This studie aims to detect the defferent charecteristics, effects and kinds of sukuks adding to their issued tools and their circulation as a financial tool.

This study has proved such positive relationship between the use of sukuks and the dept ration of ALDAR real estate campany from the years 2010 to 2015 While a negative relationship between the use of sukuks and the dept ratio and the dept benefits on the propety rights.

This is due to financial politic which has been followed by the campany through reducing the value of external financing which the whole sukuks used by the campany and its adoption as a dept tool.

Keys words : Sukuks , contribution campanies, stock market, financial performance indicators.



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات :

الصفحة	الموضوع
-	شكر وتقدير
-	الاهداء
I	الملخص
II	فهرس المحتويات
III	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
X	فهرس الملاحق
أ-ح	مقدمة عامة
الفصل الأول : الصكوك، ضوابطها ، أنواعها وتحدياتها	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الصكوك ضوابطها وآليات إصدارها وتداولها
3	المطلب الأول: ماهية التصكيك ، ضوابطه وطرقه
3	الفرع الأول: ماهية التصكيك وضوابطه
5	الفرع الثاني : أطراف عملية التصكيك وطرقه
6	الفرع الثالث : أهمية التصكيك و الفرق بينه وبين التوريق التقليدي
9	المطلب الثاني: ماهية الصكوك و أهميتها
9	الفرع الأول: تعريف الصكوك
11	الفرع الثاني: خصائص الصكوك و أهميتها
13	الفرع الثالث: مقارنة الصكوك بأدوات الاستثمار التقليدية
18	المطلب الثالث : ضوابط وآليات إصدار وتداول الصكوك
18	الفرع الأول: الضوابط الشرعية لإصدار و تداول الصكوك
21	الفرع الثاني: الضوابط الاقتصادية لإصدار وتداول الصكوك
22	الفرع الثالث: آلية إصدار وتداول الصكوك
25	المبحث الثاني: أنواع الصكوك وهياكلها
25	المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقد الإجارة

25	الفرع الأول: مفهوم صكوك الإجارة
27	الفرع الثاني: هيكل صكوك الإجارة وأنواعها
30	المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقد الشراكة
30	الفرع الأول : صكوك المقارضة (المضاربة)
33	الفرع الثاني : صكوك المشاركة
36	الفرع الثالث: صكوك المزارعة و صكوك المغارسة وصكوك المساقاة
41	المطلب الثالث : الصكوك القائمة على عقد البيع
41	الفرع الأول : صكوك الاستصناع
44	الفرع الثاني : صكوك المرابحة
47	الفرع الثالث : صكوك السلم
50	المبحث الثالث: واقع الصكوك، مخاطرها وآفاقها
50	المطلب الأول: أسباب نمو سوق الصكوك وتطورها
50	الفرع الأول: أسباب نمو سوق الصكوك
51	الفرع الثاني : تطور إصدارات الصكوك
61	المطلب الثاني : مخاطر الصكوك وآليات معالجتها
61	الفرع الأول : أثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك
63	الفرع الثاني : مخاطر الصكوك
66	الفرع الثالث : إدارة المخاطر وآليات معالجتها
71	المطلب الثالث : تحديات وآفاق سوق الصكوك
71	الفرع الأول : تحديات تطوير الصكوك
73	الفرع الثاني: الآفاق المستقبلية لسوق الصكوك
76	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني : الإطار النظري لسوق الأوراق المالية وشركات المساهمة	
78	تمهيد
79	المبحث الأول: مفاهيم عامة عن سوق الأوراق المالية
79	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
79	الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

81	الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها
83	المطلب الثاني : مميزات سوق الأوراق المالية وشروط إنشاءها
83	الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية
83	الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية
84	الفرع الثالث: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية
86	المطلب الثالث: أنواع أسواق الأوراق المالية
86	الفرع الأول: تصنيفات سوق الأوراق المالية
87	الفرع الثاني: سوق النقد
88	الفرع الثالث: سوق رأس المال
93	المبحث الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية وأنواع الأدوات المالية المتداولة فيها.
93	المطلب الأول: أركان ووظائف سوق الأوراق المالية
93	الفرع الأول: أركان سوق الأوراق المالية (المتعاملون)
95	الفرع الثاني : وظائف سوق الأوراق المالية
97	المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
97	الفرع الأول: مفهوم الأدوات المالية وتصنيفاتها
99	الفرع الثاني: الأدوات المالية التقليدية
107	الفرع الثالث: الأدوات المالية الحديثة (المشتقات المالية)
111	المطلب الثالث: ضوابط سوق الأوراق المالية ودوافع إدراج الشركات لأسهمها بها
111	الفرع الأول: ضوابط سوق الأوراق المالية
112	الفرع الثاني: دوافع إدراج الشركات لأسهمها في سوق الأوراق المالية
114	المبحث الثالث: مفاهيم عامة حول شركات المساهمة
114	المطلب الأول: مفهوم الشركة
114	الفرع الأول: تعريف الشركة لغة و اصطلاحا
115	الفرع الثاني: خصائص الشركات
116	المطلب الثاني: أنواع الشركات و أهميتها

116	الفرع الأول: أنواع الشركات
119	الفرع الثاني: أهمية الشركات
120	المطلب الثالث: مفهوم ونشأة شركات المساهمة
120	الفرع الأول: نشأة شركات المساهمة
120	الفرع الثاني: مفهوم شركات المساهمة
122	الفرع الثالث: طرق تأسيس شركة المساهمة والأوراق التي تصدرها
123	الفرع الرابع: أنواع شركات المساهمة
130	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث : استخدام الصكوك في تمويل شركة الدار العقارية بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010	
132	تمهيد
133	المبحث الأول: التعريف بسوق أبو ظبي للأوراق المالية
133	المطلب الأول : نبذة عن سوق أبو ظبي للأوراق المالية محل الدراسة
133	الفرع الأول : نشأة سوق أبو ظبي للأوراق المالية
134	الفرع الثاني: أهداف سوق أبو ظبي للأوراق المالية
134	المطلب الثاني: مبادئ سوق أبو ظبي للأوراق المالية وهيكله التنظيمي
134	الفرع الأول: مبادئ سوق أبو ظبي للأوراق المالية
135	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية
137	الفرع الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية
137	المطلب الثالث : إدراج شركات المساهمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية
137	الفرع الأول: شركات المساهمة المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010
139	الفرع الثاني : مزايا إدراج الشركات المساهمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية
140	المبحث الثاني : تطور الهيكل التمويلي لشركة المساهمة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

140	المطلب الأول: تقديم شركة المساهمة الدار العقارية ورأس مالها (شركة مسجلة بسوق أبوظبي للأوراق المالية).
140	الفرع الأول: تأسيس شركة المساهمة الدار العقارية والتطورات التي مرت بها:
141	الفرع الثاني : رأس مال الشركة المساهمة الدار العقارية وبيان مركزها المالي
147	المطلب الثاني: تطور مكونات حقوق المساهمين لشركة المساهمة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010
148	الفرع الأول: تطور رأس المال الصافي لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010
152	الفرع الثاني: تطور احتياطات شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010
158	الفرع الثالث: تطور باقي حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010
166	المطلب الثالث: تطور المطلوبات غير المتداولة والمطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010
166	الفرع الأول: تطور المطلوبات غير المتداولة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010
174	الفرع الثاني: تطور المطلوبات المتداولة لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
182	المبحث الثالث: أثر استخدام الصكوك على بعض مؤشرات الأداء المالي لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
182	المطلب الأول: حساب وتطور نسبة التداول لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
182	الفرع الأول: حساب نسبة التداول
183	الفرع الثاني: تطور نسبة التداول لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
185	المطلب الثاني: حساب وتطور نسبة المديونية للشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

185	الفرع الأول: حساب نسبة المديونية
186	الفرع الثاني: تطور نسبة المديونية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
188	المطلب الثالث: حساب و تطور نسبة العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
188	الفرع الأول : حساب العائد على حقوق الملكية
189	الفرع الثاني: تطور العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
191	المطلب الرابع: أثر استخدام الصكوك على بعض مؤشرات -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
191	الفرع الأول: وسائل المعالجة وتحليل المعلومات
193	الفرع الثاني: دراسة أثر استخدام الصكوك على نسبة التداول لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
195	الفرع الثالث: دراسة أثر استخدام الصكوك على نسبة المديونية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
197	الفرع الرابع : دراسة أثر استخدام الصكوك ومعدل العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
200	خلاصة الفصل الثالث
202	الخاتمة
208	قائمة المراجع
224	قائمة الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
08	الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي	01
17	الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات	02
53	حجم الصكوك المصدرة خلال الفترة 2001 ثلاثي أو 2015	03
137	عدد الشركات المسجلة حسب القطاعات في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال السنة 2015	04
138	شركات المساهمة المتعاملة بالأسهم الشرعية في سوق أبوظبي للأوراق المالية	05
144	تطور الهيكل التمويلي لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	06
145	تطور مصادر تمويل شركة المساهمة للدار العقارية حسب الأصناف الرئيسية لهيكل التمويل خلال الفترة 2015/2010	1-06
147	تطور عناصر حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	2-06
149	تطور رأس المال الصافي المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	3-06
153	تطور إجمالي احتياطات المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	4-06
158	تطور باقي حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	5-06
166	تطور المطلوبات غير المتداولة بشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	6-06

173	تطور باقي المطلوبات غير المتداولة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	7-06
174	تطور المطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	8-06
183	تطور نسبة التداول لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	07
186	تطور نسبة المديونية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	08
189	تطور العائد على حقوق الملكية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	09
193	نتائج الارتباط بين استخدام الصكوك ونسبة التداول لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	10
194	نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط بين استخدام الصكوك ونسبة التداول لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	11
195	نتائج الارتباط بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	12
196	نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	13
198	نتائج الارتباط بين استخدام الصكوك ومعدل العائد على حقوق الملكية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	14
198	تحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط بين استخدام الصكوك ونسبة العائد على حقوق الملكية في شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	15

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
28	هيكلة صكوك الإيجارة	01
32	هيكل صكوك المضاربة (المقارضة)	02
35	هيكل صكوك المشاركة	03
39	هيكل صكوك المزارعة وصكوك المغارسة	04
43	هيكل صكوك الاستصناع	05
46	هيكل صكوك المرابحة	06
49	هيكل صكوك السلم	07
54	حجم الصكوك المصدرة من 2014/2001	08
55	تطور إصدارات الصكوك عالميا (جانفي 2001 - ديسمبر 2015)	09
55	تطور إصدارات الصكوك المحلية (جانفي 2001 - ديسمبر 2015)	10
57	إجمالي الصكوك المصدرة في بعض الدول الربع الأول من سنة 2015	11
58	تطور إصدارات الصكوك حسب الهياكل خلال الفترة 2014/2001	12
59	تطور الصكوك حسب الجهة المصدرة خلال الفترة 2014/2001	13
60	إصدارات الصكوك حسب عملات الدول خلال الفترة 2014/2001	14
62	تطور حجم إصدارات العالمية للصكوك بمليار دولار خلال الفترة 2013/2002	15
68	خطوات إدارة المخاطر	16
92	التقسيم الأكثر شيوعا لسوق الأوراق المالية	17
95	اللاعبون الرئيسيون في سوق الأوراق المالية	18

136	الهيكل التنظيمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية	19
145	تطور مصادر تمويل شركة الدار العقارية حسب الأصناف الرئيسية لهيكل التمويل خلال الفترة 2015/2010	20
148	نسبة تطور حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	21
150	نسبة تطور رأس المال شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	22
151	نسبة تطور علاوة الإصدار للشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	23
152	تطور تكاليف الإصدار لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	24
154	نسبة تطور احتياطات شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	25
155	نسبة تطور الاحتياطي القانوني لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	26
156	تطور احتياطي التحوط لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	27
157	تطور احتياطي القيمة العادلة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2010/	28
159	نسبة تطور باقي حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	29
160	تطور السندات القابلة للتحويل (ضمن عنصر حقوق المساهمين) لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	30
162	تطور الأرباح المستبقة / خسائر متراكمة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	31
165	نسبة تطور حقوق الملكية غير المسيطرة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010	32
167	تغيير نسبة المطلوبات غير المتداولة للشركة- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	33
168	نسبة تطور السندات القابلة للتحويل (ضمن عنصر المطلوبات غير المتداولة)	34

	شركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	
170	نسبة تطور سندات/ الصكوك غير قابلة للتحويل (ضمن عنصر المطلوبات غير المتداولة) لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010.	35
171	نسبة تطور قروض (ضمن عنصر المطلوبات غير المتداولة) لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	36
173	نسبة تطور باقي المطلوبات غير المتداولة لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	37
175	نسبة تطور المطلوبات المتداولة لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	38
176	نسبة تطور السندات القابلة للتحويل (ضمن عنصر المطلوبات المتداولة) لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	39
178	نسبة تطور السندات/صكوك غير القابلة للتحويل (ضمن عنصر المطلوبات المتداولة) لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	40
179	نسبة تطور قروض (ضمن عنصر المطلوبات المتداولة) شركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	41
180	نسبة تطور باقي المطلوبات المتداولة لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	42
184	تطور نسبة التداول لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	43
187	تطور نسبة المديونية لشركة العقارية خلال الفترة 2015/2010.	44
189	تطور العائد على حقوق الملكية لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010	45

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
224	مخرجات برنامج SPSS	01



تمهيد:

تعتبر أسواق الأوراق المالية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، حيث تزداد أهميتها في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بالمشاريع الاستثمارية، والتي تتطلب مبالغ ضخمة لا يمكن حشدتها إلا من خلال التوجه إلى سوق الأوراق المالية أين يوجد عدد من المدخرين العارضين لأموالهم وجهات أخرى طالبة لها.

لهذا تعد سوق الأوراق المالية من أهم مصادر التمويل والاستثمار في الوقت الحاضر، حيث تسمح بعقد الكثير من الصفقات المالية والتجارية، فهي المكان الملائم لجذب المدخرات والفوائض المالية من الأفراد والمؤسسات الاقتصادية الراغبين في إعادة استثمار أموالهم في أصول غير عينية، ومن ثم ضخ تلك المدخرات إلى المنشآت الاقتصادية الراغبة فيها، والتي تكون في أمس الحاجة إليها بسبب وجود عجز في مواردها المالية.

إن وجود هذه الأسواق في الاقتصاد، يعمل على تشجيع الفئتين على دفع واستقطاب الأموال وإدخالها في مشاريع، وإخراجها من الدائرة الضيقة إلى أوسع مجالات الاستثمار والاستخدام لتلك الأموال، فتوسع بها شركات وتفتح بها وظائف، وتقدم دخلا لمالكيها، لهذا تعتبر أسواق الأوراق المالية الملاذ الذي تقصده الشركات التجارية والصناعية والخدمية، بالإضافة إلى شركات الاستثمار والتأمين والمصارف وغيرها من شركات الوساطة المالية.

لقد وفرت سوق الأوراق المالية مجالات وأساليب مبتكرة للتحوط من المخاطر المتعددة من خلال التطوير والابتكار في الأدوات المالية فبرزت الصكوك كإحدى الأدوات المستحدثة، والتي شهدت رواجاً في أسواق الأوراق المالية العربية والدولية، ولاقت قبولا كبيرا من طرف المستثمرين في العديد من دول العالم.

تعد دولة الإمارات العربية المتحدة من البلدان الرائدة في مجال المعاملات المالية، حيث يعود التعامل بالأوراق المالية مع بداية تأسيس شركات المساهمة العامة إلى سنوات سابقة من القرن الماضي، وتعتبر الصكوك من الأوراق المالية التي وفرت متطلبات النمو والنجاح والاستقرار، وذلك لمالها من تشريعات تضبطها وحكومة تدعمها وأسواق تستقطبها ومؤسسات تمويلها.

أولاً: إشكالية البحث.

تسعى شركات المساهمة من خلال استخدامها للصكوك إلى تعبئة الموارد المالية اللازمة لتنمية مشاريعها وزيادة توسعها، فتتوجه إلى أسواق الأوراق المالية، التي تطرح أمامها عدة خيارات، وأدوات استثمارية حديثة ومبتكرة.

من هذا المنطلق تم صياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث على النحو الآتي:

ما اثر استخدام الصكوك في تمويل شركات المساهمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010؟

لتبسيط هذا التساؤل الرئيسي يمكن صياغة التساؤلات الفرعية الآتية:

- ما هي قواعد وآليات إصدار وتداول الصكوك في سوق أبوظبي للأوراق المالية ؟
- هل تساهم الصكوك في تنوع مصادر تمويل شركة الدار العقارية المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010؟
- ما طبيعة العلاقة بين استخدام الصكوك كأداة تمويلية ومؤشرات الأداء المالي لشركة الدار العقارية المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010؟

ثانيا: 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 أبوظبي للأوراق المالية.
- تساهم الصكوك في زيادة تنوع مصادر تمويل شركة الدار العقارية المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية بشكل كبير خلال الفترة 2015/2010.
- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين استخدام الصكوك وبعض مؤشرات الأداء المالي لشركات المساهمة بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010.

ثالثا: أهمية البحث

تكمن أهمية البحث في النقاط الأساسية التالية:

- يشهد هذا البحث أهميته من خلال ما أثير في الآونة الأخيرة من نقاشات وعقد لندوات ومؤتمرات حول الحاجة إلى إيجاد منتجات مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية.

- زيادة اهتمام اقتصاديات الدول المتقدمة بالصكوك والسماح بإدراج هذا النوع من الأوراق المالية بأسواقها، حيث لاقت رواجاً كبيراً مما ساهم في سرعة انتشارها عالمياً.
- اهتمام أسواق الأوراق المالية في توفير الأدوات التمويلية الحديثة والمبتكرة، التي تسهل من جذب المزيد من مدخرات الأفراد والشركات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية جيدة.
- التطور والنمو المتسارع الذي تشهده سوق الصكوك سواء في الأسواق المالية الناشئة أو المتقدمة، مع زيادة إقبال الدول غير الإسلامية على إصدارها وتنبؤ خبراء الاقتصاد بوصول حجم الإصدارات الكلية إلى آلاف المليارات من الدولارات مستقبلاً.

رابعاً: أهداف البحث

إن الغاية من إجراء هذا البحث هو تحقيق الأهداف التالية:

- إبراز الدور الذي يمكن أن تقوم به الصكوك واعتبارها أدوات تمويلية حديثة، تزيد من مصادر تمويل شركات المساهمة، بما يسهم في تنشيط وزيادة فعالية أسواق الأوراق المالية.
- توضيح الفرق بين الصكوك والسندات التقليدية والأسهم وبيان صور إصدارها وتداولها وهيكلتها في أسواق الأوراق المالية.
- تحديد أثر اتجاه العلاقة بين استخدام الصكوك في تمويل شركات المساهمة المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية ومؤشرات أدائها المالي.
- إبراز أثر استخدام الصكوك المصدرة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، كأداة تمويلية تزيد من تعبئة الموارد المالية لشركات المساهمة.

خامساً: أسباب اختيار الموضوع

إن اختيار هذا الموضوع يرجع إلى عدد من المبررات والأسباب منها:

الأسباب الذاتية:

- الرغبة في تنمية المعرفة الذاتية في المواضيع المتعلقة بالأسواق المالية والأدوات المالية.
- الرغبة في إثراء البحث العلمي في هذا الميدان.

الأسباب الموضوعية:

- النمو والاهتمام المتزايد الذي يشهده سوق الصكوك إقليميا ودوليا، خصوصا بعد الازمة المالية العالمية 2008.
- الرغبة في دراسة أثر الصكوك على شركات المساهمة خاصة مع قلة الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع.
- الرغبة في التعرف على الأدوات المالية المحركة لأسواق الأوراق المالية ولاسيما منها الحديثة والمبتكرة ومعرفة آليات إصدارها وتداولها.

سادسا: منهجية البحث

بالنظر إلى طبيعة الموضوع، ومن أجل اختبار فرضيات البحث وتحقيق أهدافه والإحاطة بمختلف جوانبه، تم الاعتماد على المناهج التالية:

المنهج التاريخي: وذلك من أجل تتبع بعض الوقائع التاريخية والتسلسلات الزمنية لبعض المراحل التاريخية، مثل: ظهور الصكوك، والتطورات الحاصلة في سوق الصكوك، وتطور الهيكل التمويلي لشركة المساهمة.

كما تم استخدام **المنهج الوصفي** من خلال جمع مختلف البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المرتبطة بموضوع البحث، وعرض للجوانب النظرية للصكوك من مفهوم وضوابط وأنواع وأهمية وقواعد وأسس إصدارها وتداولها، إضافة إلى توضيح جوهر وطبيعة عمل الأسواق الأوراق المالية والأطراف الفاعلة به، منها شركات المساهمة.

المنهج التحليلي: تم اعتماد هذا المنهج من خلال اختبار الفرضيات، وجمع البيانات المرتبطة بالموضوع، ورصد لتطور استخدام الصكوك من قبل شركة الدار العقارية المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2010/2015، وتحليل هذه البيانات للوصول إلى نتائج وذلك باستخدام أدوات إيضاحية، كالجداول والأشكال والمنحنيات البيانية.

سابعا: الدراسات السابقة

يعد بحثنا جانبا من مواضيع أخرى تناولت محاور هامة ومختلفة عن الصكوك، فموضوع الصكوك كأداة تمويلية من قبل شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية، من الموضوعات المالية المعاصرة، والتي تناولها عدد من الباحثين بالبحث والدراسة لحدثته وتطوره، ومازال الباحثون يضيفون في شروطه وضوابطه، غير أنه بعد الاطلاع على الأبحاث والدراسات المتعلقة بهذا

الموضوع، تبين أن أغلب الدراسات السابقة تناولت هذا الموضوع بشكل منفصل دون الربط بين جزئيه، ومع ذلك فهناك عدد من الكتب والمقالات والأبحاث والدراسات التي تقترب في مضامينها من موضوع هذه الدراسة ومنها:

- الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية نحو تطبيق مقترح تمويلي لتطوير دور البنوك الإسلامية، أطروحة دكتوراه، تقدم بها زياد جلال الدماغ إلى معهد البنوك الإسلامية والتمويل بالجامعة الإسلامية العالمية- ماليزيا - سنة 2010.

جاءت هذه الدراسة في بابين، خصص الأول للصكوك الإسلامية وتطبيقاتها في النظام الاقتصادي الإسلامي، بعرض مفهومها وأنواعها ومخاطرها، في حين تعرض الباب الثاني لتطبيقات الصكوك واستخداماتها في القطاعات الاقتصادية المختلفة، وقد تطرق الباحث للتجربة الماليزية المعاصرة في إصدار وتداول الصكوك، حيث أراد الباحث أن يعالج مشكلة أساسية، تتمثل في قصور مساهمة الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية أو التطور الاقتصادي المطلوب، وتهدف هذه الدراسة إلى تقديم مقترح تمويلي لغرض تصويب تطبيقات الصكوك الإسلامية من خلال البنوك الإسلامية نحو الاستثمار المباشر في القطاعات الإنتاجية، التي تساهم في تحقيق التنمية والتطور الاقتصادي المطلوب والمساهمة في إيجاد بديل مصرفي معاصر بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، بدلا من النظام المصرفي التقليدي، وتوصلت هذه الأطروحة إلى صلاحية استخدام الصكوك كأداة من أدوات السياسة النقدية وإدارة السيولة النقدية، بدلا من الاعتماد على أدوات الدين العام، كما يمكن استخدامها في تعبئة الموارد المالية اللازمة لأنها متنوعة، وأن هناك ارتباط بين نجاح الصكوك الإسلامية وتداولها في الأسواق المالية المحكومة بالضوابط الشرعية، مما يساعد على تكامل الأسواق المالية، وقد ساعدتنا هذه الدراسة في تكوين فكرة واضحة عن موضوع البحث، غير أنها لم تركز على حجم الإصدارات من الصكوك، ولا على تأثيرها في تمويل الأطراف الفاعلة في سوق الأوراق المالية.

- دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تقدمت بها شافية كتاف إلى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة سطيف 1 سنة 2014.

تطرقت الباحثة لإشكالية مدى إمكانية توفر أدوات مالية إسلامية تساهم في تنشيط وتطوير أسواق تتسجم وضوابط الشريعة الإسلامية خاصة في الدول العربية والإسلامية.

شملت هذه الدراسة ستة فصول، تناولت فيها الباحثة دراسة المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية، والى تنظيم وإدارة السوق المالية الإسلامية من خلال دراسة تجارب ماليزيا والبحرين ودبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، كما تضمنت الأطروحة دور الأسهم في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية مع دراسة حالة الكويت للأوراق المالية، ثم تطرقت إلى دور الصكوك الإسلامية في

تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، ودور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حيث خصصت بدراسة حالة السوق المالية السعودية وفي الأخير تعرضت لدور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية.

سعت هذه الدراسة إلى إبراز المعالم الأساسية للسوق المالية وفق منظور إسلامي، والتعرف على مختلف الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية، كما هدفت الأطروحة إلى توضيح دور ومساهمة الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية، وتوصلت الأطروحة إلى أن السوق المالية الإسلامية لن تتمكن من القيام بدورها وممارسة نشاطها بفعالية إلا بتوفر عدة عناصر ومؤسسات، كالشركات المساهمة الإسلامية وبيوت السمسة الإسلامية، إضافة إلى ضرورة توفر المناخ الاستثماري الملائم والمناسب لطبيعة عملها، وقد أفادتنا هذه الدراسة في تكوين نظرة شاملة حول سوق الصكوك الإسلامية، وواقع الصكوك المدرجة والمتداولة في بعض الأسواق المالية، إلا أن إشكالية هذه الدراسة تبدو بعيدة نوعاً ما عن موضوع بحثنا كونها ركزت على سبل تطوير الأسواق المالية الإسلامية.

- **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 حلولاً متنوعة للشركات والحكومات الراغبة في الاستفادة من تقنية التصكيك الإسلامي، وقد أفادتنا هذه الدراسة في بناء الجانب النظري المتعلق بالصكوك وفهم أفضل لجوانبه، والاستفادة مما تم عرضه لبعض الإحصاءات عن إجمالي إصدارات الصكوك في العالم من حيث النوع والحجم والعملات، إلا أنها تختلف عن موضوع دراستنا، حيث ركز الباحث على دور الصكوك الاستثمارية في الحياة الاقتصادية بصفة عامة.

- **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية حول الصكوك الإسلامية السودانية**، ورقة بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي،

تحت عنوان "إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف"، المنعقد أيام 06،07،08 أكتوبر 2012 بمعهد الدراسات المصرفية-عمان-الأردن، تقدم بها سليمان ناصر وربيعة بن زيد.

تناول البحث المفاهيم المتعلقة بالصكوك الإسلامية وعلى وجه خاص الصكوك الحكومية، إضافة إلى أنواع مختلفة للصكوك الإسلامية وأهميتها في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، كما تطرق البحث إلى المخاطر المختلفة للصكوك الإسلامية وكيفية قياسها وسبل إدارتها، وتم إسقاط ذلك على التجربة السودانية خلال الفترة 2005/2010، وتوصل هذا البحث إلى أن واقع الصكوك أظهر توسعا في اتجاه القطاع الحكومي نحو إصدار الصكوك كوسيلة لتوفير موارد مالية لتغطية الاحتياجات التمويلية الحكومية، إلا أن عدم نضج الصكوك بالشكل الكافي جعلها تواجه مجموعة من التحديات القانونية والشرعية والتنظيمية، والتي قد تحد من نموها محليا وعالميا، وساعدتنا هذه الدراسة من الخروج بفكرة واضحة حول مخاطر الصكوك، واختلفت هذه الدراسة عن موضوع بحثنا، حيث اقتصرنا على الدراسة حول الصكوك كأداة لتمويل الحكومات.

ثامنا: مجال الدراسة وحدودها

سننظر في هذا البحث لدراسة استخدام الصكوك كأداة تمويلية حديثة من خلال البحث في الجوانب الاقتصادية والمالية، ولا يعني في هذه الدراسة بنفاصيل المسائل والخلافات الفقهية إلا بقدر ما يخدم الهدف الأساسي لهذا البحث.

تم أخذ سوق الأوراق المالية أبطبي كمجال للدراسة، كونها سوق مالية ناشئة تتمتع بميزة الإبداع والابتكار في الأدوات التمويلية وتساهم في تعبئة الموارد المالية لشركات المساهمة، وشركة الدار العقارية كعينة خلال الفترة 2010 إلى 2015.

تاسعا: تقسيم البحث

لكي تحقق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، وللإجابة على إشكالية البحث، تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول تسبقها مقدمة وتليها خاتمة، ويمكن توضيح مضمون هذه الفصول كما يلي:

الفصل الأول: خصص لدراسة الصكوك، ضوابطها، أنواعها وتحدياتها، وذلك انطلاقا من توضيح مفهوم التصكيك والصكوك وخصائصها وأهميتها والفرق بينها وبين الأوراق المالية الأخرى وشروط وضوابط إصدارها وتداولها، كما تطرق إلى عرض أنواع الصكوك حسب العقود وهيكلها وإلى واقع الصكوك ومخاطرها وآليات معالجتها وآفاقها المستقبلية، أما **الفصل الثاني** من هذه الدراسة سيتناول الإطار النظري لسوق الأوراق المالية وشركات

المساهمة، من خلال الوقوف على تحديد مفهوم سوق الأوراق المالية ومميزاتها وشروط إنشائها وأنواعها، والمتعاملين فيها وأنواع الأدوات المالية المتداولة بها، كما سيتم التطرق إلى مفهوم الشركات، أنواعها، أهميتها والتعريف بشركات المساهمة، نشأتها وخصائصها وأنواعها، في حين خصص الفصل الثالث من هذه الدراسة لتوضيح وتحليل استخدام الصكوك لتمويل شركة الدار العقارية بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2010/2015، انطلاقاً من التعريف بسوق أبوظبي للأوراق المالية وأهدافه ومبادئه والأوراق المالية المتداولة به، كما سيتم دراسة تطور الهيكل التمويلي لشركة الدار العقارية بدء بتقديم شركة الدار العقارية، وعرض إجمالي لتطور مكونات هيكلها التمويلي، كما سيتم الوقوف على أثر استخدام الصكوك على بعض مؤشرات الأداء المالي للشركة من خلال دراسة الارتباط بين حجم الصكوك المستخدمة ومؤشرات الأداء المالي لشركة الدار العقارية، وفي الأخير خاتمة تضمنت خلاصة عامة للبحث، اختبار للفرضيات وأهم النتائج المتوصل لها، بالإضافة إلى آفاق الدراسة.

الفصل الأول:

الصكوك، ضوابطها، أنواعها
وتحدياتها

تمهيد :

ظهر في عالم التمويل في العقود الأخيرة، ما يسمى بالتصكيك الإسلامي، وهو أسلوب تمويلي حديث وبديل شرعي للتوريق، من منتجاته الصكوك الإسلامية، التي تعد أكثر الأدوات المالية الإسلامية انتشاراً، لما تقوم به من دور أساسي في حشد المدخرات المالية، وتوجيهها نحو تلبية مختلف الاحتياجات التمويلية وهذا لما تتمتع به الصكوك من خصائص، كما يجب أن تحقق الصكوك متطلبات الشريعة الإسلامية، فهي تخضع لإجراءات وضوابط، تبدأ من الاكتتاب، لترافقها في عمليات التداول وتستمر حتى يتم إطفاء الصكوك وانتهاء أجلها.

تتعدد تصنيفات الصكوك وباختلاف أنواعها، أثبتت جدارتها في حشد الفوائض المالية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، مما عمل على إدماجها في الأسواق المالية العربية والغربية، إلا أن العمل بالصكوك يتعرض كباقي الأدوات المالية معوقات ومخاطر، يجب مراعاتها من أجل توفير منتج مالي منخفض المخاطر مستقبلاً في سوق الصكوك الإسلامية خاصة وأسواق المال العالمية عامة.

في ظل هذا التصور خصصنا هذا الفصل لدراسة أهم العناصر المتعلقة بالصكوك، حيث عملنا على تجزئته إلى المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: الصكوك ضوابطها وآليات إصدارها وتداولها؛
- ✓ المبحث الثاني: أنواع الصكوك وهياكلها؛
- ✓ المبحث الثالث: واقع الصكوك، مخاطرها وآفاقها.

المبحث الأول: الصكوك ضوابطها وآليات إصدارها وتداولها

يعتبر التصكيك الإسلامي أسلوب تمويلي حديث وتعد الصكوك الإسلامية أحد منتجاته، التي استطاعت جذب المدخرات وزيادة تنويع الأدوات المالية المستخدمة في سوق الأوراق المالية، بحيث تتضمن عمليات إصدار وتداول الصكوك، إجراءات وضوابط شرعية.

سنتطرق في هذا المبحث إلى ماهية التصكيك، ضوابطه وطرقه وإلى ماهية الصكوك، أهميتها، ضوابطها وآليات إصدارها وتداولها.

المطلب الأول: ماهية التصكيك، ضوابطه وطرقه

التصكيك هو تقنية أو آلية مالية، يتم من خلالها تحويل الأصول المالية إلى صكوك تتمتع بالسيولة، فهو يوفر انتقال المال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز ويخضع لأحكام وضوابط شرعية وفق طرق معينة، ويمكن توضيح ذلك من خلال .

الفرع الأول: ماهية التصكيك وضوابطه

سنتطرق من خلال هذا الفرع إلى:

أولاً : تعريف التصكيك

لغة: يمكن تعريف الصك على أنه الضرب الشديد بالشيء العريض وقيل هو الضرب عامة.⁽¹⁾ وجمعه أصك وصكوك وصكاك⁽²⁾.

تعريف التصكيك اصطلاحاً: هو عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية، مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في السوق المالية، شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر⁽³⁾.

(1) ابن منظور، أبي الفضل جمال الدين: "لسان العرب"، مجلد (10)، دار الصادر، بيروت، لبنان، 1900، ص 456.

(2) المرجع نفسه، ص 456.

(3) عبد القادر زيتوني: "التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان-الأردن، المنعقد أيام (2و1) ديسمبر 2010، ص 2.

يعرف الصك أيضا: على أنه عبارة عن تجميع أصول مالية، مدرة لعوائد وتحويلها إلى أوراق مالية، تباع على المستثمرين وأي أصل مدر لعوائد نقدية مستقبلية يمكن تصكيكه، لهذا تسمى الأوراق المالية المصككة، أوراق مالية مدعومة بأصول⁽⁴⁾.

ورد في تعريف التصكيك عن قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي (4/19) 178، في دورته التاسعة عشر (19)، 2009، أن التصكيك "هي عملية تحويل الأصول إلى وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون)، قائمة فعلا أو سيتم انشائها من حصيلة الاكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه⁽¹⁾". وبناء على ما سبق يمكن تعريف التصكيك : بأنه عبارة عن آلية مستحدثة، تقوم على تحويل الأصول القليلة السيولة إلى أوراق مالية، وفق ضوابط الشريعة الإسلامية والتي يمكن تداولها في الأسواق المالية.

ثانيا : خصائص التصكيك

استنادا إلى التعريفات السابقة، نستخلص مجموعة من الخصائص وهي⁽²⁾:

1. التصكيك يمكن أن يؤطر بإطار زمني محدد.
2. الذمة المالية المفصولة، تعني نظريا وجود الشركة ذات الأغراض الخاصة (SPV).
3. تحديد العائد مسبقا بالنسبة للورقة، لا يعني خلوها من المخاطر.
4. ضرورة أن تكون الأصول محل التصكيك مقبولة شرعا.
5. القابلية للتداول في السوق المالية، متى توفرت الشروط الشرعية المطلوبة للتداول.

ثالثا : ضوابط التصكيك

تخضع عملية التصكيك لضوابط ومعايير يجب مراعاتها وتتمثل فيما يلي⁽³⁾ :

➤ أن تكون نوعية الأصول محل التصكيك، مقبولة شرعا وصالحة للتصكيك.

⁽⁴⁾ محمد بن إبراهيم السحبياني: "هيكلة الصكوك الإسلامية"، عرض لحقه نقاش "الصكوك الإسلامية"، وحدة البحوث، كلية الشريعة، الرياض، السعودية 1429هـ، بدون صفحة .

⁽¹⁾ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، المنعقد يومي (05 و06) ماي 2014، ص3.

⁽²⁾ فتح الرحمان علي محمد صالح: "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، بحث مقدم لمنتدى "الصيرفة الإسلامية"، بيروت، لبنان اللبنانية، 2008، ص6.

⁽³⁾ شافية كتاف: "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، الجزائر، 2013-2014، ص403.

- أن تكون الأصول المراد تصكيكها، مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التوريد نقداً، تجنباً وتفادياً لبيع الدين بالدين.
- ينبغي وجود أصل يكون مملوكاً للمنشأة الراغبة بالتصكيك.
- يجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة⁽⁴⁾.
- لا بد من توافر الضوابط الشرعية في جميع مراحل عملية التصكيك⁽¹⁾.
- أن يكون الأصل المراد تصكيكه، يدر دخلاً بصفة منفردة وليس بالاشتراك مع الأصول الأخرى في المنشأة.
- أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر، كما ينبغي وجود دخل مستمر ومنظم للصكوك طوال مدة برنامج التصكيك.

الفرع الثاني : أطراف عملية التصكيك وطرقه

أولاً : أطراف عملية التصكيك

تتضمن عملية التصكيك أطرافاً عدة نبيها كآلاتي⁽²⁾:

1. **مدير الاستثمار:** يمثل الجهة التي تتولى إدارة الاستثمار وتوجيهه، وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار، كما تتولى هذه الجهة، إعداد الدراسات الاقتصادية اللازمة واختيار الصيغة التي سوف تدار بها أموال المستثمرين.
2. **وكيل الإصدار:** وهو مؤسسة مالية متخصصة (SPV)، تقوم بتنظيم عملية الإصدار وإدارتها وتقديم الصكوك للمستثمرين، وتكون العلاقة بين المنشئ ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر.
3. **المنشئ:** الجهة المالكة للمشروع المنوي إقامته أو توسيعه وقد يكون المنشئ شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية وينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار، مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار ويقوم المنشئ باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع معين وقد يكون المنشئ بإدارة المشروع نفسه أو أن يوكل مدير استثمار بالقيام بذلك.
4. **المصدر:** الجهة المصدرة أو شركة التصكيك أو المنشأة ذات الغرض الخاص (SPV)، وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشئة إلى المستثمرين.

⁽⁴⁾ عبد القادر زيتوني: مرجع سبق ذكره، ص4.

⁽¹⁾ زياد جلال الدماغ: "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية: نحو تطبيق مقترح تمويلي لتطوير دور البنوك الإسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 2010، ص 73.

⁽²⁾ زاهرة علي محمد بني عامر: "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص84.

5. أمين الحفظ: هو الطرف الذي يناط به مهمة حماية مصالح حملة الصكوك أو الرقابة على أعمال شركة الإدارة ومدى التزامها بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية، المبينة في نشرة الإصدار، وقد يترافق الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك وقد يعين لاحقا وذلك وفقا للقوانين السارية والعرف المتفق عليه⁽³⁾.
6. مدير الإصدار: يمثل المؤسسة الوسيطة، التي تتوب عن المكتتبين حملة صكوك الاستثمار في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.
7. متعهد الدفع: هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.

ثانيا : طرق التصكيك

هناك طريقتان أساسيتان للتصكيك هما⁽¹⁾:

- 1 - طريقة التصكيك المهيكل (غير المباشر): تصدر الصكوك لغاية تحويل المشاريع أو الأصول القائمة إلى سيولة نقدية، ويتم من خلال تحويل الأصول المالية أو المعنوية المدرة للدخل إلى وحدات متساوية، تتمثل في الصكوك، ثم طرحها في السوق المالي لجذب الأموال.
- 2- طريقة التصكيك البسيط (المباشر): تصدر الصكوك لجمع الموارد المالية أولا، ثم توجه نحو مشروع استثماري معين، مثل مشاريع للبنى التحتية والمرافق العامة وهذا ما يتم من خلال طرح الصكوك على أساس صيغة تمويل إسلامي في السوق الأولية، لتكون حصيلة الاكتتاب في رأس مال المشروع المراد إنجازه وهذه الطريقة هي ما تميز التصكيك عن التوريق التقليدي⁽²⁾.

الفرع الثالث : أهمية التصكيك والفرق بينه وبين التوريق التقليدي

أولا: أهمية التصكيك

لقد شهدت عملية التصكيك تطورا كبيرا وأهمية متزايدة ويرجع ذلك إلى المبررات التالية⁽³⁾:

1. تصكيك الأصول من أفضل الوسائل للحصول على رأس مال كاف وبكلف مناسبة؛

⁽³⁾ حكيم براضية، جعفر هني محمد: "دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص152.

⁽¹⁾ حكيم براضية، جعفر هني محمد: مرجع سبق ذكره ، ص70.

⁽²⁾ سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز: "الدور التمويلي للمصارف الإسلامية، التمويل بالصكوك"، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 38، المجلد العاشر، العراق 2015، ص112.

⁽³⁾ كمال توفيق الحطاب: "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، بحث مقدم في اطار فعاليات مؤتمر (المصارف الاسلامية بين الواقع والمأمول)، دائرة الشؤون الاسلامية والعمل الخيري، دبي، المنعقد أيام (31ماي - 3 جوان) 2009، ص 10.

2. تعتبر عملية التصكيك، هي المناخ الأكثر أمانا للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين، بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة التي تمارسها الأجهزة المسؤولة عن عملية التصكيك؛
3. تكمن أهميته أيضا في تنشيط سوق المال وتعميقه، من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع الأدوات المالية المعروضة فيها وتنشيط سوق التداول⁽⁴⁾؛
4. يستخدم التصكيك كأداة لإدخال التوازن بين توزيع المخاطر قطاعيا وجغرافيا.

ثانيا : الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي

لقد أدرجت في تعابير الاقتصاديين في الآونة الأخيرة، عدة مصطلحات، كالتصكيك والتوريق والتسهيم والتسديد، وجميعها تشير إلى أسلوب تمويلي حديث، يوفر آلية ذات طبيعة مغايرة لانتقال الأموال، من الوحدات عارضة التمويل باتجاه الوحدات طالبة التمويل⁽¹⁾. إلا أن الفرق بين التصكيك في مفهومه التقليدي والإسلامي، هو ضرورة وجود أصول مشروعة، التي تقوم عليها عملية التصكيك والتي تدر دخلا، وتعود ملكية هذه الأصول لجماعة المستثمرين حسب حصصهم⁽²⁾، ويختلف التصكيك الإسلامي عن التوريق التقليدي من عدة أوجه نتعرض لها من خلال الجدول التالي :

(4) عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي: "الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية"، بحث مقدم لندوة "الصكوك الإسلامية عرض وتقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المنعقدة يومي (24 و25) ماي 2010، ص5.

(1) زاهرة علي بني عامر: "التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلاميا؟"، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة أيام (12 و13) ديسمبر 2013، بدون صفحة .

(2) اختر زيني عبد العزيز: "الصكوك الإسلامية - التوريق - وتطبيقاتها المعاصرة و تداولها"، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة التاسع عشرة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص6.

جدول رقم (1): الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي

أوجه الاختلاف	التصكيك الإسلامي	التوريق التقليدي
التسمية	تصكيك	التوريق او التسنييد
تاريخ الاستخدام	1990	1970
الهدف	إصدار أوراق مالية مرتبطة بنتيجة أعمال المشروع	إصدار أوراق مالية مرتبطة بفائدة
طبيعة ونوعية الأصول محل التصكيك	تصكيك أعيان ومنافع	توريق ديون
العائد	ربحا مشروعا متغيرا أو مستقرا	فائدة ربوية، قد تكون فائدة ثابتة
الضوابط	يخضع في جميع مراحلها لضوابط وتخضع في هيكله إصدارها لهيئة رقابة شرعية .	توافق القوانين الوضعية ولا تخضع لضوابط شرعية
المخاطر	يشارك فيها الأطراف على أساس الغنم بالغرم	يتحملها المستثمرون
الضمانات	تعطي ضمانات لكل المستثمرين على حد سواء	تعطي ضمانات لبعض المستثمرين على حساب الآخرين
التداول	يتم تداول بعض الأنواع وليس كلها، يتم تداول صكوك المضاربة والمشاركة والاجارة و الاستصناع بعد تحويلها الى أصول عينية	تداول نتاج التوريق التقليدي في السوق الثانوية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على :

- فتح الرحمان علي محمد صالح: "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، بحث مقدم لمنتدى "الصيرفة الإسلامية"، بيروت، لبنان، 2008، ص ص18، 19.
- زاهرة علي بني عامر: "التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلامياً؟"، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر (الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي)، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة أيام (12 و13 ديسمبر 2013)، بدون صفحة.
- أمال لمعش: "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011-2012، ص105.

المطلب الثاني: ماهية الصكوك وأهميتها

سيتم توضيح مفهوم الصكوك وخصائصها وتبيان الفرق بينها وبين الأوراق المالية التقليدية من خلال الفروع التالية :

الفرع الأول: تعريف الصكوك

لقد تعددت المفاهيم والتعريفات التي أطلقها الفقهاء والباحثون والهيئات والمنظمات المالية الإسلامية نستعرضها فيما يلي:

أولاً: تعريف الصكوك لغة :

بما أن الصك هو نتاج عملية التصكيك فإن هناك اشتراك في تعريفهما، الصكوك هي جمع لكلمة صك، أصك وصكوك وصكاك وأن الصاد والكاف أصل يدل على تلاقي شيئين بقوة وشدة، حتى كأن أحدهما يضرب الآخر.⁽¹⁾ وجاءت في القرآن الكريم لقوله تعالى: ".....فصكت وجهها ... " (سورة الذاريات، الآية 27)، أي لطمته وضربته على عادة النساء بأيديهن لسماعهن لأمر عجيب أو غريب.⁽²⁾

كما عرفت بأنها: ورقة مكتوبة تثبت لحاملها حقا في مال أو ملك أو نحوه وتخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها الإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره ⁽³⁾.

ثانياً: تعريف الصكوك اصطلاحاً:

فيما يلي نوجز بعض التعاريف التي أقرتها بعض الهيئات والمنظمات الإسلامية، بالإضافة إلى تعاريف قدمها بعض الباحثين وجميعها متقاربة من حيث المعنى، وإن اختلفت في صياغتها.

1- تعريف الصكوك حسب الهيئات والمنظمات:

أقرت بعض الهيئات والمنظمات الإسلامية بعض التعاريف، نذكر منها:

أ- تعريف الصكوك من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (*):

حسب المعيار الشرعي رقم 17 (صكوك الاستثمار)، هي وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص

(1) ابن الكثير الدمشقي : "تفسير القرآن الكريم"، دار طيبة للنشر و التوزيع، الرياض، الطبعة الثانية 1999، ص 421.

(2) المرجع نفسه، ص421.

(3) الرازي محمد بن أبي بكر بن عبد القادر: " مختار الصحاح"، باب الصاد، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، ص 327 .

(*) هي منظمة دولية غير هادفة للربح تضطلع بإعداد و إصدار معايير المحاسبة و المراجعة و الضبط و أخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، ثم إنشائها بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 26 فبراير 1990 في الجزائر، تتخذ مملكة البحرين مقراً لها (انظر الموقع الرسمي WWW.AAIOFI.ORG)

وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله⁽¹⁾.
ب- تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية (**):

عرفها في المعيار السابع: "الصكوك جمع صك، ويشار لها عادة بسندات إسلامية وهي شهادات يمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو موجودات مختلطة من الموجودات العينية وغيرها وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، وفقا لأحكام الشريعة⁽²⁾.

ت- تعريف الصكوك من طرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي (***) :

في حين جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، رقم 137 (15/3)، في تعريفه للتصكيك بأنه : "إصدار لوثائق وشهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من المنافع والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"⁽³⁾.

2- تعريف الصكوك في الاصطلاح حسب الباحثين :

تعددت عبارات الباحثين من القانونيين والاقتصاديين لتحديد مفهوم الصكوك، نوجزها في بعض من هذه التعاريف :

- تعرف الصكوك بأنها: أوراق مالية متساوية القيمة، تمثل في الغالب قروضا بفائدة من مصدرها لحاملها، يتم دفعها من العوائد النقدية للأصول المصككة، لهذا تسمى أوراق مالية مدعومة بأصول⁽⁴⁾.

- كما عرفت بأنها: أوراق مالية قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها لأصل مولد لدخل دوري وتنتم بأنها ذات مخاطر متدنية وإيراد قابل للتوقع⁽⁵⁾.

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية : "المعايير الشرعية"، المنامة، البحرين، 2010، ص 250.

(**) هي هيئة دولية تهدف إلى التطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية، تصدر معايير ومبادئ إرشادية، يقع مقرها بماليزيا، ثم إنشائها في نوفمبر 2002.

(2) سعد محمد بوهراوة، أشرف وجدي دسوقي: "تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول"، بحث مقدم لندوة "الصكوك الإسلامية عرض و تقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المنعقدة يومي (24 و 25) ماي 2010، ص 108 .

(***) مجمع الفقه الإسلامي الدولي : هيئة منبثقة من منظمة المؤتمر الإسلامي، مقره جدة، وتم تأسيسه سنة 1403هـ، يتكون من فقهاء وعلماء ومفكرين في شتى مجالات المعرفة الفقهية و الثقافية و العلمية و الاقتصادية.

(3) منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي (1988)، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، ص 2159 .

(4) صافية أحمد أبو بك : "الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر حول "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، المنعقد أيام (31 مايو - 3 جوان) 2009، ص 8.

(5) القرني محمد علي: "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر السابع "للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2008، ص 3.

- وجاء في تعريف آخر لها:

بأنها شهادات أو وثائق اسمية لحاملها، تمثل حقوق ملكية وهي قابلة للتداول، ما لم تمثل نقدا أو دينا محضا ويعتمد في إصدارها على عقد من العقود الشرعية⁽¹⁾.

كخلاصة لما تم استعراضه، يمكن تعريف الصكوك: بأنها أوراق مالية، تصدر وفق ضوابط ومعايير شرعية، بقيم متساوية، ذات آجال محددة، تثبت لحاملها حق ملكية شائعة، في موجودات لها عائد وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد.

الفرع الثاني: خصائص الصكوك وأهميتها

للصكوك خصائص تميزها عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ساهمت في انتشارها انتشارا واسعا.

أولا : خصائص الصكوك

يمكن توضيحها فيما يأتي:

1- الصكوك وثنائق متساوية القيمة:

تصدر الصكوك الإسلامية بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصا متساوية في ملكية مشروع، بهدف تسهيل شراءها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية⁽²⁾، وتصدر باسم مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها⁽³⁾.

2- الصكوك لها قيمة اسمية محددة:

تصدر الصكوك بقيمة محددة، غير قابلة للتجزئة أو الاشتقاق، كما هو الحال بالنسبة للأوراق المالية التقليدية، لاسيما الأسهم⁽⁴⁾، وتختلف هذه القيمة باختلاف المشروع والمصدر واختلاف القوانين⁽⁵⁾.

(1) عبد العظيم جلال أبو زيد، معبد على الجارحي: "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، الدورة التاسع عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص5.

(2) طيب بولحية، عمر بوجمعة: " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية عرض التجربة الماليزية ومدى إمكانية الاستفادة الجزائر منها"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، المنعقد يومي (12 و13 أبريل 2016)، ص 4.

(3) معطي الله خير الدين، شرياق رفيقة: " الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي حول "مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي"، جامعة قلمة، الجزائر، 2012، ص 242.

(4) حسان خبابة: " إدماج الصكوك الإسلامية في أسواق التداول العربية"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد يومي (12 و13 أبريل 2016)، ص4.

(5) محمد عدنان الصيف: "الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التجارة و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015 -2016، ص217.

3- الصكوك تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في مشروع يمثل منافع أو أعيان أو خدمات :

تخول الصكوك حاملها، حق ملكية بصافي أصول المشروع، الذي يمول حصيلة إصدارها وهذا الحق يمثل حصة شائعة في صافي موجودات المشروع⁽¹⁾.

4- الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة:

يعطي الصك لحامله حصة من الأرباح وهي ليست حصة أو نسبة محددة مسبقا من القيمة الاسمية وإنما تحدد هذه النسبة وقت التعاقد وذلك في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب⁽²⁾، وكما أن الصك يخول صاحبها الحصول على أرباح، فهي تلقي على كاهله ما قد يترتب على هذه الملكية من مسؤوليات وواجبات، وفقا لقاعدة الغنم بالغرم⁽³⁾. فبصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، فمالكي الصكوك لهم حصة من الربح ويشاركون في الخسارة في حدود ما يمثله الصك.

5- قابلية الصكوك للتداول :

يتم تداول الصكوك بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعا وقانونا، حيث لمالك الصك حق نقل ملكيته أو رهنه أو هبته أو نحو ذلك من التصرفات المالية، من خلال شركات الوساطة المالية⁽⁴⁾، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعا، لأنها تمثل دين في ذمة الغير ولأنه لا يجوز شراء الديون، فلا يجوز تداولها، إلا إذا تم تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع (المرابحة)⁽⁵⁾.

6- الصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة:

تضبط الصكوك بالضوابط الشرعية من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، فهي لا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل⁽⁶⁾.

(1) أسامة عبد الحليم الجورية: "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009، ص32 .

(2) نوال سمر، رفيق بشوندة: " دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر الدولي الثاني حول "المالية و المصرفية الإسلامية"، جامعة سيدي بلعباس، المنعقدة أيام (28-30) جويلية 2015، ص5.

(3) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: " العائد و المخاطرة بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر العالمي العاشر للاقتصاد و التمويل الإسلامي الجوانب المؤسسية للإصلاحات الاقتصادية و النقدية و المالية"، قطر، المنعقد يومي (23 و24) مارس 2015، ص3.

(4) حسين حسين شحاتة: " أحكام و أسس حساب زكاة صكوك الاستثمار"، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة خلال الفترة (12 و13) ديسمبر 2013، ص5.

(5) شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص 218.

(6) عبد المالك منصور: " العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة"، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي المنعقد أيام (31 مايو - 3 جوان) 2009. دون صفحة.

7- الصكوك أداة لتحصيل المال اللازم لنشاط معين:

لكي يحقق المال المجموع المعبر عنه بالصكوك مراده، يجب قفل باب الاكتتاب وتحويل المال إلى استثمار حقيقي، يؤهله لقيام الصكوك بدورها المنشأة من أجلها⁽¹⁾.

ثانيا : أهمية الصكوك

تكتسي الصكوك أهمية بالغة بالنسبة للعديد من الأطراف، سواء كانوا أفراد، مؤسسات أو ما يتعلق بأسواق المال وبالنسبة للاقتصاد ككل.

وقد ازدادت أهمية الصكوك الإسلامية، نتيجة لعدة عوامل من أبرزها⁽²⁾:

1- تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية (التحتية والتنمية)، بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.

2- إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وتكامل النظام الإسلامي.

3- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.

4- الصكوك تقدم قناة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها⁽³⁾.

5- الصكوك أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

الفرع الثالث: مقارنة الصكوك بأدوات الاستثمار التقليدية

الصكوك أداة تمويلية، تشترك مع بقية الأدوات المالية الأخرى في بعض الخصائص والجوانب التنظيمية، لكنها تختلف عنها في عدة أمور وحتى يتم تجنب الخلط بين الصكوك والأسهم والسندات وضرورة التفريق بينها، تطلب الأمر إبراز أوجه الاتفاق والاختلاف.

⁽¹⁾ محمد عدنان بن الضيف: " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية " مرجع سبق ذكره، ص 279.

⁽²⁾ بوطبة صبرينة، العربية مرادسي، أحمد رشاد : " الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل الاستثمارات و مواجهة انهيار أسعار البترول في الدول

النفطية "، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد (56)، جانفي 2017، ص41.

⁽³⁾ محمد تقي العثماني: " الصكوك كأداة لإدارة السيولة "، الدورة العشرون للمجمع الفقه الإسلامي، المنعقد في مكة المكرمة، 2010، ص5.

أولاً: الفرق بين الصكوك والسندات

سنوضح الفرق بين الصكوك والسندات، من خلال ذكر ما يتفقان فيه وما يختلفان عليه فيما يلي:

1- أوجه الاتفاق:

تتفق كل من الصكوك والسندات التقليدية في أمور عدة أهمها⁽¹⁾ :

أ- كلاهما يصدر بقيمة اسمية وأن هيكل الإصدار يتضمن ترتيبات تقلل من مخاطر التقلبات في أسعاره وبذلك تؤدي إلى استقرار المبلغ الذي يمكن لحامل السند والصك أن يسترده في نهاية مدته.

ب- يشترك كل من الصكوك والسندات في الأمور التنظيمية والإجرائية والأطراف التي يتطلبها الإصدار والإدارة والبيانات المتعلقة برأس مال الإصدار ومدة الإصدار ووكيل الدفع... الخ.

ت- كلاهما أوراق مالية، غرضها الأساسي هو التمويل ويتم تداولها⁽²⁾.

ث- من خلالهما يمكن أداء الكثير من الوظائف المهمة، كالتحكم في حجم السيولة النقدية والتمويل لأغراض مختلفة.

ج- تصنف الصكوك والسندات بشكل عام، بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية⁽³⁾.

2- أوجه الاختلاف:

بالرغم من وجود وجوه الاتفاق بين الصكوك والسندات، إلا أن ثمة اختلاف بينهما من وجوه

عدة أهمها :

أ- عوائد الصكوك ليست التزاما في ذمة المصدر وإنما عوائد الصكوك ناشئة عن الربح أو غلة العقود، التي بنيت هيكله الصكوك عليها، بينما عوائد السندات هي التزام من المقترض وهي ثابتة في ذمته، يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها، فحامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة التي أصدرت السندات ولا بمركزها، بخلاف الصك الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع، الذي أصدرت الصكوك على أساسه⁽⁴⁾.

(1) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: " الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص6.

(2) عدنان محمد، يوسف ربابعة: " صكوك الاستنصاع و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية"، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر " الصكوك الإسلامية و أدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة أيام (12 و13) ديسمبر 2013، دون صفحة.

(3) صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص14.

(4) العيفة عبد الحق، زاهرة بني عامر: " دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر الدولي حول "منتجات و تطبيقات الابتكار والهندسة المالية"، جامعة الجزائر، المنعقد أيام(6 و5) ماي 2014، بدون صفحة.

ب- يمثل الصك حصة شائعة في صافي أصول الشركة، في حين أن السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره ولا تتعلق بموجودات الشركة (1).

ت- يصدر الصك على أساس عقد شرعي ويأخذ أحكامه، أما السند فهو تعامل ربوي (2)، لأن السندات هي ديون تستحق لحاملها في ذمة مصدرها، بقيمة القرض زائد الفوائد المترتبة والتي تقدر عادة بنسبة رأس المال وليس بنسبة الربح الفعلي، لهذا أصدرت قرارات المجامع الفقهية بحرمة السندات، لأن تلك الفائدة ربا (3).

ثانياً: الفرق بين الصكوك والأسهم

هناك أوجه شبه بين الصكوك والأسهم، لكن أوجه الاختلاف أكثر ويمكن إجراء مقارنة بينهما كالآتي:

1- أوجه الشبه:

أ- تمثل كل من الصكوك والأسهم، حقوقاً مشاعة في الموجودات المتنوعة، اقتنيت بغرض الاستثمار ومن ثمة توزيع الأرباح على حاملها (4).

ب- يقوم كل من السهم والصك مقام الحصة المملوكة في صافي أصول الشركة أو المشروع الاستثماري وذلك في التسليم، القبض، الحيازة، البيع، الشراء والتداول، أي حرية التصرف كاملة (5).

2- أوجه الاختلاف:

أ- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر والأسهم أوراق مالية ذات مخاطر عالية (6) لما تعرفه من تقلبات في الأسواق المالية نتيجة لأداء الشركة ككل.

ب- السهم جزء من رأس مال شركة ما، هذه الشركة ليست لها في الغالب تاريخ التصفية، لأن الغرض من إنشائها هو الاستثمار والتوسع فيه إلى أجل غير مسمى، أما الصك فإنه غالباً ما يختص بمشاريع لها تاريخ ابتداء وتاريخ انتهاء (7)، فهي محددة الأجل تسترجع في نهايتها بإطفائها.

(1) هند مهدي، فاطمة صباح، ربيعة صباح: " واقع و آفاق السوق المالية الإسلامية، دراسة تجارب بعض البلدان الإسلامية والغربية "، مقال منشور في مجلة "الوحدات للبحوث والدراسات"، العدد (12)، سنة 2011، ص 554.

(2) محمد علي القري: " الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة و تداولها "، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشر بمجمع الفقه الإسلامي، التابع للمنظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 3.

(3) قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 60 (6/11) بشأن السندات.

(4) عبد الله بن محمد المطلق: "الصكوك"، مقال منشور في مجلة "البحوث الإسلامية"، العدد المائة، (من رجب 1434 هـ إلى شوال 1434 هـ) على الموقع الإلكتروني:

[http://www.aliffta/fatawa subjects as px ?langage name.\(consulté le 04 mars 2017 à 9.00h \)](http://www.aliffta/fatawa subjects as px ?langage name.(consulté le 04 mars 2017 à 9.00h))

(5) محمد غزال: " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، السنة 2012 - 2013، ص 79.

(6) صفية احمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 15.

(7) سامي يوسف كمال محمد: "الصكوك المالية الإسلامية، الأزمة - المخرج"، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2010، ص 142.

ت- السهم يعطي صاحبه حقا في حضور الجمعية العمومية للشركة والتصويت والاشتراك في الإدارة والرقابة ولا يمنح حامل الصك هذه الحقوق⁽¹⁾، وعليه فإن رب المال لا يشارك في اتخاذ القرار الاستثماري.

ث- الشركات تصدر صكوكا كمنتج من منتجاتها التجارية، أما أسهم الشركات فهي تمثل تملك شخصيتها الاعتبارية من أصول وأعيان وغير ذلك وليست من منتجات تجارية⁽²⁾.

يمكن توضيح الفرق بين الصكوك والسندات والأسهم من خلال الجدول التالي:

⁽¹⁾ حكيم براضية، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 170،171.

⁽²⁾ سامي يوسف كمال محمد، مرجع سبق ذكره، ص 142.

جدول رقم (2) : الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات:

العلاقات بين المصدر والمستثمر	الصكوك	السندات	الأسهم
ملكية حق شائع من الأصول	ملكية حق شائع من الأصول	دين على الشركة	ملكية حق شائع من الأصول
الغرض	تصدر لأغراض التمويل المتفقة مع أحكام الشريعة	يمكن إصدارها لأي غرض	يمكن إصدارها لأي غرض
مصدر العائد	العائد من الاستثمار الأصول	سعر الفائدة	العائد من الاستثمار الأصول
قابلية التداول	يعتمد على طبيعة الأصل	قابلية التداول	قابلية التداول
درجة المخاطرة	يعتمد على صيغة استثمار الأصول	حسب نوع السند - منخفضة -	مرتفعة
المعاملة المحاسبية	خارج الميزانية	داخل الميزانية	داخل الميزانية
ضمان الأصل والعائد	غير مضمونين من قبل المصدر	مضمونان من قبل المصدر	غير مضمونين
حق التصويت	لا يحق له التصويت	لا يحق له التصويت	يحق له التصويت
الأولوية في التسديد رأس المال في حالة تصفية الشركة	أولوية	أولوية	بعد السندات والأسهم
تاريخ الانتهاء	محدد	محدد	غير محدد

المصدر من إعداد الطالبة، اعتمادا على:

- مرابط محمد، بوربيحة معاذ: "الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل وتطوير السوق المالية الإسلامية بالمملكة العربية السعودية، واقع وتحديات"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر المنعقد يومي (12 و13) أفريل 2016.
- محمد بن إبراهيم السحيباني: "هيكلية الصكوك الإسلامية"، عرض لحقه نقاش "الصكوك الإسلامية"، وحدة البحوث، كلية الشريعة، الرياض، 1429هـ، بدون صفحة.

-MOUD NURDIN NGADIMON : « **how sukuk works :introduction structuring and its evaluation** » conferenc e on (sukuk and islamic financing instrument) , jordan period (12-13) nov 2013.

المطلب الثالث: ضوابط وآليات إصدار وتداول الصكوك

تخضع عمليتي إصدار وتداول الصكوك للعديد من الشروط والضوابط الشرعية، لضمان خلوها من أي خلل شرعي وأيضاً لضوابط اقتصادية، للتأكد من سلامة التعامل بها في الأسواق المالية. سوف نتطرق من خلال هذا المطلب لدراسة الضوابط الشرعية والاقتصادية التي يجب أن تتضبط بها الصكوك عند إصدارها وتداولها وآليات عمليتي الإصدار والتداول من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك

أولاً: مشروعية الصك

عرف ابن النجيم **الضابط** بأنه: " نظام فقهي يفيد حكماً لعدد من المسائل والفروع المتشابهة في باب فقهي"، وهذه الضوابط مستمدة من الأحكام والشروط التي وضعها الشارع لأي عقد من العقود لتحقيق مقاصده الشرعية⁽¹⁾.

تستند مشروعية الصك إلى ما أجازته المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بأن الصكوك بمختلف أنواعها، تتضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها أو من حيث النشاطات والاستثمارات التي تعمل فيها أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية، فهي تعتبر كمنتج بديل للسندات المحرمة، كما أن الصكوك تقوم أساساً على عقد من العقود المشروعة وتأخذ أحكامه⁽²⁾.

ثانياً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك

من أهم الضوابط الشرعية الواجب توافرها لإصدار صكوك ما يلي⁽³⁾ :

1- يتم إصدار الصكوك حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية ويترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه وذلك بعد قفل باب

(1) باسل الشاعر: " الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة "، مداخلة في إطار فعاليات مؤتمر " الصكوك الإسلامية و أدوات التمويل الإسلامي"، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة يومي (12 و13) ديسمبر 2013، دون صفحة.

(2) ماحي سعاد، لبيب محمد البشير: " مقاصد الشريعة الإسلامية و تطبيقاتها في الصكوك الإسلامية"، مقال منشور في مجلة " الاقتصاد الإسلامي-العالمية "، التابعة للمجلس العام للبنوك الإسلامية، العدد 47، 2016، ص ص 162،163.

(3) صلاح بسام محمود فياض، علي عبد الكريم محمد عبابنة: " الصكوك و آثارها على الواقع التطبيقي للعمل المصرفي الإسلامي في الأردن من وجهة نظر مصرفية "، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر " الصكوك الإسلامية و أدوات التمويل الإسلامي"، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقد خلال يومي (12 و13) ديسمبر 2013، ص ص 15،16.

- الاكتتاب وتخصيص الصكوك.
- 2- تصدر الصكوك لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل وقد تصدر دون تحديد الآجال وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.
- 3- طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيه وتتحدد نوع العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية.
- 4- أن تكون الشركة المصدرة للصكوك، شخصية اعتبارية مستقلة عن الأشخاص المشتركين في الصكوك وهي المسؤولة عن إدارة الصكوك (1).
- 5- تمثل نشرة الإصدار، الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين ويمثل الاكتتاب في الصكوك بالإيجاب، أما القبول فيتمثل بموافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار انه إيجاب (2)، ويكون الاكتتاب قبولا.
- 6- يجب أن ينص صراحة في نشرة الاكتتاب، طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الشركة المصدرة للصكوك ولا يجوز إرجاء ذلك لما بعد إنهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك (3).
- 7- يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملتها طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر أو التخفيف من تقلبات العوائد الموزعة، مثل إنشاء صندوق تأمين تكافلي بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو تبرعات حملة الصكوك ولا مانع شرعا من اقتطاع نسبة معينة من العائد (4).

ثالثا: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك

يقصد بالتداول بيع الصكوك التي اشتراها المكتتبين في السوق المالي والتصرف فيها برهن أو هبة أو وصية، كما يعني التداول قابليتها للتسييل، أي تحويلها إلى نقود وتخضع عملية تداول الصكوك الإسلامية لضوابط شرعية أهمها (5):

(1) بحوصي مجذوب، مولاي أسماء: " دور الأدوات المالية الإسلامية في تجنب الوقوع في الأزمات المالية في الأسواق المالية "، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري "، المدرسة العليا للتجارة المنعقدة يومي (12 و13) أبريل 2016، ص7.

(2) زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص 78.

(3) بحوصي مجذوب، مولاي أسماء، مرجع سبق ذكره، ص 170، 171.

(4) شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص 242 .

(5) أسيد كيلاني: " الصكوك وآليات و تحديات و ترشيد "، بحث مقدم في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية " آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية "، المدرسة العليا للتجارة، المنعقد يومي (8 و9) ديسمبر 2013، ص8.

- 1- لا يجوز مبادلة النقود المتماثلة بأكثر أو أقل منها والقيمة الاسمية للصكوك يجب أن تكون مساوية لقيمة الأصول في بداية الدفع.
- 2- إذا كانت أصول الصكوك أصولاً عينية أو منافع أو خدمات أو مزيج من هذه الأصول، فيجوز تداولها وبأية قيمة وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وبدء النشاط.
- 3- يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية، من شأنها أن تمتلك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء كانت أعياناً أم منافع أم خدمات، وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم 17، بشأن صكوك الاستثمار، البند الثاني والبند الخامس ويجب على مدير الصكوك، إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقها في موجوداته⁽¹⁾.
- 4- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول، إيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها .
- 5- يجوز تداول الصكوك بأية طريقة متعارف عليها، غير مخالفة للشرع، مثل القيد في السجلات أو عبر الوسائل الإلكترونية أو المناولة، إذا كانت لحاملها.
- 6- يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة من حاملها، بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب، سواء كان بسعر السوق أو بالثمن الذي يتراضى عليه المتعاقدان، حيث الاسترداد على أن لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً (البند الثالث، والبند الرابع من المعيار الشرعي رقم 9، بشأن الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك)⁽²⁾.

رابعاً: الضوابط الشرعية لإطفاء الصكوك

- عملية الإطفاء هي عبارة عن تصفية لملاك حملة الصكوك، بطريقة اتفقوا عليها ابتداءً، ولا مانع منها شرعاً إذا رعيت الضوابط الشرعية للصكوك وأهم هذه الضوابط ما يلي⁽³⁾:
- 1- إن محل القسمة هو الربح الصافي بمعناه الشرعي وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة وما زاد عن رأس المال عند التنضيق^(*) أو التقويم، فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك والعامل المضارب .

(1) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق: " الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية "، مداخلة في إطار فعاليات المنتدى الدولي حول " مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي"، جامعة قلمة، المنعقد يومي (3و4) ديسمبر 2012، ص 244.

(2) هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: " المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية "، البحرين، 2007، ص ص 319، 320.

(3) زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص ص 84، 83.

(*) النضيق يعني تحويل الموجودات من الأعيان أو المنافع أو الحقوق إلى نقود للتأكد من سلامة رأس المال أولاً ثم تحقيق الربح ثانياً.

- 2- يستحق الربح بالظهور ويملك بالتنضيد أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة، أما بالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادا فيجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيد يعد مبلغا مدفوعا تحد الحساب .
- 3- يجب أن توزع عوائد المشروع على حملة الصكوك بالغة ما بلغت بعد حسم المصروفات، بما فيها أجرة وحوافز المدير في الربح.
- 4- يجوز استرداد صكوك ملكية الأصول المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق أو بالسعر الذي يتراضى عليه مع حملة الصكوك.
- 5- لا يجوز التعهد من مصدر الصكوك ومديرها بشراء أصل الصكوك أو استبدالها بالقيمة الاسمية عند إطفائها، لأن ذلك يؤول إلى الضمان في حالة هبوط القيمة، ولو لم تتعرض الصكوك للتلف الكلي أو الجزئي ويختلف الحال عن تعهد الأمر بالشراء في المرابحة بشراء المبيع ولو هبطت قيمته، لأن البيع يختلف عن المشاركة من حيث الضمان⁽¹⁾.
- 6- يجوز للمستأجر التعهد في صكوك الإجارة، بشراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية، على أن لا يكون شريكا أو مضاربا أو وكيفا بالاستثمار.

الفرع الثاني: الضوابط الاقتصادية لإصدار وتداول الصكوك

من أبرز الضوابط الاقتصادية ما يلي⁽²⁾ :

- 1- التأكيد على توافر كافة ظروف ومستلزمات الإفصاح في السوق وتجنب كافة العمليات المبنية على الربا أو الغرر والجهالة والخداع.
- 2- أن يكون التعامل مع ما لكي الصكوك الحقيقيين، فالتعامل مع المالكين الحقيقيين يقلل من الوسطاء والمضاربيين، الذين قد يتلاعبون بأسعار الصكوك ارتفاعا وانخفاضا، وفقا لمصالحهم.
- 3- فرض قيود على المؤسسات المالية الكبيرة، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار، بحيث توجه أموالها للاستثمار وليس للمقامرة.
- 4- المراقبة المستمرة لعمليات السوق، بحيث تكون عمليات حقيقية وليست صورية.
- 5- التأكيد على ضرورة منع عمليات البيع بالهامش أو بزيادة المدائنت على حساب الأصول.

⁽¹⁾ باسل شاعر، مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁽²⁾ كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص ص 25، 26.

6- فرض قيود للحد من تقلبات الأسعار، بحيث تتخذ أكثر البورصات في العالم في الوقت الحاضر إجراءات للحد من تقلبات الأسعار اليومية، ففي بورصة طوكيو لا يسمح بارتفاع سعر السهم بما يزيد عن 10 بالمئة، خلال يوم واحد.

7- عدم السماح بالبيع والشراء أكثر من مرة في اليوم الواحد.

8- التحكم بأوقات التداول بزيادتها في الأحوال الطبيعية وخفضها في الظروف الطبيعية.

اعتمادا على ما ذكر من ضوابط لعمليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وتبيان ما يجوز

وما يمنع، فإن عملية إصدار وتداول الصكوك تمر بخمس مراحل وهي⁽¹⁾:

- المرحلة الأولى: مرحلة التأسيس والاكتتاب.
- المرحلة الثانية: مرحلة تجميع النقود قبل أن تتحول إلى أعيان أو منافع.
- المرحلة الثالثة: تحول النقود كلها أو معظمها إلى أعيان أو منافع أو حقوق معنوية.
- المرحلة الرابعة: تحول السلع والأعيان والمنافع إلى أثمان عاجلة النقود وآجلة الديون من خلال المراجحات والبيع بالأجل وبالتقسيط.
- المرحلة الخامسة: وهي مرحلة التصفية عند توقف نشاط الشركة أو الصندوق.

الفرع الثالث: آلية إصدار وتداول الصكوك

أولا: آلية إصدار الصكوك

تتطلب عملية إصدار الصكوك درجة من الإتقان والدقة وحسن الإخراج وتتم بخطوات تتلخص فيما يلي⁽²⁾ :

- 1- إعداد التصور والهيكل التنظيمي، الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى وتضمن ذلك كله في نشرة الإصدار.
- 2- تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين)، من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV^(*)).
- 3- طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.
- 4- تسويق الصكوك، ويتم إما بالطرح مباشرة للجمهور وإما أن يتم بيع الصكوك جملة إلى المستثمر الأول، الذي قد يكون بنكا أو مجموعة من البنوك، ثم يقوم هو بتسويقها وبيعها إلى الجمهور.

(1) المرجع نفسه، ص 18.

(2) عبد القادر زيتوني، مرجع سبق ذكره، ص 3.

(*) SPV : special purpose vehicle : وهي وكالة متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية و المالية للإصدارات المالية التي ستطرح في سوق رأس المال ومن أهم تلك الوكالات: fitsh.moody's,standard and poor، كما وجدت حاليا وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية منها : الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IRA) بالبحرين والوكالة الماليزية للتصنيف (RAM).

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⁽¹⁾.

ثانياً: آلية تداول الصكوك

نميز في عملية تداول الصكوك ثلاث حالات وهي⁽²⁾ :

1- الحالة الأولى:

أن تكون موجوداتها من الأعيان والمنافع، تشمل أنواع الأصول الثلاثة الآتية :

أ- الأعيان: تتضمن:

- الأصول غير المتداولة، وهي إما أن تكون عقارات أو منقولات.
- الأصول المتداولة غير المالية والعروض المعدة للبيع.
- ب- المنافع : يقصد بها الفوائد العرضية التي تستفاد من الأعيان.
- ت- الحقوق المعنوية: منها حقوق الاسم التجاري والرخصة التجارية.

2- الحالة الثانية:

تكون موجوداتها من النقود والديون

- أ- إذا كانت نقوداً: تكون بهذه الحالة عند مرحلة بدأ الاكتتاب وحتى بدء التصرف وتحويلها من مال إلى أعيان وفي هذه الحالة تخضع لأحكام الصرف.
- ب- إذا كانت ديناً: إذا كانت ديناً تجب عليها شروط الدين.

3- الحالة الثالثة:

أن تكون موجوداتها مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون، في هذه الحالة يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضي 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 أعيان ومنافع .

الخلاصة هي أن المبدأ الذي يستقى من أحكام المعاملات المالية الإسلامية هو التوسع في التصرفات المتعلقة بالأعيان والتقييد في التصرفات المتعلقة بالنقود والديون⁽³⁾.

(1) حكيم براضية، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص 183.

(2) محمد عدنان بن الضيف: " الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية "، مرجع سبق ذكره، ص 316، 317.

(3) حكيم براضية، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص 189.

ثالثاً: آلية إطفاء الصكوك

هناك طريقتان لعملية الإطفاء والاسترداد وهما⁽¹⁾:

1- طريقة الإطفاء بالتنضيق (التصفية) :

أي يتم تكوين مخصص خاص به، ليدفع مرة واحدة القيمة الفعلية للصك وأرباحه لحملة الصكوك في تاريخ الاستحقاق.

2- طريقة الإطفاء بالتقويم الدوري :

أي يتم الدفع بشكل دوري وتعد المبالغ المدفوعة، دفعات تحت الحساب وتنزل القيمة المطفأة من الصك من أصل قيمته الاسمية، ويقسم العائد إلى قسمين :

- القسم الأول: يوزع على أصحاب الصكوك كأرباح.

- القسم الثاني: يعود إليهم مقابل الإطفاء الجزئي لقيمة الصك وفي نهاية فترة الإصدار، يكون

حملة الصكوك قد استردوا أصل قيمة الصك مع أرباحه.

⁽¹⁾ زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص 83 .

المبحث الثاني: أنواع الصكوك وهياكلها

لا يوجد تقسيم موحد للصكوك، فقد اختلفت التقسيمات لاعتبارات مختلفة، هناك ما يؤخذ باعتبار ملكية الأصل، لتصنف الصكوك إلى نوعين: الصكوك المدعومة بالأصول، والصكوك القائمة على الأصول، كما تقسم الصكوك بحسب اعتبار المدة، فيمكن أن تكون ذات مدة قصيرة، متوسطة أو طويلة أو غير محددة المدة، وقد تكون مستندة لجهة الإصدار أو مكان الإصدار، كما أن بعض أنواع الصكوك تنفرع إلى أنواع ومسميات أخرى، يصعب حصرها في عدد معين، ومنها ما يستند في تقسيمه حسب العقود الشرعية المعتمدة والمؤطرة للمعاملات الاستثمارية التي تشغل حصيلتها في تمويل أنشطة الشركات والحكومات حسب عقد شرعي، كالصكوك القائمة على عقود الإجارة والصكوك القائمة على عقد الشراكة وأخرى قائمة على عقد البيع وصكوك قائمة على عقود أخرى.

يعتبر التصنيف حسب العقود أهم التصنيفات للصكوك وعليه، سنتطرق من خلال هذا المبحث للمطالب التالية:

المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقد الإجارة

لصكوك الإجارة مميزات وخصائص تميزها عن غيرها من الصكوك وتخضع لتنظيم معين في هيكلها، كما تصاغ منها عدة أنواع، وسوف نتطرق إلى كل هذه النقاط من خلال الفروع التالية بدءاً بمعرفة مفهوم الإجارة.

الفرع الأول: مفهوم صكوك الإجارة

أولاً: تعريف صكوك الإجارة

تعني الإجارة في اللغة: كما جاء في القاموس، الأجر (الجزاء على عمل والإجارة)⁽¹⁾

تعرف الإجارة اصطلاحاً: بأنها بيع المنفعة المعلومة بعوض معلوم⁽²⁾.

كما يقصد بها أن يقوم الفرد باستئجار شيء معين، لا يستطيع الحصول عليه لأسباب معينة ويكون هذا مقابل أجر يقدمه المستفيد للمؤجر، والإجارة شرعاً هي بيع منفعة معلومة بأجر معلوم وقيل

(1) مصطفى كمال السيد طابيل: "البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي"، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 277.

(2) حيدر يونس الموسوي: "المصارف الإسلامية، أداؤها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 56.

(تمليك منافع بعوض) ⁽¹⁾، وجاء في قوله تعالى: (قالت إحداهما: يا أبت استأجره إن خير من استأجرت القوي الأمين). (سورة القصص، الآية 26).

يوفر أسلوب الإجارة مصدر تمويل مهم للشركات والأفراد للحصول على المعدات والأجهزة والعقارات، سواء لاستغلالها لفترة من الزمن أو تملكها مقابل دفعهم أقساط إيجار تتناسب مع قدراتهم المالية، كما يتيح هذا الأسلوب (الإجارة) إمكانية استخدام أدوات مالية، للتعامل بها في الأسواق المالية منها صكوك الإجارة ⁽²⁾.

أما صكوك الإجارة فتعرف: بأنها أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات منافع ^(*) أو خدمات ذات عائد ⁽³⁾.

ثانياً: خصائص صكوك الإجارة

لصكوك الإجارة مجموعة من الخصائص تجعلها أساساً مهماً في الأسواق المالية ومن بين هذه الخصائص ⁽⁴⁾:

- 1- هي ورقة مالية، تخضع لأحكام الإجارة في الفقه الإسلامي؛
- 2- لها قيمة اسمية، تصدر بقيم متساوية وعدم قابليتها للتجزئة؛
- 3- تمثل هذه الصكوك مديونية على الخزنة؛
- 4- صكوك الإجارة قابلة للتداول، لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي؛
- 5- تتمتع معظم صور هذه الصكوك بدرجة عالية من الاستقرار والثبات في العائد وبدرجة أيضاً من العلم المسبق بمقدار العائد عند شراء الصك، فصكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة ⁽⁵⁾؛
- 6- تتمتع صكوك الإجارة بمرونة كبيرة، سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها أو من حيث الجهات المستفيدة من التمويل أو من ناحية التنوع في الخيارات التي تتاح لطالب التمويل أم

⁽¹⁾ عقون عبد السلام: "تشخيص وإدارة الأزمات المالية من خلال القرآن والسنة"، مقال منشور في مجلة "الاقتصاد الإسلامي العالمية" العدد 56، جانفي 2017، ص 65.

⁽²⁾ احمد طه العجلوني: "نظرية التمويل الإسلامي وأدواته، مدخل مالي معاصر"، النشر العلمي و الترجمة، جامعة قصيم، السعودية، 2014، ص 177.

^(*) ثمة فرق بين منافع و الخدمات، فالمنافع تتعلق بالأعيان، كمنافع العقارات والطائرات، أما الخدمات فتتعلق بالإنسان كالتعليم والرعاية الصحية.

⁽³⁾ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: " دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مداخلة في إطار فعاليات المؤتمر الدولي الثامن حول " دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات"، جامعة حسيبية بن بو علي، الشلف، الجزائر، المنعقدة أيام (19 و 20) نوفمبر، 2013، ص 5.

⁽⁴⁾ صفية احمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 10.

⁽⁵⁾ حكيم براضية، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص 204.

من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يمكن تمويلها أم من حيث التنوع في الصور والحالات التي يمكن بها صياغة صكوك الإجارة⁽¹⁾.

الفرع الثاني: هيكل صكوك الإجارة وأنواعها

أولاً: هيكل صكوك الإجارة

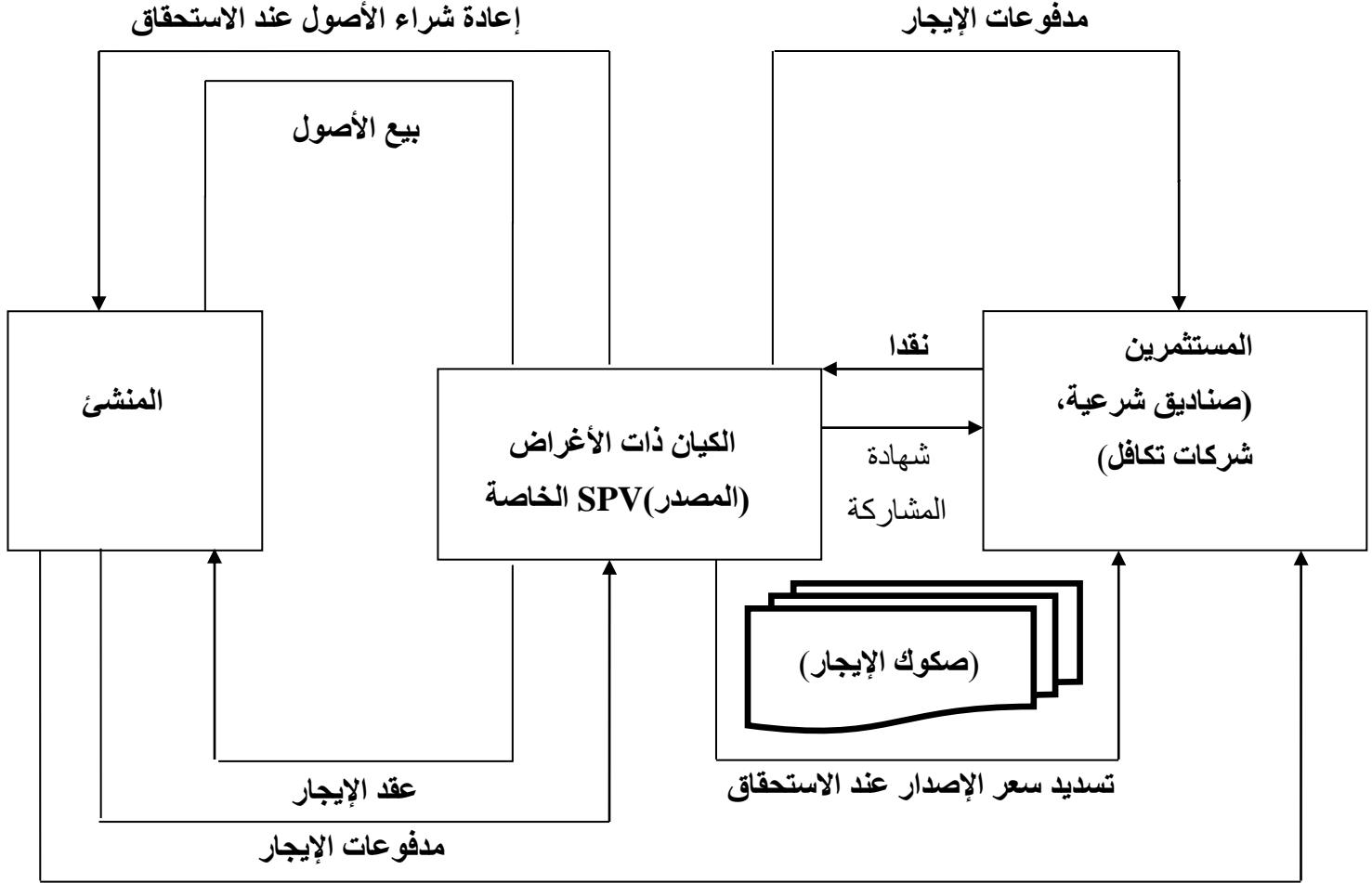
مصدر الصك قد يكون بائعاً لمنفعة موصوفة في الذمة، تستوفي من عين مملوكة للمؤجر أو يلتزم بتملكها بعد شرائها وتسليمها للمستأجر في المستقبل، المكتتبون في الصكوك مشتركون لهذه المنفعة بعقد الإجارة في الذمة، بقصد إعادة تأجير العين التي تستوفي منها هذه المنفعة، بعد قبضها أو قبل قبضها بإجارة موازية في الذمة، بأجرة أعلى توزع على حملة الصكوك ويتولى البنك تنظيم الإصدار وإدارته نيابة عن مالكي الصكوك، مقابل أجر⁽²⁾.

يمكن توضيح تنظيم عملية صكوك الإجارة من خلال الشكل التالي:

⁽¹⁾ منذر قحف: "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، بحث مقدم من البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الثانية، جدة، السعودية، 2000، ص71.

⁽²⁾ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي: "الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية"، بحث مقدم إلى ندوة "الصكوك الإسلامية عرض وتقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المنعقدة أيام (24-26) ماي 2010، ص13.

الشكل رقم (01) : هيكله صكوك الإجاره



كفاله التزامات الشركة ذات الأغراض الخاصة (SPV)

المصدر: من إعداده الطالبة اعتمادا على :

- ياسر المكحل، فتنى مابا: "دور الصكوك الإسلامية في التمويل، التجربة البريطانية"، مداخلة ضمن فعاليات مؤتمر حول "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بالتعاون مع ولاية باهانج الماليزية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، المنعقد يومي (12 و13) تشرين الثاني 2013، بدون صفحة.

-MOUD NURDIN NGADIMON : « **How Sukuk Works :Introduction Structuring And Its Evaluation** » Conferenc E On **(Sukuk And Islamic Financing Instrument)** , Jordan Period (12-13) Nov 2013.

- RODNEY WILSON : « **Innovation In The Structuring Of Islamic Sukuk Securities** »، 2nd banking And Finance International Conference , Lebanese American University,Beirut,(23nd،24th)Febreary 2006, P9.

ثانياً: أنواع صكوك الإجارة

يمكن أن تصاغ من الإجارة خمسة أنواع من الصكوك وهي⁽¹⁾ :

1- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

هي وثائق متساوية القيمة، يصدرها مالك عين مؤجرة أو موعود باستئجارها أو وسيط مالي ينوب عنه لغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

2- صكوك ملكية منافع الأعيان:

هي وثائق متساوية القيمة، يصدرها مالك عين موجود بغرض إجارة منافعها واستفتاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك⁽²⁾.

3- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة الذمة:

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لغرض تأجير أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

4- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:

هي وثائق متساوية القيمة، تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمة مملوكة لحملة الصكوك⁽³⁾.

5- صكوك ملكية الخدمات من مصدر موصوف الذمة:

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف، (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

(1) أسامة عبد الحلیم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص 68.

(2) صفية احمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 8.

(3) محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سبق ذكره، بدون صفحة.

المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقد الشراكة

من بين الصكوك القائمة على عقد الشراكة، صكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك المزارعة، والمغارسة وصكوك المساقاة، يتميز كل نوع بمجموعة من خصائص تجعلها أساساً مهماً في أسواق الأوراق المالية، كما يخضع كل واحد منها لخطوات عملية في هيكلها وتصدر على عدة صور.

الفرع الأول: صكوك المضاربة (المقارضة)

أولاً : تعريف صكوك المضاربة

المضاربة لغة: مأخوذة من الضرب في الأرض⁽¹⁾.

المضاربة اصطلاحاً: هي شركة عقد في الربح بمال من جانب رب المال، والعمل من جانب المضارب العامل⁽²⁾.

جاء في تعريف آخر للمضاربة: هي اتجار الإنسان بمال غيره، أي أن المال يكون مقدماً من شخص، والعمل مقدم من شخص آخر (المضارب بعمله)، على أن يكون الربح بينهما على ما تم اشتراطه في العقد، والخسارة إن كانت فهي على رأس المال فقط، ويكفي العامل (المضارب بعمله) خسارة جهده⁽³⁾.

تعرف صكوك المضاربة حسب مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها:

أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال المضارب (القراض)، بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كلا منهم⁽⁴⁾.

كما تعرف: على أنها وثائق متساوية القيمة، تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية⁽⁵⁾.

(1) سامي يوسف كمال محمد، مرجع سبق ذكره، ص 26.

(2) حسني عبد العزيز جرادات: "الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، السنة 2011، ص 124.

(3) مصطفى كمال السيد طابيل، مرجع سبق ذكره، ص 262.

(4) منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة، القرار الخامس، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 159.

(5) سليمان ناصر، ربيعة زيد: "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر الدولي الخامس حول "الصيرفة الإسلامية و التمويل الإسلامي"، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، المنعقدة أيام (06-08) أكتوبر 2012، ص 3.

ثانياً: خصائص صكوك المضاربة

إن صكوك المضاربة (المقارضة)، ورقة مالية لها مجموعة من الخصائص منها⁽¹⁾:

- 1- تصدر على أساس عقد شرعي وبقيمة اسمية محددة وموضحة في نشرة الإصدار.
- 2- تصدر بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك لتسهيل شراء وتداول هذه الصكوك.
- 3- عدم قبول التجزئة، بمعنى أن الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة وفي حال آل الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فانه لا بد من الاتفاق على من يمثلهم أمام الشركة لشخص واحد.
- 4- قابلة للتداول، طالما أنها تمثل محلاً لأصل معروف بعمل في نشاط معلوم، غير مخالف للشرع ويتعلق بالمضاربة ثلاثة شروط منها⁽²⁾:

- أن يكون رأس المال نقوداً وهذا اشتراط جمهور الفقهاء، فلا يجوز بالعروض ولا بالديون.
- أن يكون رأس المال، معلوم القدر والجنس والصفة عند التعاقد ومحدداً تحديداً نافياً للجهالة.
- أن يكون رأس المال مسلماً للمضارب، بمعنى تخلي رب المال عن مال المضاربة وإفساح المجال للمضارب لتمكينه من تحريك المال وتثمينه.

- 5- تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجدت)، وبصورة غير محددة مسبقاً وبحسب مساهمات حملة الصكوك.

ثالثاً: هيكل صكوك المضاربة (المقارضة)

إن الخطوات العملية لصكوك المضاربة، تتم وفق عدة مراحل، بدءاً من اختيار المضارب للمشروع، مروراً بقيام المستثمرين بضح أموالهم للمساهمة في المشروع، فيقوم المضارب (مصدر الصكوك)، بإصدار شهادات صكوك مضاربة يشتريها المساهمون، يقابلها وعد بالشراء من المضارب لتلك الصكوك أو أصول الصكوك بعد انتهاء أجل المشروع وفي نهاية أجل المشروع يتم دفع الأرباح، وفقاً للآلية المتفق عليها بين المضارب والمستثمر والمذكور في نشرة الإصدار ووفاء بالوعد بالشراء، يقوم المضارب بشراء الصكوك أو أصولها⁽³⁾.

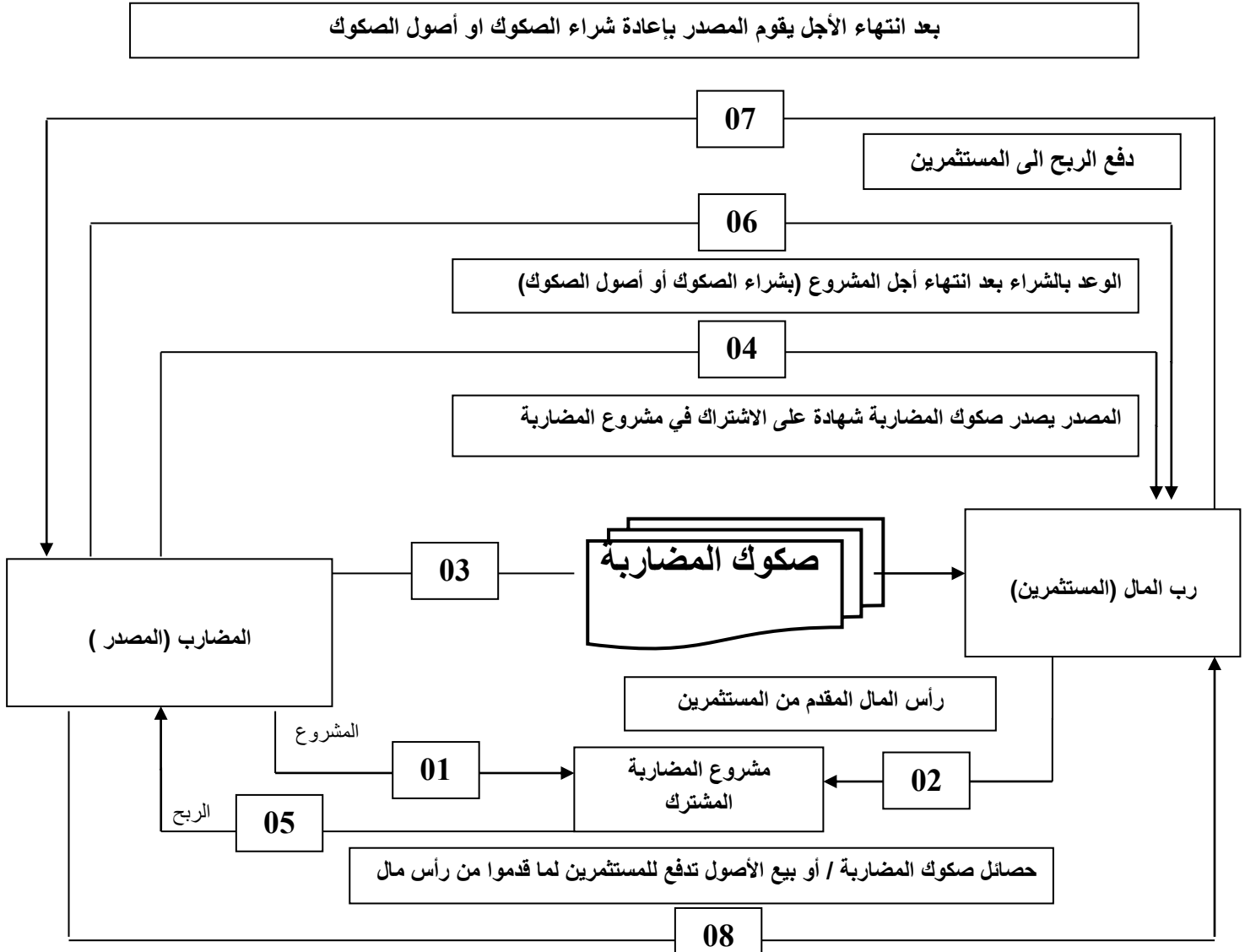
يمكن توضيح تنظيم عملية صكوك المضاربة (المقارضة)، وهيكلها حسب الشكل التالي :

⁽¹⁾ زكريا محمد صيام: "صكوك المضاربة ودورها في تفعيل قدرة البنوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاقتصادية في فلسطين"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2014، ص25.

⁽²⁾ سمير عبد الحميد رضوان: "دراسة بشأن إصدار صكوك تنمية إسلامية كبديل للمعونة الأمريكية وسد الفجوة التمويلية في الموازنة العامة وتمويل التنمية الاقتصادية"، ورقة بحث مقدمة إلى ندوة "الصكوك وسبل تطبيقها في مصر"، المنعقدة في 14 مارس 2012، ص 06.

⁽³⁾ زكريا محمد صيام، مرجع سبق ذكره، ص36.

شكل رقم (2) : هيكل صكوك المقارضة (المضاربة)



المصدر من إعداد الطالبة اعتمادا على:

-MOUD NURDIN NGADIMON : « **How Sukuk Works :Introduction Structuring And Its Evaluation** » Conferenc E On **(Sukuk And Islamic Financing Instrument)** , Jordan Period (12-13) Nov 2013.

- ياسر المكحل، فنتى مايا: "دور الصكوك الإسلامية في التمويل، التجربة البريطانية" مداخلة ضمن فعاليات مؤتمر حول "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بالتعاون مع ولاية باهانج الماليزية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، المنعقد يومي(12و13) ديسمبر 2013، بدون صفحة.

- مرابط محمد، بوربيحة معاذ: "الصكوك الإسلامية كألية لتفعيل وتطوير السوق المالية الإسلامية بالمملكة العربية السعودية، واقع وتحديات"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول: "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، المنعقدة يومي (12و13) أبريل 2016، ص5.

- غزاري عماد: "الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشاريع الكبرى"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر المنعقدة أيام (12و13) افريل 2016، ص6.

رابعاً : أنواع صكوك المضاربة (المقارضة)

يمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة، فيمكن أن تكون حسب ما يلي (1):

1- صكوك المضاربة المطلقة:

حسب هذا النوع، يقوم حملة الصكوك بتخصيص مشروع معين، بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع، معتمدين على خبرته وان وقعت خسارة يتحملها أرباب الأموال، كل حسب ما يملك من صكوك.

2- صكوك المضاربة المقيدة :

تقيد هنا مشروع معين، كالاستثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع السيارات وغيرها.

3- صكوك المضاربة المستمرة :

هي التي لا يستحق رأسمالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأسماله.

4- صكوك المضاربة المستردة بالترج :

تحدد هنا الجهة المصدرة تاريخياً، تكون بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم (2).

5- صكوك المضاربة القابلة للتحويل:

يمكن طرح صكوك المضاربة قابلة للتحويل في زمن معين إلى صكوك مضاربة أخرى أو بتغيير مجال التجارة والمضاربة أو نحو ذلك، مع مراعاة الأحكام الشرعية للتداول (3).

الفرع الثاني: صكوك المشاركة

أولاً: تعريف صكوك المشاركة

الشركة لغة: هي الاختلاط، أي خلط أحد المالين بالآخر، بحيث لا يمتازان عن بعضهما، ثم أطلقت عند الجمهور على العقد الخاص بها، وإن لم يوجد اختلاط النصيبين، لأن العقد سبب الخلط (4).

(1) سعد بن البار، ساعد فيجل: "أدوات السوق المالية"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد يومي (12 و13) أبريل 2016، ص5.

(2) بن الضيف محمد عدنان: "الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2007-2008، ص ص 131، 132.

(3) نجلاء بنت محمد البقي: "مخاطر الصكوك و أليات التحوط منها"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير مدعوم من برنامج دعم الأبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2013، دون صفحة.

(4) أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص51.

كما عرفت المشاركة: بأنها اتفاق بين اثنين أو أكثر على خلط ماليهما أو عمليهما أو التزاميهما بقصد الإسترباح⁽¹⁾.

المشاركة اصطلاحاً: هي إذن في التصرف لهما مع أنفسهما، أي أن يأذن كل واحد من الشريكين لصاحبه في أن يتصرف في مال لهما، مع إبقاء حق التصرف لكل منهما⁽²⁾.

أما صكوك المشاركة: فهي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم⁽³⁾.

ثانياً: خصائصها

من أهم خصائص صكوك المشاركة ما يلي⁽⁴⁾:

- 1- هي صكوك ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة؛
- 2- يمكن تسهيلها في أي لحظة في السوق المالي؛
- 3- تعتبر صكوك المشاركة ذات مخاطر استثمارية متدنية، لأنها مرتبطة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفوءة، وتتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة؛
- 4- تعتبر أداة مالية تستخدم في تسوية المعاملات الحالية كوسيلة دفع مضمونة.

ثالثاً: هيكل صكوك المشاركة

يقوم المصدر على تجميع المدخرات والأموال اللازمة لتوظيفها في مشروع أو نشاط معين، مستمدة أحكامها من عقد المشاركة في الفقه الإسلامي، وذلك بالشراكة مع المؤسسة مصدرة الصكوك، على أن تتولى هذه الأخيرة إدارة الشركة بأجر تحدده نشرة الإصدار ولملك الصكوك حصة من الشركة بغرمها وغنمها⁽⁵⁾، ويمكن توضيح هيكل الصكوك المشاركة من خلال الشكل التالي :

(1) حسني عبد العزيز جرادات، مرجع سبق ذكره، ص 117.

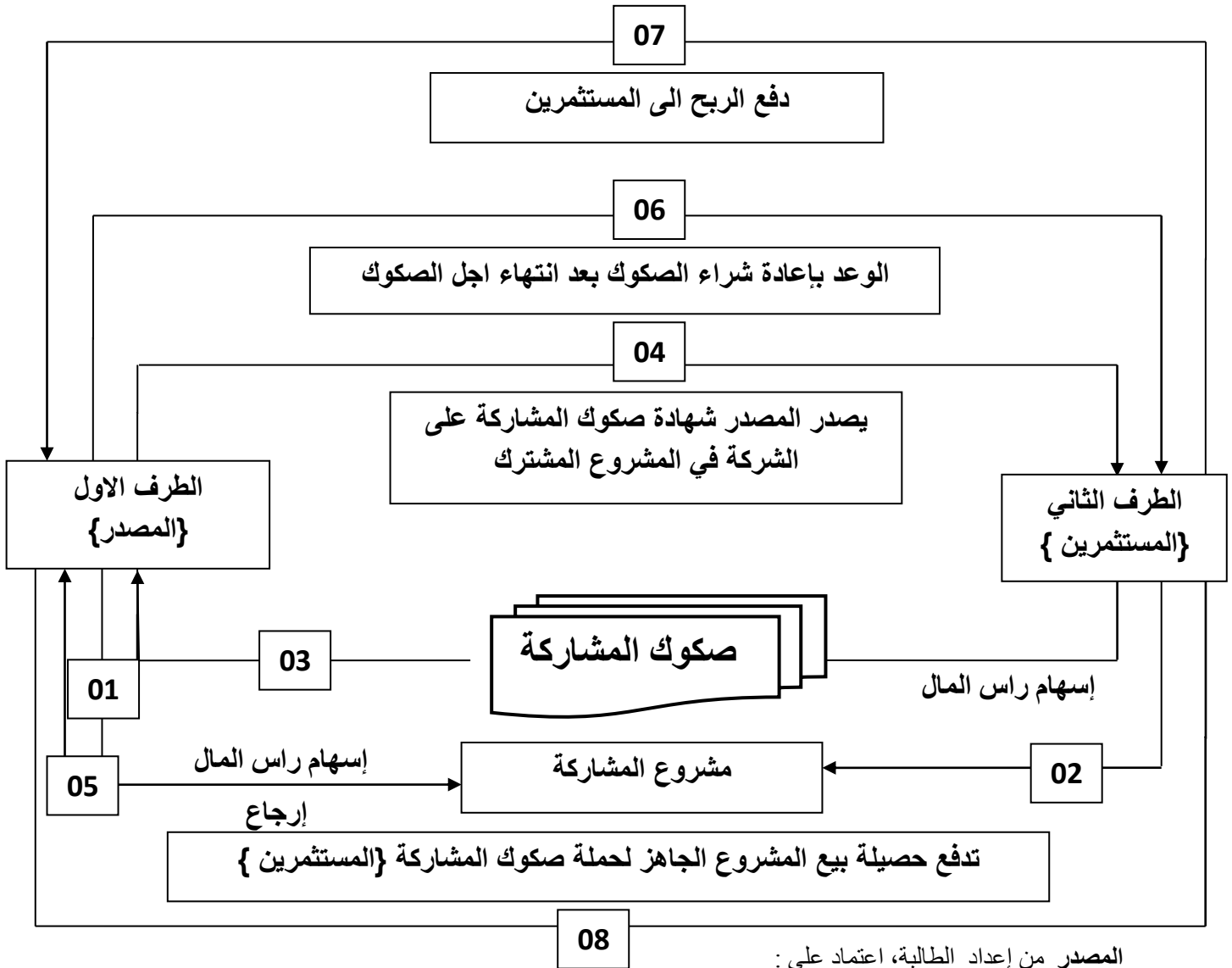
(2) اسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص 51.

(3) حكيم براضية و جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص 174.

(4) هناء محمد هلال الحنيطي: "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية"، مداخلة في إطار فعاليات المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان -الأردن، المنعقد يومي (21 و20) ديسمبر 2010، ص ص 12، 13.

(5) محمد عدنان بن الضيف: "الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 282.

الشكل رقم (03) : هيكل صكوك المشاركة



-MOUD NURDIN NGADIMON : « **How Sukuk Works :Introduction Structuring And Its Evaluation** »

Conferenc E On (**Sukuk And Islamic Financing Instrument**) , Jordan Period (12-13) November 2013.

رابعا : أنواع صكوك المشاركة

يمكن إصدار صكوك المشاركة على عدة صور كما يلي⁽¹⁾ :

1- صكوك المشاركة الدائمة:

هذا النوع يشبه كثيرا نظام الأسهم الدائمة، مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال

(1)العرايبي حمزة، أينال فوزي: "دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية الناشئة"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، المنعقدة أيام (12 و13)، أفريل، 2016، دون صفحة.

المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب، سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد وتقوم مقام طرح الأسهم الجديدة، حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع مواز، فيقوم باعتباره شخصية معنوية، بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب .

2- صكوك المشاركة بفترة زمنية (مؤقتة) :

هي تختلف عن النوع السابق، في أنها محددة بفترة زمنية متوسطة أو طويل الأجل⁽¹⁾، يمكن أن تكون نهايتها وفقا لإحدى الصورتين التاليتين:

أ- صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:

حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفقا لأقساط دورية ويصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي من رصيد لم يستحق بعد .

ب- صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتمليك إلى المصدر):

في نهاية المشروع، يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، مثلا عند قيام مشروع حفر منجم، ففي نهاية المشروع، يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات⁽²⁾.

الفرع الثالث: صكوك المزارعة وصكوك المغارسة وصكوك المساقاة

أولاً: صكوك المزارعة

1- تعريف صكوك المزارعة:

المزارعة في اللغة : مفاعله من الزرع⁽³⁾.

اصطلاحاً هي: دفع الأرض إلى من يزرعها أو يعمل عليها والزرع بينهما⁽⁴⁾ .

أما صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة، تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها،

في تمويل مشروع للمزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول⁽⁵⁾.

(1) سعد بن البار، ساعد الفييجل: "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الكبرى مع التركيز على صكوك الإجارة الإسلامية"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر المنعقدة أيام (12 و13) أفريل 2016، ص 6 .

(2) محمد عدنان بن الضيف: "الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص ص284،285.

(3) سامي يوسف كمال محمد، مرجع سبق ذكره، ص 158.

(4) المرجع نفسه، ص158.

(5) صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 12.

2- خصائصها:

من خصائص صكوك المزارعة أن⁽¹⁾:

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

- يمكن أن يكون المصدر هو نفسه المزارع (صاحب العمل)، والمكاتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذي اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

ثانيا: صكوك المغارسة

1- تعريف صكوك المغارسة

المغارسة لغة: الغرس من غرس الشجر ويقال للنخلة أو ما تنبت : غريسة⁽²⁾.

اصطلاحا: دفع أرض مدة معلومة على أن يغرس فيها غراسا، على أن ما تحصل من أغراس وثمار يكون بينهما⁽³⁾.

وصكوك المغارسة : هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس الأشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس⁽⁴⁾.

2- خصائص صكوك المغارسة :

لهذه الصكوك مميزات يمكن ان نعرض بعضا من خصائصها وهي⁽⁵⁾ :

- المصدر لتلك الصكوك هو مالك ارض صالحة لغرس الاشجار والمكاتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر.

- يمكن للمصدر هو نفسه المغارس(صاحب العمل)، وللمكاتبون هم اصحاب الارض (المستثمرون الذين غرسوا الارض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الارض والشجر.

⁽¹⁾ محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 96.

⁽²⁾ سامي يوسف كمال محمد، مرجع سبق ذكره، ص 158.

⁽³⁾ المرجع نفسه، ص 158.

⁽⁴⁾ صلاح بسام محمد فياض، علي عبد الكريم محمد عباينة، مرجع سبق ذكره، ص 15.

⁽⁵⁾ محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 96.

3- هيكل صكوك المزارعة والمغارسة:

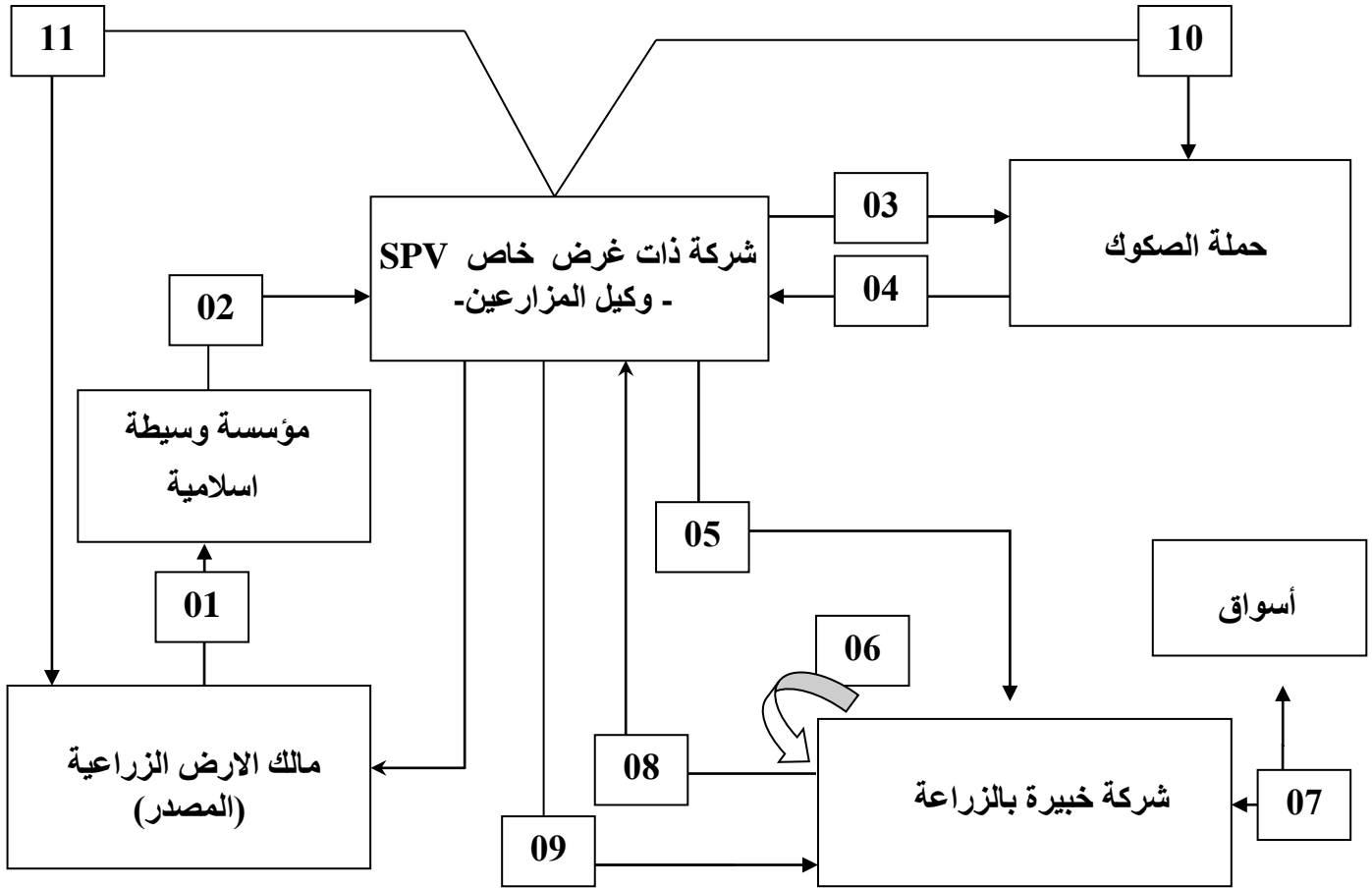
تتم عملية هيكل صكوك المزارعة أو المغارسة وفق مراحل متتالية نذكرها⁽¹⁾ :

- 1) يتقدم مالك الأرض الذي يطلب زرعها إلى المؤسسة المالية الوسيطة الإسلامية؛
- 2) تقوم المؤسسة المالية الوسيطة الإسلامية، بإنشاء شركة ذات غرض خاص لهذا الغرض ؛
- 3) طرح صكوك المزارعة بقيمة الأدوات والبذور وأجرة العامل لأنه أجير؛
- 4) استيفاء قيمة الصكوك؛
- 5) تقديم الأرض وأدواتها وبذورها إلى الشركة الخبيرة بالأعمال الزراعية؛
- 6) قيام الشركة باستصلاح الأرض وزراعتها حسب الاتفاق؛
- 7) دفع قيمة المحصول إلى SPV؛
- 8) دفع قيمة المحصول؛
- 9) تقسيم أرباح الشركة الخبيرة حسب الاتفاق؛
- 10) و 11) دفع حصص كل من مالك الأرض وحملة الصكوك والشركة الخبيرة حسب ما تم الاتفاق عليه.

يوضح الشكل التالي هيكل صكوك المزارعة أو صكوك المغارسة :

⁽¹⁾ محمد عدنان بن الضيف: "الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 290 .

شكل رقم (04) : هيكل صكوك المزارعة وصكوك المغارسة



المصدر من إعداد الطالبة اعتمادا على :

- محمد عدنان بن الضيف : "الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 230.

ثالثا: صكوك المساقاة

1- تعريف صكوك المساقاة

المساقاة في اللغة مأخوذة من السقي وهي ما يسقى من أرض أو زرع وقيل سقاه أو أسقاه، جعل له من الماء، ويقال ساقى فلان فلانا نخله وأكرمه إذا دفعه إليه واستعمله فيه، على أن يعمره، يسقيه ويقوم بمصلحته وتلك هي المساقاة⁽¹⁾.

اصطلاحا هي عقد على القيام بخدمة شجر أو نبات بجزء من غلته وتتشابه المزارعة مع

المساقاة⁽²⁾.

(1) محمد عدنان بن الضيف: "الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 79.

(2) سامي يوسف كمال محمد، مرجع سبق ذكره، ص 32.

تعرف صكوك المساقاة بأنها:

وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة، وفق ما حدده العقد⁽¹⁾.

2- خصائصها :

تتميز هذه الصكوك ببعض الخصائص، فنجد⁽²⁾ :

- يقترب أسلوب المساقاة من أسلوب المزارعة، في أنهما يتعلقان بمجال الزراعة وأن كليهما يقوم على الشراكة بين صاحب المال الزراعي وبين العامل الزراعي .
- المساقاة تكون على الشجر المعمر والمصدر لصكوك المساقاة هو صاحب الأرض ويكون مالكاها أو مالك منافعها والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة .
- حصيلة الاكتتاب فيها هي تكاليف العناية بالأشجار.
- قد يكون المصدر هو صاحب العمل (المساقى)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت أرضهم بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك حصة مما تنتجه الأشجار، حسب ما هو منفق عليه.

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية للمعيار الشرعي رقم 7، صكوك الإستثمار، 2007، ص 290.

(2) محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 96 .

المطلب الثالث: الصكوك القائمة على عقد البيع

يقوم العقد في هذا النوع من الصكوك بين المصدر وحاملي الصكوك على عقد بيع ومنها صكوك الاستصناع وصكوك المرابحة وصكوك السلم وجميعها تصدر على أساس عقود البيوع، لها جملة من الخصائص وتصدر على عدة أشكال، نتاولها في محاور هذا المطلب.

الفرع الأول : صكوك الاستصناع

أولاً: تعريفها

يعني الاستصناع في اللغة : أن يطلب شخص من آخر أن يصنع له شيئاً ما واستصنع الشيء أي طلب صنعه⁽¹⁾.

اصطلاحاً : فالاستصناع هو عقد على مبيع في الذمة مطلوب عمله على وجه الخصوص⁽²⁾.

أما صكوك الاستصناع لها عدة تعريفات من أهمها :

- عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة :

بأنها وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها كمنبع موصوف في الذمة وتستخدم حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، بحسب المواصفات ويسلمها خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة، مثل الدفع بالأقساط ويصبح المصنوع مملوكة لحملة الصكوك⁽³⁾.

يمكن تعريف صكوك الاستصناع، بأنها أوراق مالية تصدر على أساس عقد، يسمى عقد الاستصناع، مقابل ثمن يدفعه المستصنع حالاً أو مؤجلاً على أقساط أو على دفعة واحدة.

ثانياً : خصائص صكوك الاستصناع

عقد الاستصناع يجمع بين خاصيتين هما⁽⁴⁾ :

الخاصية الأولى: بيع السلع من حيث جواز وروده على مبيع غير موجود وقت العقد.

(1) محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان: " المصارف الإسلامية، الأسس النظرية و التطبيقات العملية "، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص191 .

(2) علاء الدين أبي بكر الكاساني: "دائع الصنائع في ترتيب الشرائع"، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، 1982، ص5.

(3) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2007)، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، صكوك الاستصناع، البحرين، ص 289.

(4) عقون عبد السلام: " تشخيص و إدارة الأزمات المالية من خلال القرآن و السنة "، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 56، جانفي 2017، ص 66 .

الخاصية الثانية: تتمثل في البيع المطلق العادي، من حيث جواز كون الثمن فيه ائتمانا، لا يجب تعجيله كما في السلم.

من خصائص صكوك الاستصناع أنها⁽¹⁾ :

- صكوك تستخدم حصيلتها من الأموال في تصنيع سلعة معينة موصوفة في الذمة؛
- يتم إصدارها على أساس عقد الاستصناع، الذي يخضع جميع أحكامه حسب صيغ التمويل المشروعة، مما يترتب على الصكوك جميع آثار العقد، بعد قفل باب الاكتتاب ؛
- المكتتبون في هذه الصكوك هم البائعون لهذه العين، بقصد تحقيق الربح، يتمثل في الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن تصنيعها الموازي وبين ثمن الاستصناع ؛
- حصيلة الصكوك هي تكلفة تصنيع العين أو ثمن الاستصناع الموازي لها.

ثالثا: هيكل صكوك الاستصناع

تصدر صكوك الاستصناع على صورتين لهما نفس الهيكل ويختلفان في وقت طرح الصكوك هما⁽²⁾ :

أ- الصورة الأولى: إصدار صكوك الاستصناع قبل بدء المشروع ويتم فيه إصدار الصكوك عن طريق وسيط مالي .

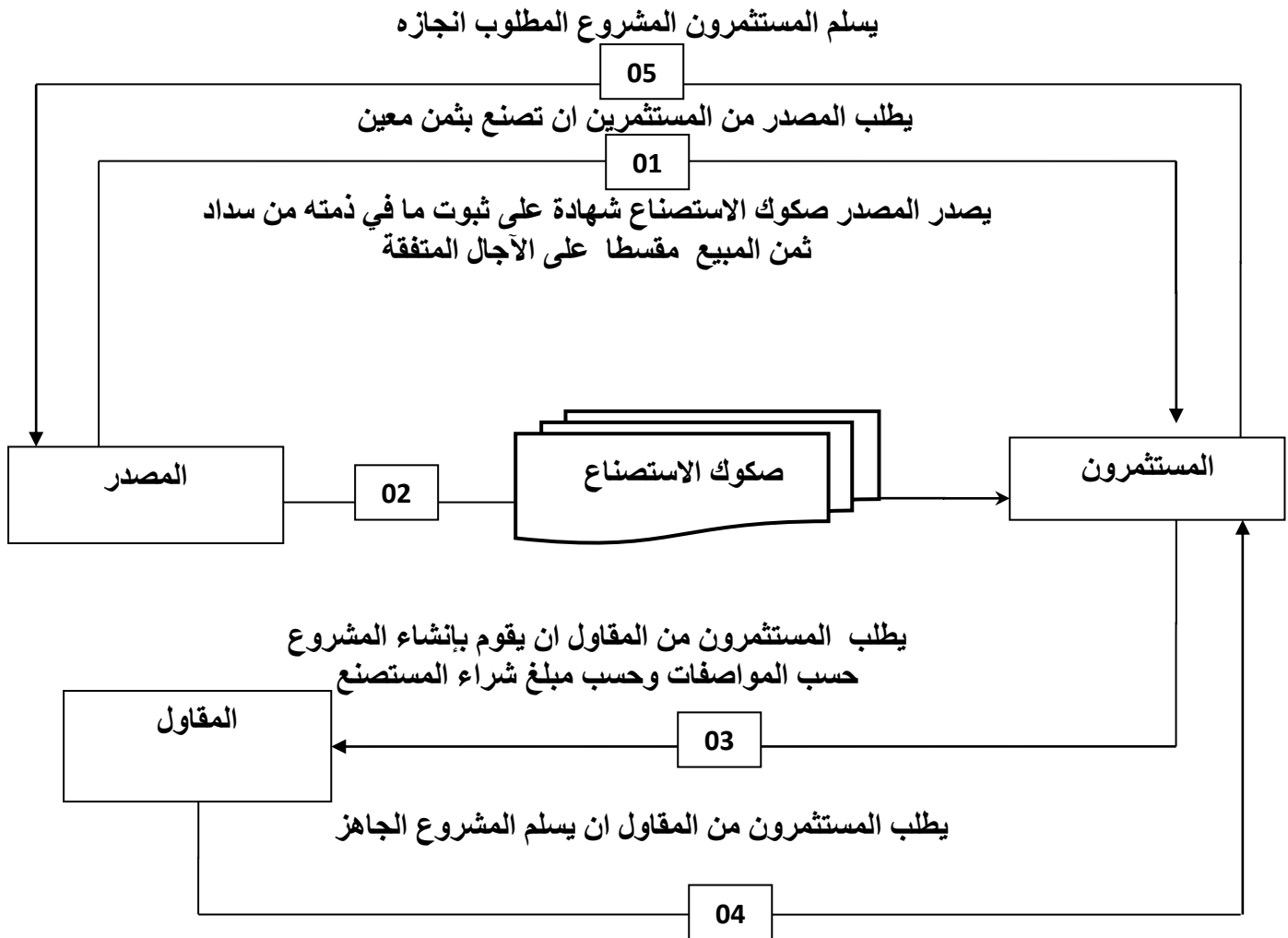
ب- الصورة الثانية: إصدار صكوك الاستصناع أثناء المشروع.

الشكل التالي، يوضح هيكل صكوك الاستصناع :

⁽¹⁾ موسى محمود بلا: " صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية"، المؤتمر الدولي حول الخدمات المصرفية والمالية الإسلامية" الممارسات الحدودية و التقاضي"، المنعقد يومي(15 و 16) جوان 2010، ص ص5،6.

⁽²⁾ محمد عدنان بن الضيف: "الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 299 .

الشكل رقم (05) : هيكل صكوك الاستصناع .



المصدر من إعداد الطالبة اعتمادا على:

- ياسر المكحل، فتنى مايا: "دور الصكوك الإسلامية في التمويل، التجربة البريطانية"، مداخلة ضمن فعاليات مؤتمر حول "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بالتعاون مع ولاية باهانج الماليزية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، المنعقد يومي (12 و13) ديسمبر 2013، بدون صفحة.

رابعاً: أنواع صكوك الاستصناع

يمكن تقسيم صكوك الاستصناع من عدة زوايا⁽¹⁾ :

1- من حيث جهة الإصدار:

تقسم صكوك الاستصناع من حيث جهة الإصدار إلى :

- أ- صكوك الاستصناع الحكومية: وتقوم الحكومة أو من ينوب عنها بإصدارها.
- ب- صكوك الاستصناع الخاصة: يتم إصدارها من قبل الهيئات أو المؤسسات الأهلية غير الحكومية، مثل الشركات والمصارف والمؤسسات المالية وغيرها.

2- من حيث الأجل : ونجدها فيها :

- أ- صكوك الاستصناع قصيرة الأجل: تستخدم حصيلتها في مشروع قصير الأجل.
- ب- صكوك الاستصناع متوسطة الأجل: تستخدم حصيلتها في مشروع متوسط الأجل.
- ت- صكوك الاستصناع طويلة الأجل: تستخدم حصيلتها في مشروع طويل الأجل.

الفرع الثاني : صكوك المرابحة

أولاً : تعريف صكوك المرابحة

المرابحة لغة: مصدرها ربح، تقول بعته المتاع أو اشتريته منه مرابحة، إذا سميت لكل قدر من الثمن ربحاً⁽²⁾.

اصطلاحاً: بيع ما ملكه بما قام عليه وبفضل⁽³⁾، وهي نقل ثمن المبيع بالثمن الأول وزيادة

(4).

يقصد بالمرابحة أيضاً: أن يبحث المشتري أحياناً عن الطمأنينة، فيرغب بالشراء من مصدر يثق بجودة منتجاته ويفضل أن يعلم مسبقاً بالربح الذي سيتحمله، بالإضافة إلى التكلفة الحقيقية للشراء وقد يرغب البائع أيضاً بالشيء نفسه، فيقول أحدهما للآخر أربحني مبلغ كذا وكذا، أو نسبة كذا وأتم العملية⁽⁵⁾.

(1) حكيم براضية، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 212، 213.

(2) اسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص 75.

(3) حسني عبد العزيز جرادات، مرجع سبق ذكره، ص 74.

(4) الشيخ نظام: "الفتاوى الهندية" دار الكتب العلمية، بيروت، الجزء الثالث، 2000، ص 166.

(5) سامر مظهر القنطجني: "فقه الابتكار المالي، بين التثبوت والتهافت، أصوله - قواعده - معايير"، الطبعة الثانية، 2016، ص 73.

أما بالنسبة لصكوك المرابحة فهي عبارة عن:

وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح هذه السلعة مملوكة لحملة الصكوك⁽¹⁾، ويتمثل التمويل في هذه الصكوك، في حصول مشتري البضاعة على السلعة التي يحتاجها لتجارة أو استخدام بثمن مؤجل، يدفع على أقساط أو دفعة واحدة، وذلك بدلا عن اقتراضه بفائدة وشراء البضاعة بنفسه بمبلغ القرض، وبذلك تكون صكوك المرابحة أداة لجذب التمويل وتحصيل الموارد المالية⁽²⁾.

ثانيا: خصائصها

لصكوك المرابحة بعض الخصائص نتعرف عليها فيما سيأتي⁽³⁾ :

- مصدر الصك واعد بشراء بضاعة المرابحة، ومشتري لها بعد تملك البائع لهذه البضاعة؛
- المكتتبون في الصكوك، هم البائعون لهذه البضاعة، بقصد الحصول على الربح ؛
- حصيلة الصكوك، هي تكلفة شراء البضاعة والربح هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة نقدا وبيعها بالأجل؛
- بما أن هذه الصكوك تقوم على مبدأ المرابحة، الذي ينتج دينا في ذمة مصدر الصك وعندما يصبح للصك حكم الديون، فلا يجوز تداوله بأعلى أو أقل من قيمته، لأن الديون تقضى بأمثالها⁽⁴⁾.

ثالثا: هيكل صكوك المرابحة

تصدر صكوك المرابحة، الواعد بشراء بضاعة معينة، بهامش ربح محدد بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بعد تملك البائع وقبضه، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها، عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة⁽⁵⁾.

(1) زاهرة بني عامر، العيفة عبد الحق: "دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع للبنى التحتية"، مرجع سبق ذكره، دون صفحة.

(2) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص 14.

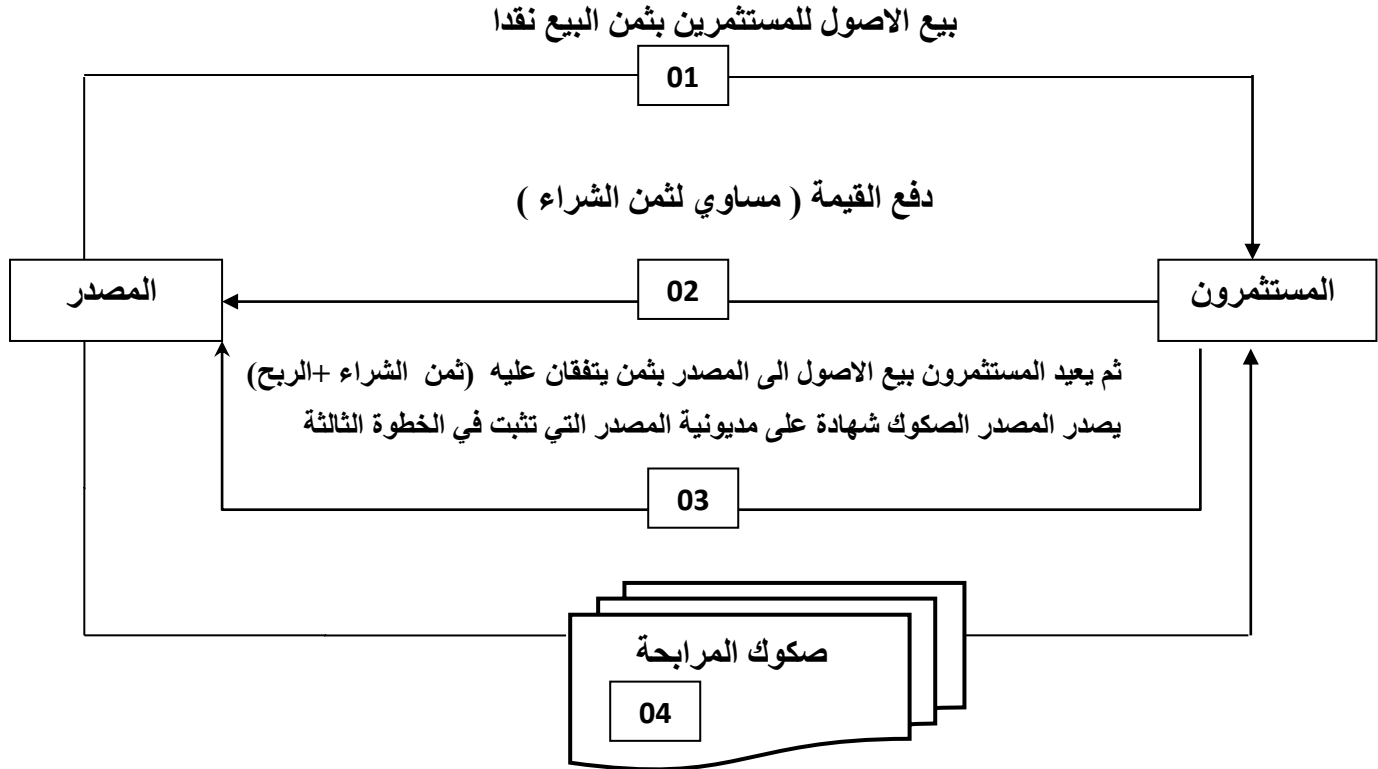
(3) اسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص 80.

(4) نجلاء بنت محمد البقمي، مرجع سبق ذكره، دون صفحة.

(5) مصطفى كمال السيد طایل، مرجع سبق ذكره، ص 284.

ويمكن توضيح هيكل صكوك المرابحة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (06) : هيكل صكوك المرابحة



المصدر من إعداد الطالبة، اعتمادا على :

- زياد جلال الدماغ: "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، نحو تطبيق مقترح تمويلي لتطوير دور البنوك الإسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، (ب س) ص 100.
- فنتى ماي، ياسر المكحل: "دور الصكوك الإسلامية في التمويل، التجربة البريطانية"، مداخلة ضمن فعاليات مؤتمر حول "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بالتعاون مع ولاية باهانج الماليزية، جامعة اليرموك، اربد- الأردن، المنعقد يومي (12 و13) تشرين الثاني 2013، بدون صفحة.
- هند مهداوي، رقيقة صباغ : "الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مداخلة في إطار فعاليات المنتدى الدولي الثالث حول "إشكالية ادماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقدة أيام (12 و13) أفريل 2016، ص8.

الفرع الثالث: صكوك السلم

أولاً : تعريف صكوك السلم

السلم في اللغة :

بمعنى الإعطاء والتسليف والترك وجاء في لسان العرب " السلم بالتحريك السلف وأسلم في الشيء وسلم وأسلم بمعنى واحد واسلم إليه الشيء دفعه ".⁽¹⁾

سلم في الاصطلاح : بيع أجل بعاجل .⁽²⁾

كما أطلق اسم السلم: على عقد يجرى بين طرفين أحدهما يدفع الثمن عاجلاً والآخر يسلم سلفة آجلاً، فهو بيع لسلعة موصوفة في الذمة، مقابل ثمن يدفع في مجلس العقد .⁽³⁾

صكوك السلم حسب المعايير الشرعية:

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك⁽⁴⁾.

فعقد السلم هو نوع من البيوع، التي يتم فيها التعاقد على بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل مسلم في مجلس العقد⁽⁵⁾.

ثانياً : خصائص صكوك السلم

من خصائص صكوك السلم:

1. لا يمكن تداول هذه الصكوك، إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع عينية عند استلامها وقبل بيعها، حينها تمثل الصكوك حصة شائعة في السلعة⁽⁶⁾؛
2. مصدر الصك قد يكون بائعاً لبضاعة السلم، والمكاتبون في هذه الصكوك مشتركون لها بقصد الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها، أو عند بيع بضاعة بذات المواصفات بسلم مواز، تسلم بعد قبض بضاعة السلم؛
3. حصيلة الصكوك هي ثمن بضاعة السلم⁽⁷⁾.

(1) مصطفى كمال السيد طابيل، مرجع سبق ذكره، ص284.

(2) حيدر يونس الموسوي : " المصارف الإسلامية، أداؤها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية "، مرجع سبق ذكره، ص 52.

(3) مصطفى كمال السيد طابيل: "البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي"، مرجع سبق ذكره، ص284.

(4) هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2007)، المعيار الشرعي رقم 7، البحرين، ص 546 .

(5) احمد محي الدين احمد: " التطبيقات المصرفية لصكوك الاستثمار"، دورة الصكوك، الإسكندرية، المنعقدة يومي (5و6) يوليو 2008، دون صفحة.

(6) كمال توفيق الحطاب: " الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص 10.

(7) عبد الرحيم عبد الحليم الساعاتي: " الوظائف الاقتصادية للصكوك، نظرة مقاصدية"، مرجع سبق ذكره، ص 17 .

ثالثاً: هيكل صكوك السلم

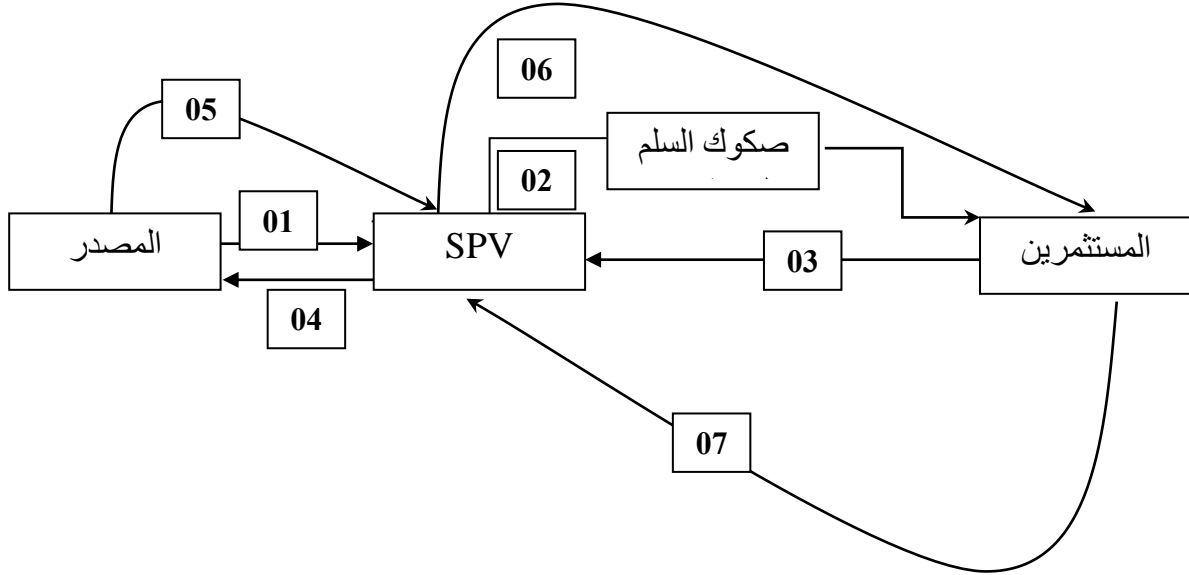
تمر عملية تنظيم وهيكل السلم وفق مراحل متتالية نذكر منها (1) :

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات الغرض الخاص، يمتلكها بالكامل، على أن يقبل الأول ببيع السلعة محل التمويل سلماً للتاني، ويقبل الثاني الشراء من الأول، بثمن حال وتسليم السلعة آجلاً في الزمن المحدد؛
- 2- تحدد كمية ونوعية السلعة من طرف الشركة ذات الغرض الخاص، التي تكون محل التمويل من خلال إصدار صكوك سلم ذات أجل ثابت وقيم متساوية؛
- 3- يدفع المكتتبون في الصكوك ثمن السلعة عاجلاً للشركة ذات الغرض الخاص؛
- 4- يدفع المستثمرون (حملة الصكوك) المبلغ إلى الشركة ذات الغرض الخاص، والتي بدورها تقوم بالتسديد للمصدر مقابل تسليم السلعة في المستقبل؛
- 5- يسلم المصدر السلعة المشتراة سلماً، للشركة ذات الغرض الخاص، عند الأجل المحدد ويدفع ثمنها؛
- 6- يتم إعادة دفع المبلغ ثمن سلعة السلم المتحصل عليها من طرف المصدر، عند الأجل للمستثمرين؛
- 7- تسترجع الشركة ذات الغرض الخاص صكوك السلم من عند المستثمرين، في الأجل المحدد وتنتهي عملية التصكيك.

والشكل التالي يوضح هذه العملية :

(1) RODNEY WILSON : « **Innovation In The Structuring Of Islamic Sukuk Securities** » 2nd banking And Finance International Conference , Lebanese American University, Beirut, (23nd, 24th) Febreary 2006, P7.

الشكل رقم (07) : هيكل صكوك السلم



المصدر من إعداد الطالبة اعتمادا على :

- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، السنة 2012 – 2013، ص128.

المبحث الثالث: واقع الصكوك، مخاطرها وآفاقها

برزت الصكوك كواحدة من أهم الأدوات المالية، التي استطاعت أن تنافس بقية الأدوات في أسواق المال العالمية، وتمكنت من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين في مختلف دول العالم، فهناك أسباب وعوامل ساعدت على تطور الصكوك، خلال العديد من السنوات تتخللها أحيانا معوقات، ومخاطر تحد من هذا التطور، والتي سوف نتطرق إليها في هذا المبحث من خلال المطالب التالية :

المطلب الأول: أسباب نمو سوق الصكوك وتطورها

تعتبر الصكوك، منتج مالي قابل للتطور والاستمرار لتلبية الاحتياجات المالية المختلفة ويعزو سبب نمو إصدار الصكوك إلى جملة من العوامل، التي ساهمت في تطوير سوق الصكوك وزيادة إصداراته، نتناولها في فروع هذا المطلب.

الفرع الأول: أسباب نمو سوق الصكوك

شهدت سوق الصكوك نموا ملحوظا، وتعود أسباب هذا التطور إلى جملة من العوامل أهمها (1):

- 1- وجود الضوابط الشرعية والممارسات ذات الطبيعة النمطية، إلى حد ما، والتي تنظم إصدار هذه الصكوك والتعامل فيها؛
- 2- توسيع رقعة الحلول، والمنتجات المالية الإسلامية التي تواكب احتياجات قطاعات واسعة من المستثمرين، سواء الحكومات أو الشركات؛
- 3- تراكم الفوائض النقدية الخليجية، بعد أحداث الحادي عشر من شهر سبتمبر 2011؛
- 4- وجود القوانين التي توطر لصناعة التصكيك، وبالأخص في البلدان التي لها بورصات، تتعامل بأدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- 5- حققت تجربة إصدار الصكوك، قبولا مقدرًا من قبل المستثمرين المسلمين، وغير المسلمين بسبب عوائدها المرتفعة نسبيا؛
- 6- وجود هيئات رقابية شرعية ضمن هيكلية إصدار هذه الصكوك، تضمن سلامة إجراءاتها بما يتوافق ومصالح المستثمرين؛
- 7- دخول بلدان غير إسلامية في سوق إصدارات الصكوك، حيث تعتبر ولاية ساكسوني أنهالت الألمانية، أول ملتزم سيادي يصدر صكا إسلاميا، في بلد غير مسلم، بحجم 100 مليون يورو،

(1) سعد بن البار، ساعد الفيصل: "أدوات السوق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 10، 11.

وكذلك العديد من الشركات في بريطانيا، والولايات المتحدة، بجانب صكوك البنك الدولي في عام 2005 بحجم 200 مليون دولار؛

8- تأسيس مؤشرات في بلدان أجنبية لقياس أداء الصكوك العالمية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مثل مؤشر " داوجونز سيتي " للصكوك، والذي ساهم في نمو هذه السوق في 2006؛

9- ازداد الاهتمام بالصكوك في أعقاب الأزمة المالية العالمية، التي بدأت في 2008، وهزت الثقة في المشتقات التقليدية، مما جعلها تكتسب مساحة كبيرة في سوق الاستثمارات العالمية (1)؛

10- الانتشار الملحوظ للبنوك في السنوات الأخيرة، وخاصة البنوك الإسلامية، وزيادة اهتمامها بالصكوك، تعد من أحد أسباب نمو حجم الصكوك (2).

كما يرى صندوق النقد الدولي، أن الطلب الحالي قد يتضمن عنصرا دوريا ناشئا عن الإيرادات النفطية في دول مجلس التعاون الخليجي، فإن هذا الطلب يأتي مكملا لاتجاه سعودي طويل الأجل في الطلب على الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (3).

الفرع الثاني: تطور اصدارات الصكوك

تعتبر الصكوك من أهم أدوات التمويل الإسلامية الواعدة، وقد شهدت انتشارا وازدهارا ونموا واسعا.

أولا: تطور اصدارات الصكوك من حيث الحجم

حققت سوق الصكوك معدلات متزايدة في حجم إصداراتها، ففي عام 2000، كانت هناك فقط ثلاث إصدارات للصكوك في العالم، بقيمة 336 مليون دولار وبلغت في 2004 حوالي 64 إصدار بقيمة 7 مليار دولار تقريبا ثم نما سوق الصكوك بشكل كبير في السنوات الأخيرة، ليصل إلى أكثر من 50 مليار دولار في نهاية 2007، ثم حوالي 138 مليار دولار عام 2013 (4)، وقد فاق حجم تلك الإصدارات مع نهاية ألفين وأربعة عشر (2014) إلى : 717.594 مليار

(1) قتيبة العاني : " نمو الصكوك الإسلامية بين التفسير الكمي والتحفيز النوعي "، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة خلال الفترة (12 و13) ديسمبر 2013، ص11.

(2) حكيم براضية، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص263.

(3) المرجع نفسه، ص 234.

(4) شعيب يونس: " فعالية إدماج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الناشئة "، مداخلة في إطار فعاليات المنتدى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر المنعقد يومي (12 و13) أبريل 2016، ص7.

دولار ليسجل نمواً آخر مع نهاية الربع الأول من عام 2015، ويصل حجمها إلى ما يعادل 738.678 مليار دولار⁽¹⁾.

حسب تصريح مديرة صندوق النقد الدولي " كريستين لاجارد " أن حجم الأصول الإسلامية في العالم بلغ نحو 2 تريليون دولار في 2015/11/11، وأوضحت خلال مؤتمر الاقتصاد الإسلامي بالكويت، أن الصكوك الإسلامية زادت بواقع 10 أضعاف لتبلغ نحو 300 مليار دولار مؤخراً⁽²⁾.

يوضح الجدول التالي، حجم إصدارات الصكوك خلال الفترة 2001 إلى غاية الثلاثي الأول 2015 (مقومة بمليار دولار أمريكي).

(1) حسان خبابة، مرجع سبق ذكره، ص7.

(2) بلغامي نجاه وسيلة، عرابي محفوظ : "الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية ومزايا تطبيقاتها" مداخلة في إطار فعاليات المنتدى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، المنعقد أيام (12 و 13 أبريل 2016)، بدون صفحة.

جدول رقم (03): حجم الصكوك المصدرة خلال الفترة (2001 – ثلاثي أول 2015)

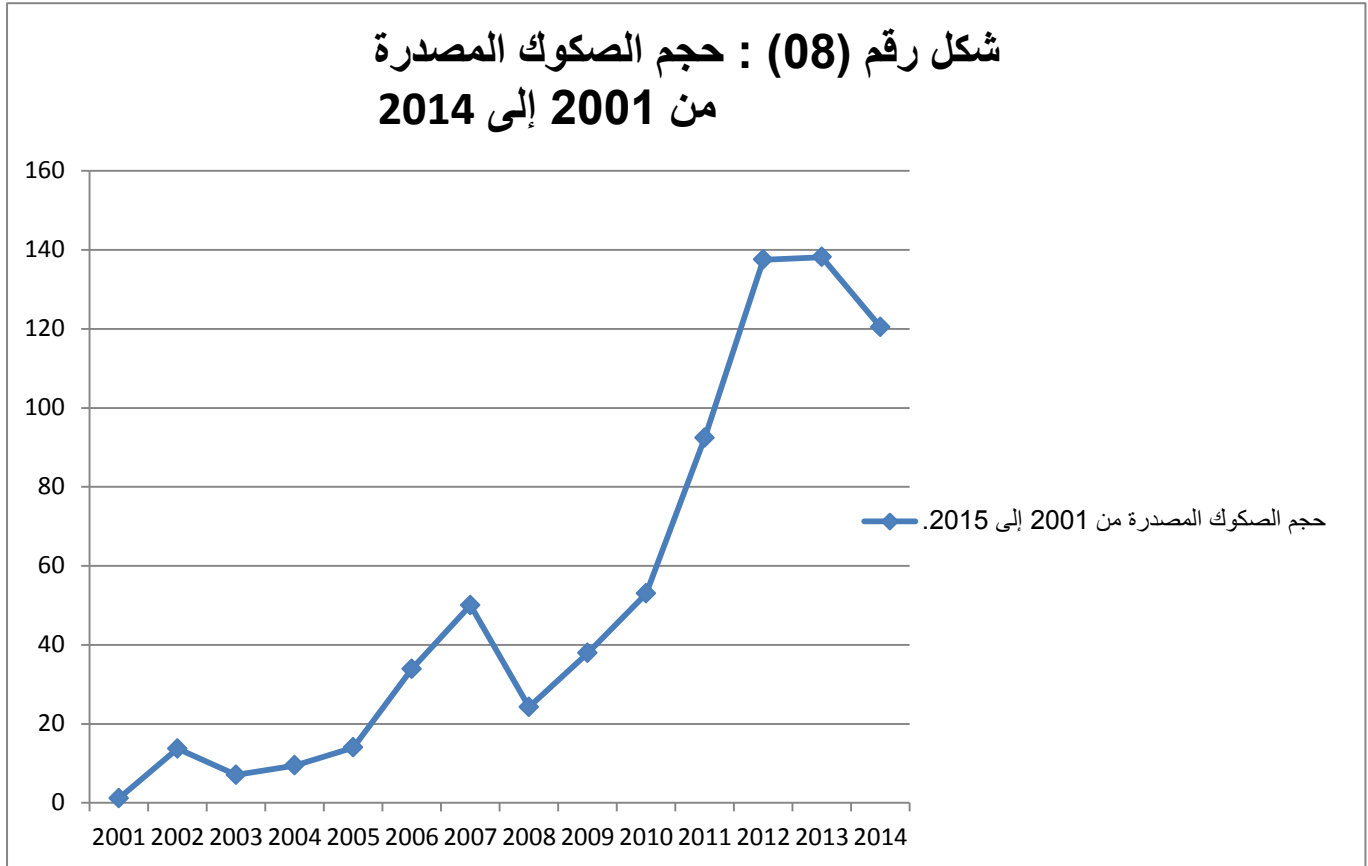
الوحدة مليار دولار امريكي

السنوات	حجم الصكوك المصدرة	المجموع الكلي
2001	1.172	738.678
2002	13.71	
2003	7.057	
2004	9.465	
2005	13.698	
2006	33.887	
2007	50.041	
2008	24.264	
2009	37.904	
2010	52.978	
2011	92.403	
2012	137.499	
2013	138.17	
2014	120.432	
Q1-2015	18.387	

المصدر من إعداد الطالبة، اعتمادا على:

- حسان خبابة : "إدماج الصكوك الإسلامية في أسواق التداول العربية"، مداخل في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد يومي (12 و13) أفريل، 2016، ص 8.

كما يمكن توضيح مجموع إصدارات الصكوك، خلال الفترة 2001-2014 من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على معطيات الجدول رقم (03).

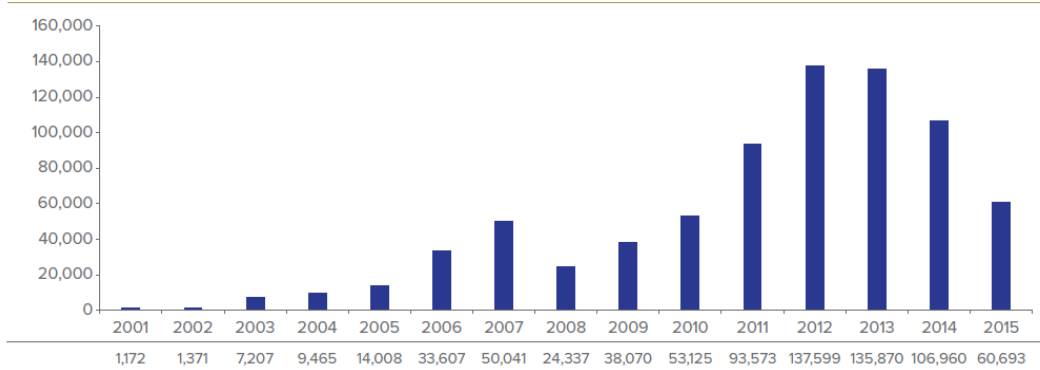
من خلال الإحصائيات المتوفرة في الجدول السابق ومن خلال الشكل أعلاه يتبين تطور حجم الصكوك الإسلامية من (2001 - الثلاثي الأول لسنة 2015)، نجد:

- 1- القيمة الإجمالية توزعت على سنوات الفترة بوتيرة وأحجام إصدارات مختلفة ومتفاوتة،
- 2- ارتفاع في عدد إصدارات الصكوك من 1.172 مليار دولار سنة 2001، إلى 60.693 مليار دولار سنة 2015 (عالميا)، وبلغ إجمالي الإصدارات العالمية 767.099 مليار دولار خلال الفترة، حيث تمثل سنتي 2012/2013 الذروة من حيث إصدارات الصكوك عالميا، بما فاق 137 مليار دولار في سنة 2012.

كما يمكن توضيح تطور إجمالي الإصدارات العالمية خلال الفترة 2015/2001 من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (09) : التطور الإصدارات الصكوك عالميا (جانفي 2001 - ديسمبر 2015)

الوحدة: مليون الدولار الأمريكي



المصدر من إعداد الطالبة، اعتمادا على :

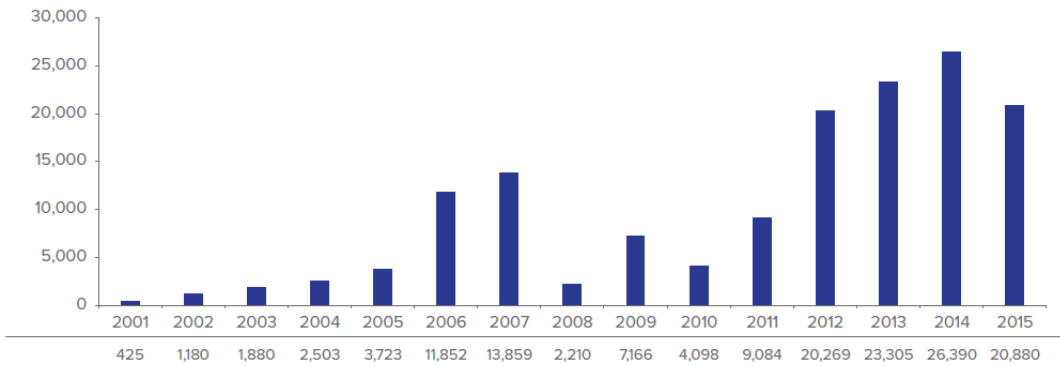
- SUKUK REPORT , a comprehensive study of the global sukuk market, international islamic financial market,5 edition,marsh 2016, p 5 .

كما مرت إصدارات الصكوك المحلية بتطورات، يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي (جانفي

2001 - ديسمبر 2015) :

الشكل رقم (10) : مجموع الإصدارات الصكوك المحلية (جانفي 2001 - ديسمبر 2015)

الوحدة: مليون الدولار الأمريكي



المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على :

- SUKUK REPORT, A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market,International Islamic Financial Market,5 Edition,Marsh 2016, P 6 .

من خلال الشكلين رقم (09) و(10) يتضح أن إجمالي إصدارات الصكوك عالميا ودوليا خلال الفترة 2015/2001 مقومة بملايين الدولار الأمريكي، مرت بعدة مراحل، فكانت المرحلة الأولى التي شهدت زيادة في إجمالي إصدارات الصكوك خلال السنوات 2007/2001، حيث ارتفعت بقيمة 48.869 مليون الدولار الأمريكي من إجمالي الإصدارات العالمية سنة 2007 مقارنة بسنة 2001، وبفارق زيادة قدر ب 13.434 مليون الدولار الأمريكي سنة 2007 مقارنة ب 2001 من إجمالي الإصدارات دوليا، ليتراجع حجم الإصدارات عالميا ودوليا سنة 2008 على وقع الأزمة المالية العالمية، ويشهد حجم الإصدارات مرحلة نمو أخرى خلال السنوات الموالية، ثم يتراجع نسبيا سنة 2015.

ثانيا: تطور إصدارات الصكوك من حيث الدول المصدرة لها في العالم

زاد التوسع الجغرافي في إصدار الصكوك، فلم يعد حكرًا على دولة معينة أو إقليم محدد أو حتى على الدول الإسلامية فقط، بل امتد ليشمل القارات الخمس، من ماليزيا اندونيسيا واليابان، مرورًا بدول الخليج والسودان وغامبيا إلى ألمانيا وفرنسا وإنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، غير أن ماليزيا بقيت متربعة على سوق الصكوك، باستحواذها على معظم الإصدارات وبالتالي يمكن اعتبارها أكبر دولة مصدرة للصكوك في العالم⁽¹⁾. حيث قدر حجم إجمالي إصدار الصكوك في العالم بنحو 150 مليار دولار، وحسب ندوة الصكوك وإدارة الأموال الإسلامية، التي عقدتها الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بالتعاون مع مجلة المصرفية الإسلامية، أن ماليزيا تقود هذه الإصدارات منذ عام 2001 إلى نهاية 2009 وذلك بإصدار ما يزيد عن 77 مليار دولار قيمة الصكوك و30 مليارات للولايات المتحدة، والسودان 12 مليار دولار والسعودية في المركز الرابع ب 12 مليار دولار، وألمانيا في آخر القائمة ب 123 مليون دولار⁽²⁾.

ويمكن توضيح إصدارات الصكوك عند بعض الدول في الربع الأول من سنة 2015 من خلال

الشكل الآتي:

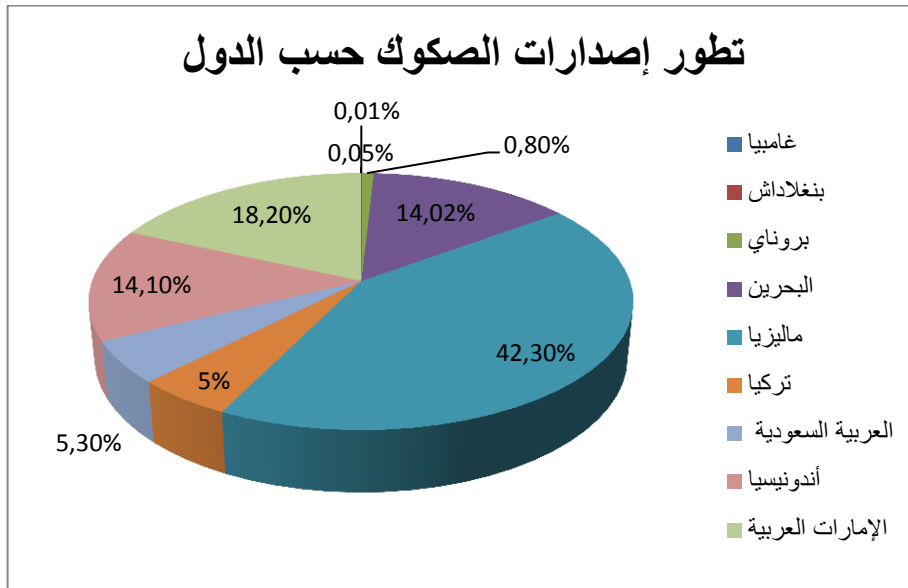
(1) شعيب يونس : "فعالية إدماج الصكوك في الأسواق المالية الناشئة"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج

المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، المنعقدة يومي (12 و13) أبريل 2016، ص8.

(2) ندوة الصكوك وإدارة الأموال الإسلامية، مجلة المصرفية الإسلامية، ضمن الفعاليات العلمية للهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل

بتاريخ 18 أبريل 2010، ص87.

الشكل رقم (11): إجمالي الصكوك المصدرة في بعض الدول الربع الأول من سنة 2015.



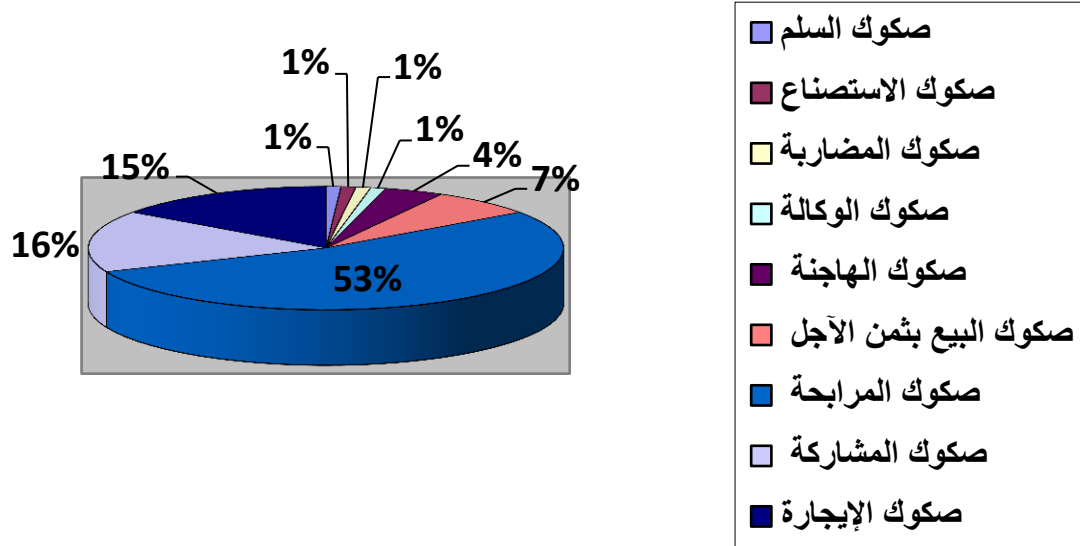
المصدر من إعداد الطالبة، اعتمادا على : تقرير الصكوك الإجمالية الربع الأول لسنة 2015، ص4.

من خلال الشكل رقم (11) الذي يمثل إجمالي الصكوك المصدرة في بعض الدول خلال الربع الأول من سنة 2015 يتضح أن ماليزيا تحتل المرتبة الأولى في إجمالي إصدارات الصكوك بنسبة 42.30% لتليها كل من الإمارات العربية واندونيسيا والبحرين بنسب 18.20%، 14.10%، 14.02% على التوالي. وتشكل نسبة الإصدارات العربية في السعودية وتركيا نسبة متقاربة في حدود ال 5% لتليهم بقية الدول بنسب لم تتعدى ال 1% لإجمالي الإصدارات مقارنة بقية الدول.

ثالثا : تطور إصدارات الصكوك حسب الهياكل خلال الفترة 2014/2001

تنوعت إصدارات الصكوك حسب الهياكل، والتي يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (12): تطور إصدارات الصكوك حسب الهياكل خلال الفترة 2001/2014



المصدر من إعداد الطالبة، اعتماداً على:

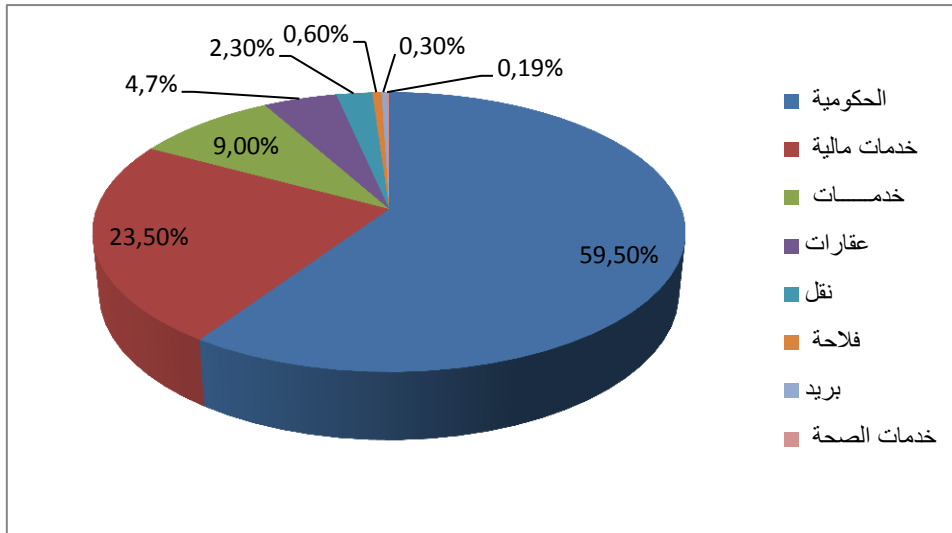
International Islamic financial market : **Sukuk market overview & structural trends**, May 2014, Jakarta, p4.

يوضح الشكل رقم (12) تطور إصدارات الصكوك حسب الهياكل خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2014،، حيث شكلت صكوك المرابحة، الأسلوب المفضل لدى الجهات المصدرة، وجاءت في المركز الأول من بين أنواع الصكوك الأخرى بقيمة 273 مليار دولار، اي ما يمثل 53% من إجمالي قيمة الإصدارات، في حين كانت صكوك المشاركة ثاني أكبر الصكوك المصدرة بالدولار، إذ بلغت قيمتها حوالي 84 مليار دولار، تمثل 16% من إجمالي قيمة الإصدارات، تليها صكوك الإجارة بنسبة 15%، صكوك البيع بالثمن الآجل بنسبة 7% من إجمالي قيمة الإصدارات، وبالتالي فقد شكلت كل من صكوك المرابحة والإجارة والمشاركة والبيع بالثمن الآجل لوحدهم ما يقارب 91% من إجمالي قيمة الإصدارات، في حين 9% الباقية مثلت الأنواع الأخرى.

رابعاً: تطور إصدارات الصكوك من حيث نوع القطاع - الجهة المصدرة للصكوك- خلال الفترة 2014/2001

تعددت الصكوك من حيث نوع القطاع أو الجهة المصدرة إلى عدة أنواع، يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (13) : تطور الصكوك حسب الجهة المصدرة خلال الفترة 2014/2001



المصدر من إعداد الطالبة، اعتماداً على:

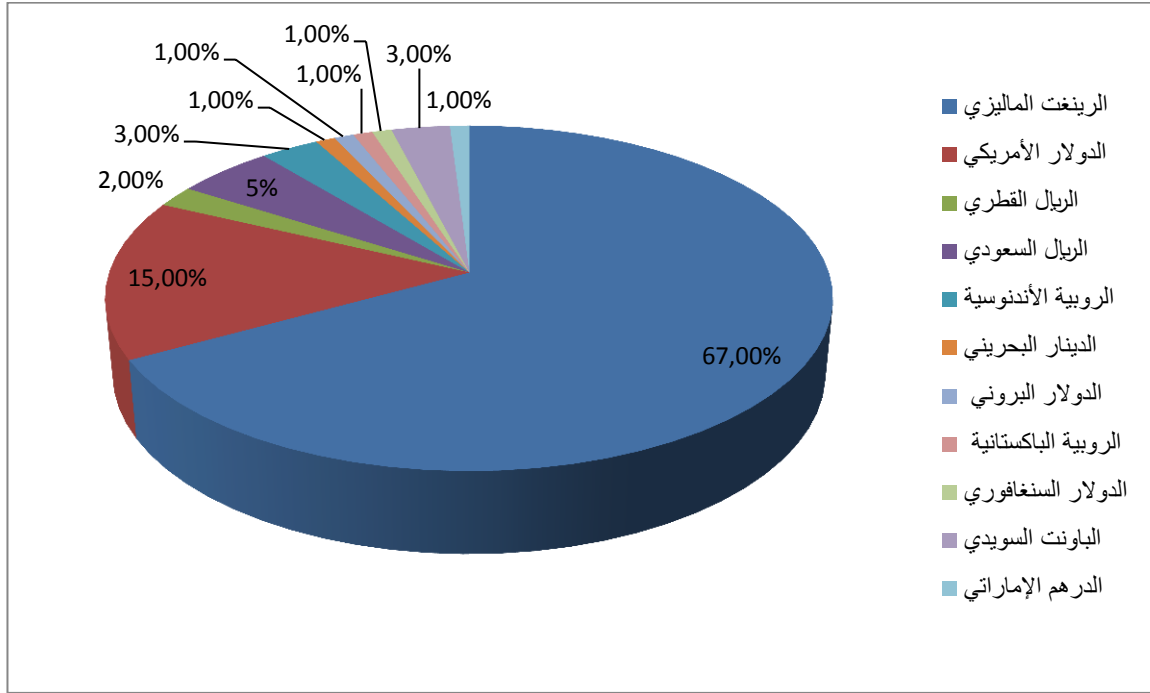
- مرابط محمد، بوربيحة معاذ: الصكوك الإسلامية كألية لتفعيل وتطوير السوق المالية الإسلامية بالمملكة العربية السعودية، واقع وتحديات، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول: "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، المنعقدة يومي (12 و13) أبريل 2016، ص ص 12، 13.

من خلال الشكل رقم (13)، الذي يوضح تطور الصكوك حسب الجهة المصدرة فإن الإصدارات الحكومية تحتل المرتبة الأولى بنسبة 59.50% من إجمالي الإصدارات يليه قطاع الخدمات المالية بنسبة 23.50% والخدمات بنسبة 9%، هذا وقد شكل قطاع العقارات نسبة 4.7% من حجم الإصدارات بينما شكلت بقية القطاعات نسب لم تتعدى 2.30% من إجمالي الإصدارات لسنة 2014.

خامسا : : تطور إصدارات الصكوك حسب عملات الدول

حسب عملات الدول يمكن توضيح إصدارات الصكوك، من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (14) : إصدارات الصكوك حسب عملات الدول خلال الفترة 2014/2001



المصدر من إعداد الطالبة، اعتمادا على:

International Islamic financial market : **Sukuk market overview & structural trends**, May 2014, Jakarta, p13

يتبين من خلال الشكل أعلاه، أن الرينجيت الماليزي يحتل المرتبة الأولى، بنسبة تقدر بـ 67% من إجمالي الصكوك، باعتبار ماليزيا الدولة الأولى في اجلي اصدار وتداول الصكوك عالميا، يليها الدولار الأمريكي بنسبة 15%، ثم الريال السعودي بـ 5%، في حين شكلت العملات الريال القطري، والسعودي، والروبية الإندونيسية والليرة التركية والدينار البحريني، نسبا لم تتعدى 3% من إجمالي الاصدارات.

المطلب الثاني: مخاطر الصكوك وآليات معالجتها

تتعرض الصكوك كغيرها من الأدوات المالية للعديد من المخاطر، إلا أن هذه الصكوك كانت أقل تأثراً بالأزمة المالية العالمية، التي تطورت إلى أزمة اقتصادية عالمية.

الفرع الأول : أثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك

أولاً: تعريف الأزمة المالية

يقصد بالأزمة المالية وقوع خلل خطير، ومفاجئ نسبياً يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدول والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح⁽¹⁾. إن للأزمة المالية العالمية (2008) أثر على نمو سوق الصكوك، فهناك رأي إيجابي ورأي سلبي مطروحان، فالرأي الإيجابي يرى : " أن الصكوك بما لها من خصائص، ستكون ملاذاً للمستثمرين خاصة الذين تضرروا من الأزمة المالية، والدليل على ذلك، قيام بعض الدول الغربية بإصدارها، مثل ألمانيا وقبول هذه الصكوك في السوق المنظمة الفرنسية⁽²⁾ .

أما الرأي السلبي: " فهناك من يرى، أن للأزمة المالية العالمية أثر سلبي على سوق الصكوك كغيره من أسواق الدين، نظراً لانخفاض قيم الأصول، وخاصة العقارية، إذ لم يتجاوز 17 مليار دولار في 2008 و32 مليار دولار في 2009⁽³⁾ .

ثانياً: أثر الأزمة المالية العالمية على حجم الإصدار

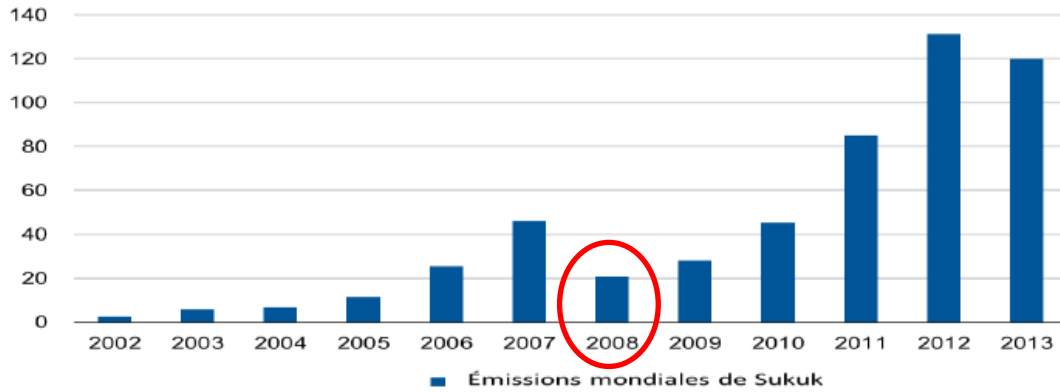
إن حجم إصدارات الصكوك تأثرت بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

(1) أحمد طرطار: فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمي، العدد 17، أكتوبر 2013، ص 19.

(2) زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص 69.

(3) حكيم براضية، جعفر هني، مرجع سبق ذكره، ص 273.

الشكل رقم(15): تطور حجم الإصدارات العالمية للصكوك بمليار دولار خلال الفترة (2002/2013).



المصدر من إعداد الطالبة، اعتمادا على:

- مرزوق آمال : " الصكوك ودورها في تفعيل الأسواق المالية الإسلامية "، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول: "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد يومي (12 و 13) أفريل 2016، ص7.

إن معدلات النمو المسجلة في سوق الصكوك، خاصة خلال السنوات التي سبقت الأزمة المالية في 2008، قد شهدت تزايدا مستمرا، حيث وصل سوق الإصدارات سنة 2007 إلى مستوى فاق 49 مليار دولار، ومنه فإن سوق الصكوك لم يسلم من نتائج الأزمة المالية العالمية، فإصدارات الصكوك قد تراجعت بشكل كبير خلال سنة 2008، وحققت 24,33 مليار دولار، لتشهد السنوات الموالية ما بعد الأزمة تزايد في حجم إصدارات الصكوك، وتصل إلى أعلى مستوى سنة 2012 بقيمة 137,59 مليار دولار، لتشهد تراجعا نسبيا سنة 2013، حيث قدر حجمها بقيمة 134,87 مليار دولار.

ثالثا: أثر الأزمة المالية العالمية من حيث توزيع الإصدارات الإجمالية للصكوك (حسب نوع المصدر)

أظهرت الأزمة المالية عددا من المشاكل، مثل حقوق الملكية في حالة عدم الدفع أو إعادة هيكلة الصكوك، فمنذ بداية الأزمة فإن إصدارات الشركات، خاصة تلك المتعلقة بدول مجلس التعاون الخليجي، أصبحت ضعيفة من حيث العدد، لكن بعد أزمة 2008 ارتفعت إصدارات الصكوك السيادية، بسبب الضمانات الحكومية التي تتضمنها وكانت أساس انتعاش سوق الصكوك خلال فترة ما بعد الأزمة⁽¹⁾.

(1) مرزوق آمال، مرجع سبق ذكره، ص8.

الفرع الثاني: مخاطر الصكوك

باعتبار أن الصكوك قائمة على المشاركة بالربح أو الخسارة وباعتبارها موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والمنافع والأعيان، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض أيضا للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية وإن كانت تشترك مع بقية الأوراق المالية في بعض المخاطر وتختلف في البعض.

أولاً: تعريف المخاطرة

الخطر لغة : الإشراف على الهلكة ⁽¹⁾، وفي المفهوم الاقتصادي والمالي: " هي احتمال الخسارة أو التقلب في العائد المتوقع" ⁽²⁾ .

وتعرف أيضا بأنها: "حالة عدم التأكد من النتائج المالية في المستقبل، لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي" ⁽³⁾ .
وبناء على التعاريف السابقة، يمكن تعريف المخاطرة بأنها: " احتمال وقوع حدث وربطه بنتائج غير مرغوب فيها، تؤدي إلى أضرار مادية، قابلة للقياس.

ثانياً: أنواع المخاطر التي تواجه الصكوك

1. المخاطر التي تشترك فيها الصكوك مع سائر الأوراق المالية: تشترك الصكوك مع بقية الأوراق المالية في مخاطر عديدة منها ⁽⁴⁾:

1- مخاطر الائتمان:

ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى احتمال عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة في مواعيدها، ومصدر هذه المخاطر قد يكون نتيجة سوء اختيار العميل، سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات الصكوك المختلفة أو عدم رغبته استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده.

2- مخاطر السوق:

تندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة، حيث ترجع لاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية واجتماعية وسياسية، سواء كانت أسواق الأصول الحقيقية أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد وأسواق رأس المال بسوقها: سوق الإصدار

⁽¹⁾ ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص983.

⁽²⁾ منير ابراهيم الهندي : " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية "، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص256.

⁽³⁾ نجلاء بنت محمد البقمي، مرجع سبق ذكره، دون صفحة.

⁽⁴⁾ صاري علي : " الهندسة المالية الإسلامية، إشكالية المخاطر وآليات المعالجة "، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد يومي (12 و 13) أبريل 2016، صص10، 11 .

وسوق التداول، وتدرج تحت مخاطر السوق نوعين من المخاطر وهما مخاطر سوق الأصول الحقيقية، ومخاطر سوق المال، وهي كالاتي :

2-1- مخاطر سوق الأصول الحقيقية :

ترتبط هذه المخاطر بالصكوك، كونها تمثل حصة شائعة في ملكية الأصول، لا على المديونية كالسندات، ونظرا لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها ستكون عرضة للتقلب في قيمتها حسب عوامل العرض والطلب وغيرها من العوامل التي تؤثر على الأسواق بمختلف اتجاهاتها سواء تقليدية أو إسلامية (1).

2-2- مخاطر سوق المال :

وتصنف مخاطر سوق المال إلى :

أ- مخاطر سعر الفائدة:

تنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات على مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وهي تصيب كافة الاستثمارات، بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته، وبالاعتماد على تحديد العائد عند إصدار الصكوك بصفة غير مباشرة على معدل الليبور، مضافا إلى هامش ربح معين، ففي هذه الحالة يتعرض كل من حملة الصكوك والمصدر لمخاطر ارتفاع أو انخفاض معدل الليبور، مما يؤدي إلى خسارة طرف وربح طرف آخر (2).

ب-مخاطر التضخم:

تنشأ نتيجة الانخفاض في القوة الشرائية للعملة، الناتج عن الزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى تآكل القدرة الشرائية للعملة، وهوما يعني تعرض الأموال المستثمرة وعوائدها لانخفاض في قيمتها الحقيقية، والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات مكونات من الأعيان والمنافع والنقود والديون، وذات عائد متغير في حالة صكوك المشاركات، فإن تأثيرها بالتضخم، يرتبط طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون (3).

ج-مخاطر سعر الصرف:

تنشأ هذه المخاطر في سوق النقد، وتعرف على أنها المخاطر الناجمة عن تقلب أسعار صرف العملات في المعاملات الآجلة، التي تعقدتها المؤسسات المالية، وتظهر مخاطر سعر الصرف في حالة

(1) نجلاء بنت محمد البقمي، مرجع سبق ذكره، بدون صفحة .

(2) محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص148.

(3) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: " إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية "، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر الدولي الخامس حول "الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف"، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، الفترة (06-08) أكتوبر 2012، ص9.

الصكوك، عند إصدارها بعملة معينة، واستثمار حصيلتها بعملات أخرى أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجعات والتجارة الدولية (1).

د-مخاطر أسعار الأوراق المالية:

تنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال، سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتكار والمغامرة وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك.

3- مخاطر تشغيلية:

تعرف بأنها مخاطر الخسائر لأحداث خارجية محتملة وغير محتملة وتنشأ عن عدم كفاءة أو تعقد الإجراءات الداخلية أو أداء الأشخاص والأنظمة الغير سليمة أو الحوادث الخارجية، وبما أن هياكل الصكوك لا يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة على أصول وحيث أن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، فإنها من المحتمل أن تواجه المخاطر التشغيلية.

4- مخاطر السيولة :

هذا النوع من المخاطر مرتبط بمدى القدرة على تحويل أي ورقة مالية أو أصل إلى نقد "تسييله"، في حالة ما اضطرت المنشأة لذلك، ويرتبط أيضا بمدى جواز الورقة أو الأصل ونشاط سوقه (2).

II - المخاطر التي تنفرد بها الصكوك :

تعتبر هذه المخاطر من المخاطر الخاصة التي يمكن للصكوك التعرض لها:

1- مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:

يعد الالتزام بالضوابط الشرعية من أهم سمات المؤسسات المالية الإسلامية، لأن مخالفتها لأحكام الشريعة في أي فترة من عمر الصك، يؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، ولتجنبها يجب تعيين هيئة رقابية شرعية للإشراف عليها (3).

2- مخاطر متعلقة بصيغ التمويل الإسلامي

هناك مخاطر خاصة بصيغ التمويل الإسلامي ويمكن إجمالها فيما يلي (4):

(1) المرجع نفسه، ص8.

(2) نجلاء بنت محمد اليقيني : "مخاطر الصكوك و آليات التحوط منها"، مرجع سبق ذكره، دون صفحة.

(3) زياد جلال الدماغ: "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، نحو تطبيق مقترح تمويلي لتطوير دور البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص109.

(4) المرجع نفسه، ص ص 109، 110.

أ- مخاطر صكوك الإجارة :

هناك بعض المخاطر الخاصة بها، مثل ارتفاع نسبة التضخم النقدي، مقرونة بطول فترة السداد والتأخير أو عدم السداد أو مشاكل صيانة العين المؤجرة أو مخاطر سوق العين المؤجرة أو منتجاتها.

ب- مخاطر صكوك المشاركة :

هناك بعض المخاطر الخاصة بها، مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وصعوبة التدقيق أو المتابعة، لذلك لا بد من أخذ الحيطة والحذر، ومراعاة هذه المخاطر.

ت- مخاطر صكوك الاستصناع :

منها مخاطر التخزين والنقل أو مخاطر عدم سداد الأقساط نتيجة زيادة السعر أو قد تنتج هذه المخاطر عند اختلاف المواصفات، بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد المستصنع.

ث- مخاطر البيوع :

تنتج هذه المخاطر الخاصة بالصكوك، في حالة هلاك السلعة قبل التسليم أو عدم إمكانية زيادة السعر نتيجة للتأخير في دفع الأقساط لأنه مخالف شرعا.

3- مخاطر صكوك تصكيك الموجودات العينية :

في هذه الحالة يكون الخطر في حال توقع المستثمرين، عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية، لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، التي تم تحديدها في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك⁽¹⁾.

الفرع الثالث: إدارة المخاطر وآليات معالجتها

أولاً: مفهوم إدارة المخاطر

ينظر إلى إدارة المخاطر على أنها منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع للحد الأدنى⁽²⁾. وتهتم إدارة المخاطر بالعديد من الجوانب أهمها⁽³⁾:

- إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع إلى دفع حدوثها أو تكرار مثل هذه المخاطر؛

(1) صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص20.

(2) صاري علي، مرجع سبق ذكره، ص12.

(3) بلع زوز بن علي: " استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية "، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد7، 2010، صص333، 334.

- تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع المستويات؛
- حماية صورة المؤسسة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين والدائنين والمستثمرين بحماية قدراتها الدائمة على توليد الأرباح، رغم أي خسائر عارضة، والتي قد تؤدي إلى تقلص الأرباح أو عدم تحقيقها؛
- المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين الدائنين والمستثمرين؛
- أحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال، التي ترتبط أصولها بها كالقروض والسندات والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار؛
- تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها، فيما يتعلق بمخاطرة معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر؛
- العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى مستوى ممكن، وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية.

ثانياً: منهج إدارة المخاطر

لتنفيذ عملية إدارة المخاطر، لابد من تحديد الخطوات العلمية والعملية اللازمة لها وتتمثل هذه الخطوات فيما يلي⁽¹⁾ :

1- تحديد المخاطر:

من أجل القيام بعملية إدارة المخاطر، لابد من تحديدها أولاً، من خلال تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك، سواء كانت مخاطر عامة أو مخاطر خاصة وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر، سواء كانت مخاطر ائتمان أو مخاطر سوق أو مخاطر تشغيل أو مخاطر شرعية، والوقوف على أسباب تلك المخاطر، كما يجب أن تتصف بالاستمرارية، وأن يتم فهم كافة المخاطر على مستوى كل عملية وعلى مستوى كل نشاط.

2- تقييم المخاطر:

يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط، ويجب أن يعطي صورة شاملة عنها، فبعد تحديد مخاطر الصكوك، ينبغي القيام بقياسها وتقييمها اعتماداً على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقاً لدرجتها من حيث كونها مخاطر مرتفعة أو متوسطة أو ضعيفة، لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها، فكل نوع من المخاطر ينظر إليه من حيث حجمه، مدته واحتمالية حدوثه والتقييم والقياس الصحيح، هو ذلك الذي يتم في الوقت المناسب.

(1) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد : " دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره ص ص 13، 14.

3- ضبط المخاطر :

ويتم ضبطها من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع المخاطر واتخاذ القرار اللازم، باختيار البديل المناسب، سواء بتجنب تلك المخاطر أو توزيعها أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر.

4- تنفيذ القرار:

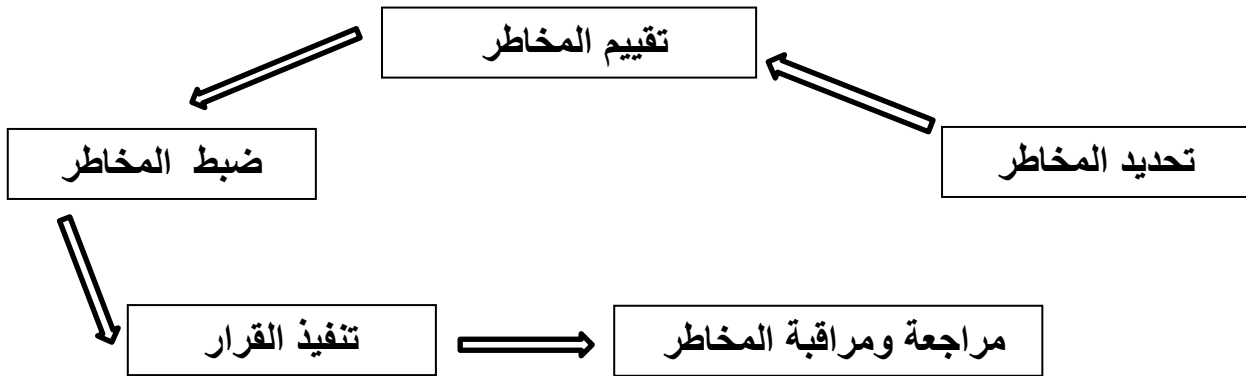
وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

5- مراقبة ومراجعة المخاطر:

يسهم التطور التقني والاقتصادي وسرعة تغير بيئة الأعمال، في ظهور مخاطر معينة واختفاء أخرى، ولهذا من المهم أن تكون عملية إدارة المخاطر مستمرة، بحيث يتم مراقبتها ومراجعة نتائجها بشكل دوري، بهدف الكشف عن الأخطاء المحتملة في إدارة المخاطر في وقت مبكر ومعالجتها⁽¹⁾.

يمكن تمثيل منهج (خطوات) إدارة المخاطر حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (16) : خطوات إدارة المخاطر



المصدر: من إعداد الطالبة استنادا على ما سبق.

⁽¹⁾ دواية أشرف محمد : " إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية "، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "المصارف الإسلامية اليمنية، الواقع وتحديات المستقبل"، صنعاء، المنعقد يومي (20 و 21) ماي 2010، دون صفحة.

ثالثاً: آليات إدارة مخاطر الصكوك

يوجد العديد من الطرق والآليات التي يمكن استخدامها في إدارة مخاطر الصكوك، والتي تتوافق مع الأحكام الشرعية، ومنها:

1- دراسة الجدوى الاقتصادية

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك، الإطار النظري المبدئي للوقاية من المخاطر المحتملة، من باب أن حفظ المال مقصد شرعي يقتضي عدم الدخول في عقد إلا بعد التأكد من سلامته، وعليه يلزم عند إصدار الصكوك، أن يقوم المصدر ووكيل حملة الصكوك وذوي الشأن بإعداد دراسة جدوى، حسب الأصول الفنية لدراسة الجدوى وهذه الدراسة تحدد النشاط المشروع والدراسة السوقية لمنتجاته والمخاطر والعوائد المتوقعة، وبناء على ذلك يقدم التمويل أو يقبل حملة الصكوك على شرائها اعتماداً على الدراسة⁽¹⁾.

2- كفاءة الإدارة والرقابة عليها:

تعتبر كفاءة إدارة الصكوك، سر ربحيتها ونموها وبقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان، فضلاً عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية وقد حث الإسلام على أن يجمع المدير بين الجوانب الأخلاقية والفنية، قال الله تعالى : " اجعلني على خزائن الأرض، إني حفيظ عليم " (سورة يوسف، الآية 55) .

3- الضمانات :

يعتبر الضمان من الأدوات الفاعلة في علاج مخاطر الصكوك، وأحد عوامل نجاح عملية تسويق وبيع الصكوك في أسواق رأس المال ومن أبرز أنواع الضمانات⁽²⁾ :

أ- الكفالة:

وذلك من خلال التزام طرف يتحمل عبء عن طرف آخر على سبيل التبرع وكفالة الشخص المليء ذو الخلق الحسن، وهي وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها.

ب- الرهن:

يعد الرهن آلية من آليات الحماية ضد المخاطر، خاصة المخاطر الائتمانية، فللدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين، للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء.

(1) نجلاء بنت محمد البقمي، مرجع سبق ذكره، دون صفحة.

(2) صاري علي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

ت-ضمان الطرف الثالث:

إذا كان من المتفق عليه شرعاً، أنه لا يجوز للجهة المصدرة لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة، أن تضمن القيمة الاسمية لحاملها، لأن هذا من قبيل ضمان رأس المال، فإنه لا مانع شرعاً، من أن يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الاسمية لصكوك المضاربة، وقد جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة، أنه يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة، دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة أو عقد الوكالة بالاستثمار.

ث- التأمين التعاوني:

في ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني، فإن هذا التأمين يعد آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية، ضد كافة مخاطر تلك الأصول.

ج- الاحتياطات:

وذلك باقتطاع ما يزيد عن نسبة محددة من أرباح الصكوك (تمثل العائد المتوقع دورياً)، ويتم الاقتطاع من الربح الإجمالي قبل اقتطاع مقابل الإدارة، لأن الاستفادة منه تعود على حملة الصكوك ومدير الصكوك لضمان العائد المتوقع دون اشتراط من الإدارة⁽¹⁾.

ح- التحوط :

يقصد بالتحوط الوقاية والاحتماء من المخاطر، والتحوط يكون مقبول شرعاً، طالما كان مقترناً بالنشاط الحقيقي المولد للثروة .

وهناك عدة طرق للتحوط تحقق هذا الهدف، يمكن الاستفادة منها في تقليل المخاطر أهمها⁽²⁾ :

- التحوط الاقتصادي: وهو تحوط طبيعي لاجتناب المخاطر، لأنه لا يتطلب ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى، مثل تنويع الأصول الاستثمارية؛
- التحوط التعاوني: يتم من خلال إنشاء صناديق تعاونية تنشأ لهذا الغرض، وتدار من قبل جهات متخصصة في إدارة المخاطر؛
- التحوط التعاقدية: هذا الأسلوب قائم على عقود المعارضة التي يراد بها الربح.

خ- التنويع :

يقصد بالتنويع هو قرار المؤسسة في الاستثمار في أكثر من مشروع، من أجل تخفيض درجة المخاطرة .

(1) عبد الستار أوغدة : " المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها " ندوة "الصكوك الإسلامية، عرض وتقييم"، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز، جدة، أيام (24 و 25) ماي 2010، ص06.

(2) زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص115.

المطلب الثالث : تحديات وآفاق سوق الصكوك

إن تزايد الاهتمام بالصكوك دلالة على أهميتها الكبيرة في الاقتصاد، حيث تؤدي دورا بارزا في توفير تمويل وإدارة السيولة، من خلال الأدوات المالية التي تعمل على نقل الأموال من أطراف الفائض إلى أطراف العجز، ولما للصكوك من دور هام في توفير التمويل اللازم للاستثمار وتنشيطه، فإن الحاجة ماسة في الواقع العملي لوجود أدوات مالية منضبطة بالشريعة الإسلامية، وذات كفاءة عالية وقادرة على مواجهة الأزمات والعديد من التحديات الذي يبقى العامل الأساسي لنجاح سوق الصكوك مستقبلا.

الفرع الأول : تحديات تطوير الصكوك

بالرغم ما للصكوك من مميزات وتوقعات لزيادة انتشارها وتطورها محليا أو دوليا، إلا أن هناك العديد من التحديات والعراقيل التي تحد من تطور سوق الصكوك، من أهم هذه التحديات نذكر⁽¹⁾:

أولاً: الاختلافات الشرعية

تواجه الصكوك حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية، وغيرهم وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، وبالتالي تراجع الإقبال عليها، وتحقيق خسائر وانخفاض في الأرباح.

ثانياً : التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية

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

ثالثاً: ارتفاع تكاليف الإصدار

على مدير الاستثمار أو مدير صندوق، وهو عبارة عن شركة أو مؤسسة مالية أو بنك، يعمل على تولي الإصدار وإدارة عمليات الاكتتاب وتغطية الإصدار... وفي هذا أيضا زيادة شبه بين الصكوك الإسلامية والتقليدية.

رابعاً: البيئة التشريعية والتنظيمية للصكوك

نقص الشفافية في بعض الإصدارات، مما دعا العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات⁽²⁾.

(1) كمال توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، ص ص 27، 28.

(2) صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 30.

خامسا: عدم وجود سوق ثانوية

مما يجعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد، وهناك مجموعة من الأساليب تؤدي الى عدم وجود سوق ثانوية لهذه الصكوك منها : قلة عدد الصكوك المطروحة، عدم وجود سماسرة وصناع سوق متخصصين في تقديم عروض طلبات مستمرة (1).

سادسا: تحديات متعلقة بالمحاكاة

بمعنى أن الصكوك مازالت تحاكي السندات التقليدية، فمثلا" الجمهور المستهدف للاكتتاب من الصكوك في الغالب هو جمهور السندات التقليدية، وعائدها هو أشبه بعائد السندات من حيث ارتباطها بسعر الليبور أو من حيث ضمان مدير الإصدار في حالة نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع أو إعطائه حوافز مربوطة بسعر الفائدة وليس مربوط بنتائج نشاط المشروع، مما يؤدي إلى أن تكون الصكوك محدود السيولة (2).

سابعا: مخاطر الصكوك

باعتبارها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك تتعرض للعديد من المخاطر الكلية والتي يتمثل مصدرها الأساسي مخاطر السوق ومخاطر تشغيله ومخاطر الانتماء (3)، وغيرها من المخاطر.

ثامنا: العرض والطلب

ما زال العرض والطلب على الصكوك يقتصر بشكل كبير على جنوب آسيا والشرق الأوسط بينما لا تزال هناك أسواق تزخر بفرص عديدة لإصدار الصكوك، لم تستغل بعد كدول شمال إفريقيا (4). بالإضافة إلى ما سبق هناك تحديات أخرى تواجه الصكوك، لا تقل شأنًا عن التحديات السابقة الذكر ومنها عدم تسجيل ملكية الأصول العقارية للصكوك رسميا باسم حملة الصكوك، مثل ما هو الحال بالنسبة للصكوك القائمة على الأصول.

(1) المرجع نفسه، ص30.

(2) زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص 168 .

(3) حكيم براضية، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص280،281.

(4) المرجع نفسه، ص280.

الفرع الثاني: الآفاق المستقبلية لسوق الصكوك

إن من أبرز أسباب الانهيارات التي حدثت في أسواق المال العالمية والإفلاسات التي لحقت بالعديد من البنوك والشركات الكبرى في العالم، ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، لهذا نادى الكثيرون بالاستفادة من ضوابط التصكيك الاسلامي، حيث أصدرت الهيئة العليا المالية الفرنسية، قرار يسمح للمؤسسات والمتعاملين في الأسواق المالية بالتعامل مع نظام التصكيك في السوق المنظمة الفرنسية (1).

فيما يخص مستقبل الصكوك، من المتوقع أن يزداد التوسع في سوق الصكوك مع ارتفاع الطلب ووجود الضوابط والمعايير الشرعية، فهناك الكثير من التقارير المتفائلة حول مصير صناعة الصكوك على المدى الطويل .

كما يتوقع ظهور شركات جديدة، تنظم عمل السوق مما يجعلها أداة مربحة لعمليات الاستثمار وعمليات التمويل، حيث أن الصكوك تعتبر بديلا للسندات التقليدية، كما أنها تعتبر تطورا جديدا للمستثمرين، الذين يرغبون في منتجات استثمارية تتوافق مع الشريعة الاسلامية .

قد وضع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية خطة مستقبلية لإنشاء "مركز التسجيل وتطوير المنتجات"، ورسالة هذا المركز هي : إيجاد البيئة المناسبة لدعم عمليات البحوث والتطوير وتحفيز جوانب الإبداع والابتكار للمنتجات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية واحتياجات العملاء، وإيجاد آلية مناسبة لحماية تلك المنتجات، وتحدد الأهداف الأساسية لهذا المركز في خمسة مجالات رئيسية هي : ثقة، بحوث، اعتماد، تطوير، تسجيل، بحيث (2) :

- **ثقة:** العمل على بناء ودعم الثقة لدى المؤسسات المالية والأفراد، بحيث تبادر البنوك الإسلامية وتكثف جهودها الابتكارية في بيئة محفزة وحامية لحقوق أصحابها، كما يتأكد العملاء من مهنية الخدمات المالية الإسلامية التي تقدم إليهم وسلامتها الفنية والشرعية.

- **بحوث:** إيجاد جو تنافسي بين الباحثين وتوجيههم نحو البحوث التي تهتم بابتكار وتطوير المنتجات المالية وتبتعد عن التقليد والإفراط في البحوث النظرية وذلك من خلال نظام تسجيل وحماية يحفظ لهم حقوقهم.

- **تطوير:** نشر ثقافة التطوير داخل صناعة الخدمات المالية الإسلامية وتحسين القدرات الابتكارية وتسهيل تبادل الخبرات ودعم الجهود الفردية، بالإضافة إلى المبادرة باستكشاف فرص التطوير وتصميم المنتجات جديدة.

(1) المرجع نفسه، ص275 .

(2) عبد الحميد فيجل: تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالي الإسلامي لرأس المال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، السنة الجامعية 2014/2015، صص176،177.

- اعتماد: وضع آليات محددة لاعتماد وتسجيل وترخيص المنتجات الجديدة ويشمل ذلك توفير الإمكانيات المادية والبشرية وصياغة نظام إجراءات الإيداع والفحص والنشر والاعتراض والترخيص.

- تسجيل: القيام بإدارة حقوق الملكية المعتمدة، بدء من عمليات التسجيل إلى متابعة دعاوى الإلغاء ودعاوى التعدي، وكذلك تقصي التجاوزات وكشف المخالفات ومساءلة المعتدين ومتابعتهم بالطرق المناسبة.

ان ما يبعث على التفاؤل حول مستقبل الصناعة المالية الإسلامية بصفة عامة ومستقبل الصكوك بشكل خاص، هو دعم البنك الإسلامي للتنمية ومساهمته الفاعلة في إنشاء ما يسمى بمؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، وتشمل البنية التحتية، المؤسسات والهيئات التالية⁽¹⁾:

1- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية

أنشأت عام 1992 بمملكة البحرين بمبادرة من البنك الإسلامي للتنمية، وهي تعنى بوضع الإطار المؤسسي، الذي يحكم عمليات الرقابة الذاتية فيما يتعلق بعملية الإفصاح وعرض البيانات المالية وتطبيق المعايير المحاسبية، التي تتناسب مع طبيعة عمل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وكذلك لضبط عمليات المراجعة بواسطة مراجعين خارجيين.

2- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف:

لاحظ البنك الإسلامي للتنمية، معاناة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في علاقتها بهيئات التصنيف العالمية التقليدية، ويرجع ذلك إما لعدم الدراية الكاملة لهيئات التصنيف التقليدية بعمليات الصيرفة الإسلامية أو لتجاهلها، إزاء هذا الأمر سعى البنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع دولة ماليزيا، وإنشأ الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، لتكون هيئة متخصصة في تصنيف البنوك الإسلامية بمعايير دولية، تكون مقبولة للمؤسسات ذات الاختصاص وقد تم ذلك في عام 2002.

3- مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

يضم في عضويته عددا من البنوك المركزية ومؤسسات النقد، أنشئ في كوالالمبور في ماليزيا عام 2002، كمؤسسة رقابية وإشرافية مقبولة عالميا، لصناعة الصيرفة الإسلامية، لتنظيم علاقاتها مع البنوك المركزية في بلدانها من جهة ومع النظام المالي العالمي من جهة ثانية.

4- مركز إدارة السيولة:

ساعد البنك في إنشاء مركز لإدارة السيولة بمملكة البحرين، كعنصر أساسي لعمل السوق المالية الإسلامية الدولية، وكنافذة لتعبئة موارد الاستثمار، من خلال أدوات مالية تتفق مع أحكام

(1) عبد الحميد فيجل : تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالي الإسلامي لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 177.

الشرعية الإسلامية، ويتولى البنك والمركز معاً إدارة إصدار صكوك لحكومة البحرين، ومن المتوقع أن تخلق هذه الصكوك دافعاً قوياً لنشاط السوق الثانوية في الدول الأعضاء.

5- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية :

عبارة عن كيان دولي مستقل لا ينشد الربح، يهدف إلى تنمية وتطور المؤسسات المالية الإسلامية ونشر المفاهيم والقواعد ذات الصلة بعمل تلك المؤسسات وتطوير الصناعة المصرفية الإسلامية بشكل عام، وقد تم إنشاء المجلس في البحرين العام 2001.

6- المركز الإسلامي للمصالحة والتحكيم:

لاستكمال منظومة مؤسسات العمل التمويلي الإسلامي، قام البنك بالتعاون مع دولة الإمارات العربية المتحدة والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في إنشاء المركز المشار إليه، وقد تم ذلك في عام 2003، ومقره دبي بدولة الإمارات العربية المتحدة وهدف المركز هو التوسط وحل المنازعات المالية والتجارية، التي تطرأ بين مؤسسات التمويل الإسلامي أو بينها وبين أطراف أخرى .

7- السوق المالية الإسلامية الدولية:

جاء إنشاء السوق سنة 2003، الذي بدل فيه البنك مجهوداً ملحوظاً كخطوة رئيسية في تحقيق التكامل والتوافق بين أعمال مؤسسات التمويل الإسلامية وتوحيد مقاييس المنتجات المالية الإسلامية، وجعل صناعة الصيرفة الإسلامية تنافسية.

خلاصة الفصل الأول:

ما يمكن استخلاصه من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل، أن الصكوك هي نتاج عملية التصكيك، هذه الأخيرة عبارة عن آلية مبتكرة، تقوم على تجميع وتصنيف الأصول غير السائلة القابلة للتصكيك، وتحويلها وفق مبادئ وقواعد شرعية إلى أوراق مالية تتمثل في الصكوك، والتي تمثل وثائق متساوية القيمة، لحصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات نشاط استثماري، تصدر على أساس عقد شرعي، لها جملة من الخصائص والمزايا، ما يميزها عن سائر الأوراق المالية، وما يجعلها بديلاً للسند الربوي، كما تم التوصل إلى أن الصكوك يجب أن تضبط بضوابط شرعية واقتصادية حتى يمكن تداولها في أسواق الأوراق المالية، حيث تمر آليات إصدارها وتداولها بعدة خطوات ومراحل، تبدأ بإعداد التصور والهيكل التنظيمي، ثم تأسيس شركة ذات غرض خاص لتمثيل المستثمرين، ثم تأتي مرحلة طرح الصكوك للاكتتاب، بعدها يتم تسويقها وآخر مرحلة تتمثل في التعهد بتغطية الاكتتاب، هذا وتصدر عدة أنواع من الصكوك حسب العقود، فمنها صكوك قائمة على عقود الإجارة، صكوك قائمة على عقود الشراكة وأخرى قائمة على عقود البيع، فندج صكوك الإجارة وصكوك المضاربة وصكوك المرابحة وغيرها، ونظراً لتنوعها إضافة إلى الإطار التشريعي لها والذي يمثل عاملاً حيوياً للتوسع في سوق الصكوك، لما يوفره من حماية وضبط المعاملات، ويتيح جذب متعاملين جدد، فقد حققت الصكوك نمواً متسارعاً وتطوراً هائلاً، مما جعلها أداة تمويلية عالمية، حيث أصبحت دول العالم تعتمد كإداة استثمارية، والتي أثبتت نجاعتها في الأزمة المالية العالمية، إلا أنها تواجه مخاطر لا بد من معالجتها لتحقيق آفاقها المستقبلية.

الفصل الثاني:

الإطار النظري لسوق الأوراق
المالية وشركات المساهمة

تمهيد :

حظيت أسواق الأوراق المالية على قدر بالغ من الأهمية من طرف الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لما تقوم به من دور هام في حشد مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية لأصحاب المشروعات المختلفة.

عادة ما يطلق على سوق الأوراق المالية بمعناه الضيق سوق رأس المال أو البورصة، لكن سوق الأوراق المالية بمفهومه الواسع يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أو النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجل، وتختلف هذه الأصول التي يجري تداولها في سوق الأوراق المالية وتتنوع بين أدوات استثمارية تقليدية، تمثل حق ملكية وأخرى تمثل مديونية، وأدوات مالية حديثة ظهرت نتيجة التطور والابتكار العلميين، والتي تعتبر في مجموعها المادة الأساسية التي تلجأ إليها الشركات ومنها شركات المساهمة لتعبئة مواردها المالية، وتمويل مشاريع جديدة أو توسيع وتجديد المشاريع القائمة بالفعل.

ضمن هذا الإطار، سيتم التطرق إلى أهم الجوانب النظرية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية وشركات المساهمة، وذلك بإلقاء نظرة شاملة عن مفهوم سوق الأوراق المالية، وأنواعه وأهم الأدوات المالية المتداولة بها، إضافة إلى التطرق لمفهوم شركات المساهمة وأنواعها من خلال المباحث التالية: **المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية**

المبحث الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية وأنواع الأدوات المالية المتداولة بها

المبحث الثالث: مفاهيم عامة حول شركات المساهمة

المبحث الأول: مفاهيم عامة عن سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية من المؤسسات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول، كونها ضرورية لجمع الأموال، وحشد الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات، مما ساهم في جذب العديد من المستثمرين، أفراداً وشركات وحكومات، وسنتناول في هذا المبحث، مفهوم سوق الأوراق المالية، مميزاتها وتقسيماتها، حيث يمكن أن نستهل بمفهوم سوق الأوراق المالية من خلال المطلب الأول:

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

قبل التطرق إلى التعريف بسوق الأوراق المالية، سنتطرق لتعريف المصطلحات ذات الصلة وهي: السوق والمال وتوضيح أهم المراحل التاريخية لتطور سوق الأوراق المالية من خلال الفروع الآتية :

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم المال لغة واصطلاحاً

1. **المال لغة:** هو كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع أو عروض أو تجارة أو عقار أو نقود أو حيوان، وجمعه أموال (1).

وقال ابن الأثير: المال في الأصل ما يملك من الأعيان، وأكثر ما يطلق المال عند العرب على الإبل لأنها أكثر أموالهم (2).

2. **المال اصطلاحاً:** هي كل ما يمكن حيازته وإحرازه والانتفاع به، والتصرف فيه تصرفاً يستقل فيه المالك (3).

ثانياً : مفهوم السوق لغة واصطلاحاً

1. **مفهوم السوق لغة:** السوق من ساق، يسوق، سوقاً وهو حدو الشيء وسميت السوق لأن التجارة تجذب إليها وتساق المبيعات نحوها وجمعها أسواق (4).

كما استعملت كلمة سوق في القرآن الكريم، ورد قوله تعالى " وقالو مال هذا الرسول يأكل الطعام ويمشي في الأسواق " (سورة الفرقان، الآية رقم 07).

(1) نورة بومدين: " الأسواق المالية في الدول الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2011-2012، ص4.

(2) ابن منظور، مرجع سابق، ص11.

(3) محمود محمد حمودة: "الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام"، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص13.

(4) مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه: "بورصات الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2009، ص10.

وقوله تعالى: "وما أرسلنا قبلك من المرسلين إلا أنهم ليأكلون الطعام ويمشون في الأسواق"(سورة الفرقان الآية 20).

2. مفهوم السوق اصطلاحاً: تعرف السوق عند الاقتصاديين بعدة تعاريف نذكر منها:

السوق بالمعنى الشامل يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري، بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي لنشوته تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري⁽¹⁾.

بناء على ما سبق يمكن تعريف السوق بأنها المجال الذي يتم فيه التقاء العرض والطلب، سواء كان هذا الالتقاء مباشر بين البائع والمشتري، أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال، وتنقسم الأسواق بصورة عامة الى نوعين : (2)

- أسواق الأصول الحقيقية: هي أسواق السلع الأساسية، كالذهب والبتروال والحديد والعقارات...الخ.

- أسواق الأصول المالية : وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية والتحوط.

ثالثاً: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعرف الأسواق الأوراق المالية بأنها:

- الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب في الاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة لأموال، لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق، شرط توافر قنوات اتصال فعالة⁽³⁾.

- هو المجال التنظيمي والفني، والذي يتم من خلاله تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فائض في الأموال إلى الوحدات التي تعاني من عجز في هذه الأموال⁽⁴⁾.

- هي السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل، كالأوراق التجارية وأذون الخزينة، والأدوات طويلة الأجل كالأسهم والسندات⁽⁵⁾.

(1) عباس كاظم الداعي: "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص118.

(2) دريد كامال شبيب: "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص48.

(3) أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام: "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 110

(4) Frederic S.Mishkin : « **the economic of money banking and financial market** », sixth edition eddison wesley, USA ,2001 ,page 3.

(5) سمير عبد الحميد رضوان : "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص21.

- سوق الأوراق المالية هي تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الحكومات أو الشركات (1).
- هي مجموعة المؤسسات أو القنوات التي يناسب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة لمن هم في حاجة الى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين (2)، وللجمع بين ما تقدم من تعريفات، يمكن تعريف سوق الأوراق المالية: بأنه ذلك الإطار التنظيمي الذي يجمع بين البائعين والمشتريين، ويتم فيه تداول أصول مالية من خلال تعبئة الفوائض المالية وإعادة توزيعها في مجالات مناسبة لتوظيف تلك الفوائض، دون إلزامية المكان.

الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها

إن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها، جاء انعكاساً للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، فنشئها كان نتيجة لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته، وساعد في ذلك التطور العلمي، ونشوء شركات ذات الفوائض المالية، إذ سعت تلك الشركات إلى استثمار تلك الفوائض، من خلال تلك الأسواق (3)، وارتبط ذلك بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصراف (4).

عموما مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً، بعدة مراحل يمكن تلخيصها بالآتي (5) :

- المرحلة الأولى:

تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة، ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ. مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وأدى ذلك بدوره إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، أصبح الفرد يعجز عن تمويلها، ولجأ إلى البنوك للاقتراض.

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص48.

(2) فريد مشري: "علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2007-2008، ص40.

(3) عباس كاظم الدعي : مرجع سبق ذكره، ص ص 114،115.

(4) دريد كامل آل شبيب : مرجع سبق ذكره، ص34.

(5) حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، محفوظ أحمد جودة: "الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2012، ص ص14،15.

- المرحلة الثانية:

تتميز هذه المرحلة، ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتمتع بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، وأصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

- المرحلة الثالثة:

ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل، مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية، وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ.

أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل، لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

- المرحلة الرابعة:

ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول، ويعتبر هذا بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

- المرحلة الخامسة:

اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة، وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل، مثل الأسهم والسندات.

المطلب الثاني : مميزات سوق الأوراق المالية وشروط إنشائها

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق المالية، وتزيدها أهمية، لذا يتطلب تكوينها توفر شروط ومقومات معينة، سيتم تناولها في هذا المطلب.

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية مجموعة من الخصائص، نذكرها في النقاط التالية: (1)

- الأوراق المالية: تمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق؛
- المتعاملون: وهم البائعون والمشترون، السماسرة، المؤسسات، الهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية، فالسوق تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين (2)؛
- المعلومات: وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع، أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرقبين، وهذا ما يجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه (3)؛
- سهولة تنفيذ الصفقات: (نقل الملكية بيعاً وشراءً من مستثمر إلى آخر)، والمرونة في الإجراءات التي تتعلق بإنجاز تنفيذ الصفقات؛
- تنوع الأوراق المالية: من حيث النوع والكم داخل السوق المالي وتنشيط عمليات التداول (4)؛
- التكامل مع البورصات الأخرى : واستخدام تقنيات متطورة للتواصل معها، فيما يتعلق بتوفير البيانات والمعلومات وانجاز الصفقات وتسهيل مهمة الوساطة المالية.

الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية

ترجع أهمية سوق الأوراق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها بالآتي (5) :

1- تمويل خط التنمية الاقتصادية : حيث تحتاج عملية التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من لجوء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي تقوم بطرح

(1) نبيل خليل طه سمور : "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في

إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، ص28.

(2) حسني علي خربوش وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص16.

(3) المرجع نفسه، ص16.

(4) دريد كامل آل شبيب: مرجع سبق ذكره، ص41.

(5) المرجع نفسه، ص 41.

مشاريعها التنموية في أسواق الأوراق المالية المنظمة، بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب.

2- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها:

- مشاكل التضخم ؛
- مشاكل المخاطرة ؛
- إضافة إلى أن هذه القروض غالباً ما تعطى بكميات محددة، وفقاً للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

3- تساعد سوق الأوراق المالية على منح القروض بشروط مناسبة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

4- كثيراً ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية، أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

5- تساهم في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات، وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء (1).

6- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسارة أو عناء.

7- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال، لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.

الفرع الثالث: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية

يتطلب لتكوين سوق الأوراق المالية، توفر عدة شروط ومقومات يمكن تمييز نوعين منها الأولى الأساسية والثانية سائدة، يمكن إجمالها وفق الآتي: (2)

أولاً : المقومات الأساسية

سميت بالمقومات الأساسية، لأنها تمثل بيئة سوق الأوراق المالية وأعمدة إنشائها، وهي تتضمن العناصر التالية:

(1) نبيل خليل طه سمور: مرجع سبق ذكره، ص 30.

(2) ارشد فؤاد التميمي: " الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص ص 26، 27.

- 1- مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية القائمة، والتنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية والنقدية وقوانين تنظيم وتشجيع الاستثمار والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات.
- 2- فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص، وعدم وجود قيود وحواجز تمنع نقل رأس المال والمدخرات والثروات.
- 3- توفر المؤسسات المالية الوسيطة، حيث تؤدي هذه المؤسسات دورا فعالا في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها وخلق الفرص الاستثمارية، وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية من الإصدارات الجديدة⁽¹⁾.
- 4- أدوات استثمار متنوعة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين، وبشكل يزيد من عمق واتساع السوق المالي.
- 5- حجم مناسب من الادخارات القابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة.

ثانيا : المقومات المساندة

- سميت بالمقومات المساندة، لأن توفرها يساعد على تطور ونضوج السوق المالي وزيادة فعاليته وكفاءته، من هذه المقومات:
- 1- هيكل مؤسسي فعال ومتكامل: يتمثل في وجود هيئة رسمية (حكومية)، تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المدرجة، وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق⁽²⁾.
 - 2- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: إن تكوين الشركات وطرح السندات لا بد أن يصحبه إعلان مناسب، حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله وحتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين، فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات⁽³⁾.
 - 3- تشريعات واضحة لآلية التداول والمتاجرة في السوق، بشكل تظفي صفة المنافسة ومنع الاحتكار وضمان أرضية خصبة للعرض والطلب.

⁽¹⁾ بوشنافة الصادق، موزاوي عائشة : " مكانة الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الافتراضي - عرض تجارب لأسواق مالية إسلامية"، بحث مقدم في

إطار فعاليات الملتقى العلمي الدولي حول (الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية) جامعة المدية، الجزائر، ص08.

⁽²⁾ مرجع نفسه، ص9.

⁽³⁾ حسني علي خريوش وآخرون : مرجع سبق ذكره، ص21.

4- تشريعات وأحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب وبشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام، ويعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيئاته.

5- اعتماد معايير المحاسبة الدولية عند تنفيذ الأنظمة المحاسبية، ووجود شركات ومكاتب محاسبة وتدقيق كفؤة وملتزمة بأخلاقيات المهنة⁽¹⁾.

المطلب الثالث: أنواع أسواق الأوراق المالية

تتنوع أسواق الأوراق المالية إلى عدة أنواع تمارس نشاطها في دول مختلفة وهذا ما سوف نوضحه في هذا المطلب من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: تصنيفات سوق الأوراق المالية

هناك أكثر من وسيلة لتصنيف أسواق الأوراق المالية، ولكل وسيلة معيارا محددا للتصنيف، فعلى صعيد حقوق المستثمرين تصنف الأسواق إلى⁽²⁾:

أولا : سوق ذات الدخل الثابت:

بموجب هذه الأسواق تمثل الأدوات التزاما ثابتا على الجهة المصدرة للأصل المالي، هذا الالتزام دوري ومنتظم ونسبته ثابتة من قيمة الأصل المالي، يطلق عليها بأسواق المديونية، آجال هذه الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل.

ثانيا: أسواق الملكية

تمثل أدواتها مشاركة في رأس المال، والمتعارف عليها بين المستثمرين بأسواق الأسهم، حيث تمثل حقوق المستثمرين بأدوات السوق بالفضلة.

يصنف البعض أسواق الأوراق المالية وفق معيار الاستحقاق، وتقسم إلى:

- سوق النقد

إذا كانت الأدوات المالية ذات استحقاق قصير وتتمتع بقابلية تسويقية، من أمثلة أدواتها: أدوات الخزينة والأوراق التجارية...الخ.

- سوق رأس المال

إذا كانت الأدوات المالية ذات استحقاق طويل الأجل.

سنعتمد في تصنيف أسواق الأوراق المالية، طبقا للأسس الأكثر شيوعا حسب هذا التصنيف الاستحقاق، على الرغم من حدوث تداخل بين الأنواع المختلفة من هذه الأسواق، إذ أن لكل نوع من

(1) دريد كامل آل شبيب : مرجع سبق ذكره، ص39

(2) ارشد فؤاد التميمي: " الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، مرجع سبق ذكره، ص ص 28،29.

الأنواع آلياتها وأفرعها الداخلية التي تتميز بسماتها وخصائصها وأدواتها في السياسات الاستثمارية، لكنها في الوقت نفسه مترابطة ووثيقة ببعضها الآخر.

الفرع الثاني: سوق النقد

أولاً : ماهية سوق النقد

هي السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن السنة، سواء كان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أو من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة كشهادات الإيداع القابلة للتداول وسميت هذه السوق، بسوق النقد لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو لمجموع الأمرين⁽¹⁾، ويسهل سوق النقد عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة، من خلال أصول قصيرة الأجل، فهو يمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل⁽²⁾.

من مواصفات سوق النقد، أنها لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، بل أنها تشكل مجموعة المصاريف بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً، لذا فإنها تتميز بطابع المرونة، والسيولة العالية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان⁽³⁾.

ثانياً : أهمية سوق النقد

تكتسب سوق النقد أهمية كبيرة في توفير الائتمان قصير الأجل، وتكمن هذه الأهمية في⁽⁴⁾ :

1- خلق منافذ لاستهلاك الأموال الفائضة للبنوك مؤقتاً، مما يساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي ثابت.

2- توفير السيولة للنظام المصرفي، إذ يمكن للبنوك توظيف أموالها بشكل سائل وقانوني.

3- مواجهة زيادات الإنفاق الحكومي عن الإيرادات، بطرح أذون الخزانة للاكتتاب⁽⁵⁾.

4- تمكن البنك المركزي من ممارسة وظيفة الرقابة على الائتمان.

(1) مبارك بن سليمان آل فواز : "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010، ص7.

(2) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص142.

(3) المرجع نفسه، ص143.

(4) محمد ابراهيم الشبلي، طارق ابراهيم الشبلي: "مقدمة في الأسواق المالية والنقدية"، دار النفائس، عمان، الأردن، 2000، ص32.

(5) محمد مطر : "إدارة الاستثمارات"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004، ص 198.

5- تمثل السوق النقدي الإطار العام لرسم السياسات النقدية للبلد، والسيطرة على عرض النقد⁽¹⁾.

ثالثاً : مكونات سوق النقد

حسب نوع العمليات ينقسم سوق النقد إلى فرعين هما⁽²⁾ :

1- سوق القروض القصيرة الأجل :

تتم في هذه السوق الطلبات والعروض قصيرة الأجل، التي تتراوح فترة استحقاقها بين أربعة وعشرين ساعة لتصل حتى سنة كاملة، المتعاملون فيها هم أصحاب الشركات أو الأفراد من جهة والبنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية المتخصصة في منح الائتمان قصيرة الأجل من ناحية أخرى.

2- سوق الخصم :

فيه يتم خصم الأدوات المالية قصيرة الأجل ومن أمثلتها، الكمبيالات، أنونات الخزنة، القبولات المصرفية.

الفرع الثالث: سوق رأس المال

أولاً: ماهية سوق رأس المال

هي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كالأسهم⁽³⁾، والغرض الأساسي من هذه السوق هو تحويل المدخرات إلى استثمارات⁽⁴⁾، وسميت بسوق رأس المال، لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات، لتكوين رأس المال في مشروعاتهم الإنتاجية⁽⁵⁾.

ثانياً : أهمية سوق رأس المال

تتبع أهمية هذه السوق من خلال الآتي⁽⁶⁾:

1- تعد الوسيلة الأساسية التي تمكن المدخرين من توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

(1) ارشد فؤاد التميمي: " الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، مرجع سبق ذكره، ص60.

(2) السيد عبد القادر متولي: "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص94.

(3) مبارك بن سليمان آل فواز: "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص7.

(4) سمير عبد الحميد رضوان: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص24.

(5) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص40.

(6) عباس كاظم الدعي، مرجع سبق ذكره، ص146.

2- يساعد وجود سوق رأس مال على تلاقي الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقد.

3- منح قروض بتكلفة مناسبة مقارنة بالاقتراض الخارجي.

4- تقوم بدور حيوي في تطوير منشآت الأعمال ونموها كونها تمثل قناة تدفق الأموال، التي تمثل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل في هذه السوق.

5- إضفاء صفة العمق والاتساع للأدوات المصدرة في السوق، وتوفير عنصر المرونة النسبية لها⁽¹⁾ لأن تنظيم هذه الأسواق يزيد من سرعة تداول الورقة المالية، فضلا عن أنها توفر استمرارية وقيمة عادلة للورقة المالية.

6- التعامل بالعملات القابلة للتحويل، يسمح لسوق المال بالتحول من سوق إقليمية إلى دولية.

ثالثا : مكونات سوق رأس المال

تتكون أسواق رأس المال من السوق الحاضرة والسوق المستقبلية، ويمكن تحديد أنواعها من حيث شروط التداول فيها إلى عدة أسواق هي كما يلي⁽²⁾ :

1- الأسواق الحاضرة أو الفورية

تعرف هذه الأسواق بالسوق الحاضرة أو الفورية، لإمكانية انتقال حقوق الملكية فورا من البائع للورقة المالية إلى المشتري لها، بعد دفع قيمتها واستلامها من لدن البائع، وبعد أن تم الاتفاق على شرائها الأسهم والسندات والأوراق التجارية طويلة الأجل⁽³⁾.

تنقسم الأسواق الحاضرة من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين إلى أسواق أولية وأخرى ثانوية⁽⁴⁾.

أ- الأسواق الأولية (أسواق الإصدار) :

هي السوق التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة، إذ تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب فيها⁽⁵⁾، وقد يتم التعامل مع الإصدارات الجديدة للأدوات المالية إما بالمزاد المفتوح

(1) أرشد فواد التميمي: "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، مرجع سبق ذكره، ص 92.

(2) دريد كامل آل شبيب: مرجع سبق ذكره، ص 50.

(3) منير ابراهيم هندي: "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، المعارف للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 481.

(4) عباس كاظم جاسم المدني: "أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008، ص 84.

(5) منير ابراهيم هندي: "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 481.

حيث يدفع المستثمرون الأسعار أو بالاكتتاب بواسطة المصارف أو بالاكتتاب العام الذي يقوم من خلاله المستثمرون بشراء الأدوات الصادرة مباشرة⁽¹⁾.

وتنقسم الأسواق الأولية بدورها إلى⁽²⁾ :

- سوق التمويل المباشر: وهي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية، التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق (السماسرة والمتاجرين) ومن دون تدخل الوسطاء.
- أسواق التمويل غير المباشرة : وهي تلك الأسواق التي تتضمن جميع المعاملات، التي تتم من خلال الوسطاء الماليين، الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من السوق الأولية من المقترضين ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية من طرف آخر (أي أن سوق التمويل غير المباشر يتعامل في السوقين الأولية والثانوية، ويتدخل الوسطاء الماليون).

ب- الأسواق الثانوية (أسواق التداول) :

يتخصص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية، التي تم إصدارها أو طرحها في السوق الأولية، أي بعد توزيعها مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتحققة (كبنوك الاستثمار)⁽³⁾.

وتنقسم الأسواق الثانوية إلى ما يلي⁽⁴⁾:

- السوق المنظم (البورصة) : ويطلق عليها أيضا سوق المزاد، والسوق الرسمية، وهي المكان الذي تتبادل فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا أنه يمكن أن تداع فيه الإصدارات الجديدة أيضا⁽⁵⁾، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات)، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط هذا السوق التعامل في الأوراق المالية المسجلة لديه.
- السوق غير المنظمة (الموازي): هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير مستوفية لشروط الإدراج في البورصة، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية في هذه السوق ويقوم بمهمة التداول الوسطاء الماليون، البنوك وشركات الاستثمارات المالية ويتصف هذا السوق بالديناميكية العالية والمرونة الكبيرة.

(1) هويشار معروف : "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص61.

(2) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص147.

(3) مرجع نفسه، ص 148.

(4) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص54،55.

(5) مبارك بن سليمان آل فواز : " الأسواق المالية من منظور إسلامي "، مرجع سبق ذكره، ص8.

- **السوق الثالث:** تتكون السوق الثالثة من بيوت السمسرة غير أعضاء الأسواق المنظمة، وتمثل هذه البيوت أسواق مستمرة ودائمة لشراء الأوراق المالية أو بيعها، وبأية كمية مهما كبر حجمها أو صغر، أما المتعاملون في هذه السوق، فهم عبارة عن مؤسسات استثمارية كبيرة من حيث رأس مالها، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلون في السوق المنظمة. (1)

- **السوق الرابعة:** يقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد، الذين يتعاملون فيما بينهم مباشرة ومن دون وساطة بينهما في شراء وبيع الأوراق المالية، وبيعها في طلبات كبيرة، إذ يتم التعامل فيها من خلال شبكة الاتصال إلكترونية. (2)

- **الأسواق المالية الاحتكارية:** هي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تحدد الجهة المصدرة سعر تداولها إذ تحتكر تلك الجهات عملية الإصدار وتسعيرة الأداء المصدرة.

تجدر الإشارة هنا، أنه لا يمكن فصل هذه الأسواق عن بعضها بشكل قطعي، حيث أن السوق الرابع يشكل جزء من السوق الثالث، باعتبارهما غير منظمين، ويشكلان حلقة وصل بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، كما يمكن التعامل بالأوراق المالية المتداولة في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة. (3)

2- الأسواق الآجلة :

تعد الأسواق الآجلة من مظاهر التطور الحديث في الأسواق المالية الدولية، ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وأسواق المشتقات المالية، وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات المالية المشتقة من الأدوات المالية محل العقد. (4)

تنقسم الأسواق المالية الآجلة بدورها إلى :

سوق العقود المستقبلية، سوق عقود الخيارات وسوق عقود المبادلة.

الشكل التالي يضم مختلف التقسيمات لسوق الأوراق المالية وهو التقسيم الأكثر شيوعاً.

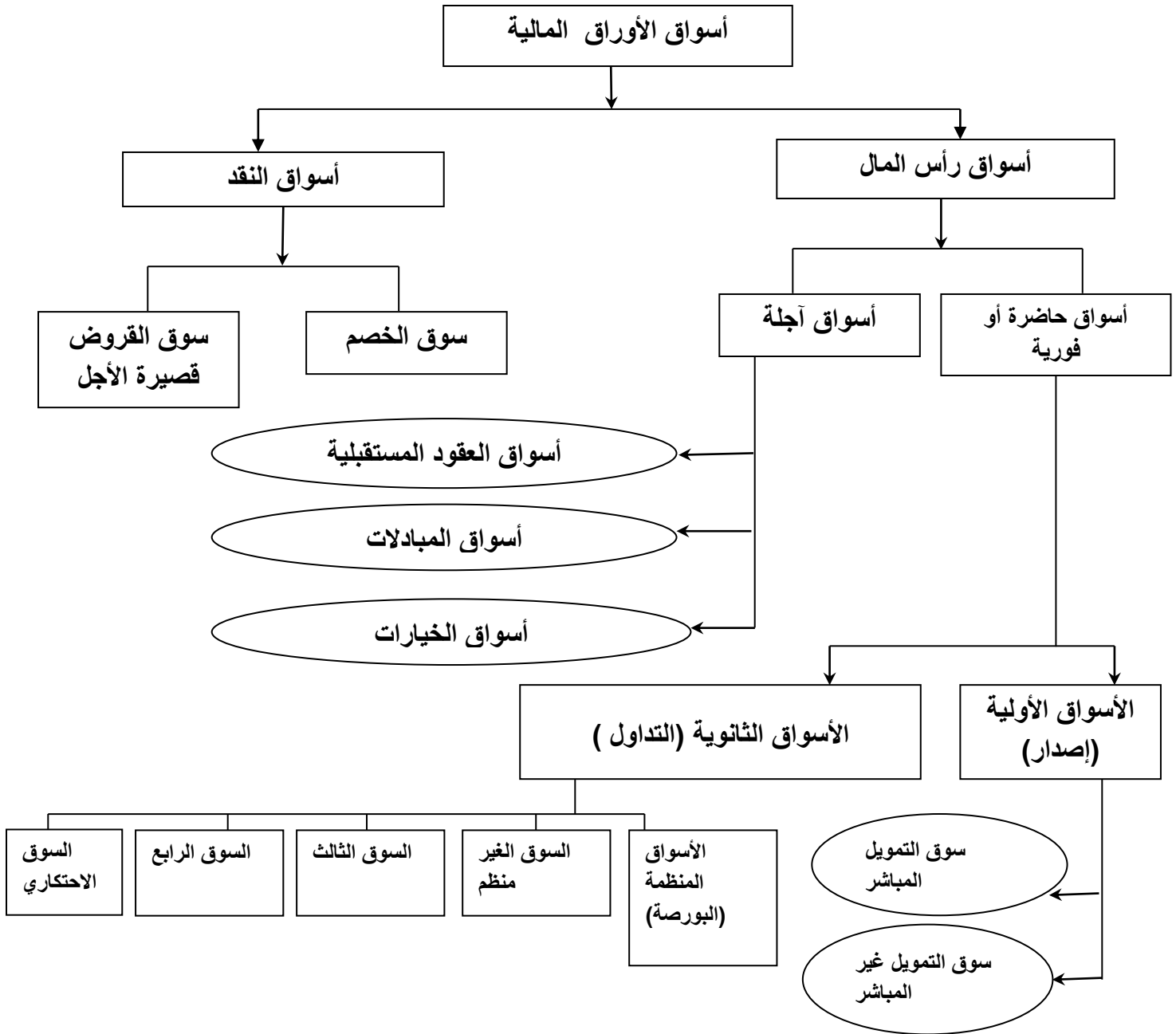
(1) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 150.

(2) المرجع نفسه ص 150.

(3) مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان: " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة "، مرجع سبق ذكره، ص 27.

(4) نورة بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 13.

الشكل رقم (17) : التقسيم الأكثر شيوعاً لسوق الأوراق المالية



المصدر من إعداد الطالبة اعتماداً على:

- دريد كامل آل شبيب: "السوق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص47.

المبحث الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية وأنواع الأدوات المالية المتداولة فيها.

شهدت سوق الأوراق المالية، تطورات على صعيد بنيتها وتنظيمها ووظائفها، فهي تضم العديد من المتعاملين الأساسيين والأطراف المشاركة الذين يشكلون الركائز الأساسية فيها، فسوق الأوراق المالية هو مقياس يكشف عن حركة الاستثمار والادخار، فالوحدات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا، وفي الوقت نفسه، فإن الوحدات المنتجة بحاجة دائما إلى المصادر المالية، التي تعينها على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية، وتعتبر الورقة المالية هي السلعة التي تتمحور حولها هذه الحركة، وللتحكم في توجيه سلوك المتعاملين في الأوراق المالية لابد من وجود أطر وضوابط منظمة للتعامل.

في إطار هذا المبحث، سنتطرق إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: أركان ووظائف سوق الأوراق المالية

إن المؤسسات المتعاملة في السوق مجتمعة، تقوم بدور فعال في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية بين أطرافها، وتساعد بشكل كبير في تحقيق المهام أو الوظائف التي أوكلت لها هذه الأسواق، وهذا ما سوف نبينه في هذا المطلب.

الفرع الأول: أركان سوق الأوراق المالية (المتعاملون)

تتضمن أسواق الأوراق المالية ثلاثة أركان رئيسية:⁽¹⁾

أولا: الركن الخاص بفئة المقرضين أو المستثمرين:

تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية، نقصد بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية ويقصد بالمؤسسات المالية هي البنوك وبيوت السمسة، وشركات الاستثمار، القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير أو بعبارة أخرى تعود عليهم بعوائد عالية وبمخاطر ضئيلة.

يتمتع المستثمرون التأسيسيون الذين يقومون بعمليات تسيير الفوائض المالية، بوفرات مالية معتبرة، تجعلهم من الأطراف الفاعلة في أي سوق يدخلون إليها، والحركية التي يعيشون بها تداول الأوراق المالية⁽²⁾.

(1). حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 24، 25

(2) Fleuriet Michel, Simon Yves : « **Bourse et marché financier** », economica, 2^{ème} édition, Paris, Page203.

ثانياً: المقترضين أو المصدرين

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة، بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة استثمارية أو شركة مساهمة... الخ، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر، حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقداً مبرماً بين المقرض (المؤسسة المالية) والمقترض (الفرد).

حيث كانت الحكومات أول السابقين إلى إصدار الأوراق المالية بتشكيل الدين العمومي، ولكن في اليوم الحاضر أصبحت الشركات الخاصة كذلك من بين المصدرين الأكثر نشاطاً في السوق المالي (1).

وتنقسم إصدارات الأوراق المالية إلى (2):

- إصدارات خاصة وإصدارات حكومية؛
- إصدارات أولية وإصدارات موسمية؛
- إصدارات دين وإصدارات ملكية؛
- إصدارات مسجلة (إسمية) وإصدارات لحامله؛
- إصدارات مضمونة وإصدارات غير مضمونة؛
- إصدارات محلية وإصدارات أجنبية أو دولية.

ثالثاً: الوسطاء أو الوكلاء

تنتقل الإصدارات من الأدوات المالية إلى السوق عبر وسطاء ماليين، وتشكل عموم المؤسسات المالية والمصرفية هيكل الوساطة في سوق الأوراق المالية، هذا بجانب جمعيات و وحدات مالية، تقوم بعرض وتسويق الإصدارات إلى عموم المستثمرين، بالإضافة إلى دورها في تخفيض المخاطر وتوزيعها وتقديم خدمات استشارية (3).

يمكن تصنيف المؤسسات المالية العاملة في ميدان الوساطة المالية إلى عدة مجموعات نذكر منها : البنوك التجارية، مصارف الادخار و وحدات الائتمان، شركات التأمين، صناديق التقاعد، السماسرة وغيرهم... (4).

من خلال الشكل التالي، يمكن توضيح اللاعبين الرئيسيون في سوق الأوراق المالية:

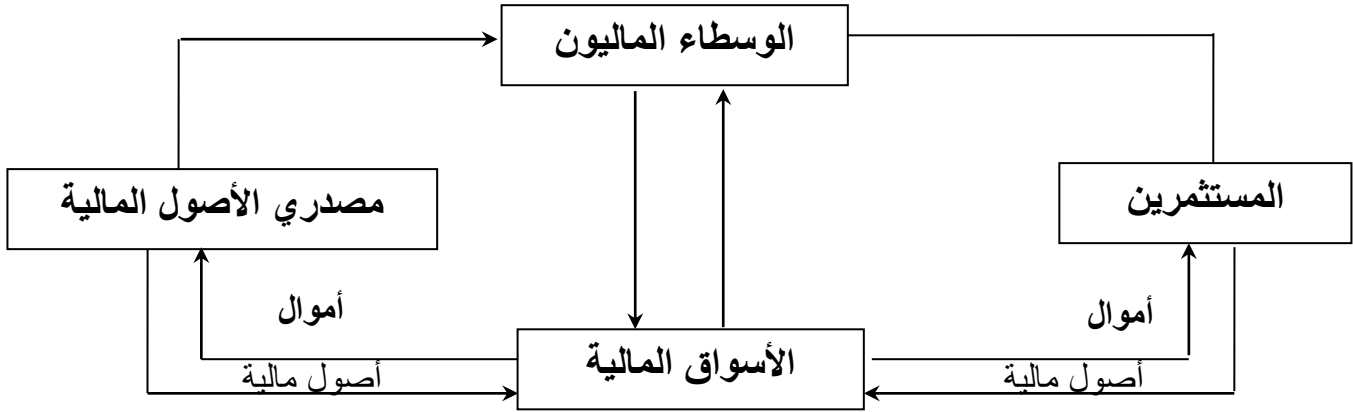
(1) محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 10.

(2) حسني خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص (26-29).

(3) أرشد فؤاد التميمي: "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، مرجع سبق ذكره، ص 23.

(4) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 131.

الشكل رقم 18 : اللاعبين الرئيسيون في سوق الأوراق المالية



من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- أرشد فؤاد التميمي: "الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2012، ص 22.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية وظائف تفسر وجودها وأهميتها، من خلال هذه الوظائف يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية، وتحقيق التوازن في توزيعها، ومن أهم هذه الوظائف⁽¹⁾:

أولاً : تعبئة الادخارات

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها التمويل من الوحدات التي تحقق فائضا إلى الوحدات التي تعاني عجزا، أو المواءمة ما بين القطاعات المدخرة، والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال، وهي بذلك تعد وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد.

ثانياً : مخزن للثروة

يظهر دور الأسواق المالية بتوفير أشكال أخرى، للاحتفاظ بالثروة المتمثلة في جميع الأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق (أسهم بأنواعها وسندات مختلفة)، على الرغم من أن النقود تتمتع بصفة السيولة التامة، لكنها لا تعد أفضل مستودع للقيمة أو أفضل شكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة

⁽¹⁾ المرجع نفسه، ص 121.

فأسواق الأوراق المالية تعمل بدور مخزن ومستودع للقيمة والثروة، إضافة إلى أنها تساعد على ترصيد قاعدة رأس المال والتخصيص العادل والكفاء للموارد⁽¹⁾.

ثالثا : توفير السيولة

توفر هذه الأسواق الفرص لتحويل النقود إلى أشكال مالية للاحتفاظ بها، وفي الوقت نفسه فهي توفر الفرص لأصحاب الثروات المالية، لتحويل موجوداتهم من الأوراق المالية إلى نقود في أي وقت يحتاجون فيه لسيولة أكبر وبسرعة مع انخفاض تكلفة التحويل.

فالتعامل في سوق الأوراق المالية، يتم عن طريق مدخرات الأفراد والمؤسسات وشركات الاستثمار، التي تكون في شكل أسهم وسندات، والتي يمكن للمستثمر أن يقوم بتسييل أوراقه المالية في أي وقت متى شاء⁽²⁾.

رابعا: تحويل الخطر

توفر السوق الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا، من خلال شروط الإدراج لأسهم الشركات في سوق الأوراق المالية، ومراقبة عمليات تداول الأوراق المالية وإيجاد أدوات التحوط ضد المخاطر، كالمشتقات المالية مثلا⁽³⁾.

وتعتبر هذه الوظيفة أكثر الوظائف أهمية للسوق، من خلال توفيرها الحماية للعديد من الأعمال إزاء المخاطر المالية، إذ تسهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة، من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراقا مالية متنوعة لقطاعات مختلفة ومنشآت عديدة مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر.

خامسا : العدالة في تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية

يرى بعض الاقتصاديون، وخبراء التمويل والاستثمار في الأسواق المالية أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار، يعتبر مؤشرا لقوة أو ضعف الاقتصاد الوطني أو لقطاع من قطاعاته⁽⁴⁾.

فبما تمتلك هذه الأسواق من أجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة، التي تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد، مما يترتب عليه سعرا عادلا للبائع، حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطرا بخسارة فعلية البيع والشراء، تكشف عن السعر الحقيقي للأوراق المالية لتوافر شروط السوق الكاملة بها.

(1) أرشد فؤاد التميمي: "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، مرجع سبق ذكره، ص 26.

(2) عبد الوهاب علي سعيد مكي: "تمويل المشروعات في ظل الإسلام"، دار الفكر العربي، الكويت، 1979، ص 110.

(3) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 42.

(4) سمير عبد الحميد رضوان: "أسواق الأوراق المالية"، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص 34.

إلى جانب هذه الوظائف هناك وظائف أخرى يمكن أن نعرض بعضها كما يلي (1) :

أ- جذب المستثمرين من خارج البلد للمساهمة في المشاريع الكبيرة، مستفيدين بذلك من مفردات مظاهر العولمة في الانفتاح واستخدام تقنيات البيانات وتكنولوجيا المعلومات.

ب- سد الفجوة التمويلية للمشاريع والناجمة عن عزوف البنوك عن تمويلها، وتوفير السيولة وتخفيض التمويل قصير الأجل.

ت- المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدولة، من خلال دخول البنك المركزي إلى السوق والتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية.

المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

إن قيام علاقة تمويلية يتطلب وجود مستند لتوثيق الحقوق والالتزامات، وتختلف هذه المستندات طبقاً لطبيعة العلاقة التمويلية، مما ينتج عنه مجموعة من الأدوات المالية.

في إطار هذا المطلب سنتطرق للأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية التقليدية منها والحديثة.

الفرع الأول : مفهوم الأدوات المالية وتصنيفاتها

أولاً : معنى الأدوات المالية

ليست كل المستندات التي تحرر لتوثيق العلاقات التمويلية، تسمى أدوات مالية، لأن العرف يقصرها فقط على ما يمكن تداوله أو تسويله قبل ميعاد الاستحقاق، الأمر الذي يجعل البعض يقرر أن مصطلح الأدوات المالية مرادف لمصطلح الأوراق المالية.

فالأدوات المالية أو التمويلية، هي محررات مكتوبة تثبت حق مقدم التمويل لدى طالبه هذا الحق الذي يحدد حسب نوع العلاقة التمويلية (2).

ثانياً : خصائص الأدوات المالية

تتميز الأدوات المالية بجملة من الخصائص أهمها:

1- قابلية التحول إلى نقود: تستخدم بعض الأدوات المالية كوسيلة للتبادل ولتسوية المدفوعات، يجعلها ترقى لمرتبة النقود، وهي تمثل السيولة الحالية أو الفورية، وثمة أنواع أخرى تقل

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 42.

(2) محمد عبدالحليم عمر : " الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي"، بحث مقدم إلى ندوة " الصناعة المالية الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة المنعقدة بالإسكندرية الأيام (15 - 18) أكتوبر 2000، ص 13.

- درجة سيولتها وتحولها إلى نقود، لتحمل تكلفة أقل وأدنى خطر ومن أمثلتها الودائع الادخارية، وكلما زادت درجة قرب الأصل المالي من النقود، كلما زادت رغبة المستثمرين في اقتناؤه⁽¹⁾.
- 2- **القابلية للتجزئة أو التقسيم حسب فئات الاصدار:** ترتبط خاصية القابلية للتجزئة بالأثر على مستوى تسهيل الأصل المالي أو تحويله الى نقود، أي امكانية التدرج في فئات اصدار الأصل المالي إلى وحدات نقدية، فتزيد رغبة المستثمرين في طلب الأصل المالي كلما زادت درجة قابليته للتجزئة⁽²⁾.
- 3- **العائد الدوري:** هو توزيعات الأرباح المدفوعة لحامل السهم أو مدفوعات الكبون على السندات ممثلة في الفائدة، بينما يعكس العائد الكلي مجموع كل من العائد الدوري والأرباح أو الخسائر الرأسمالية التي قد تتحقق خلال الفترة على الورقة المالية، ويمثل معدل العائد بعد الضريبة أقوى حافز لاقتناء الأصل لأنه يعكس قيمة الاضافة إلى ثروة المستثمر⁽³⁾.
- 4- **فترة الاستحقاق:** هو الوقت المستغرق بين تاريخ اقتناء الورقة المالية وأجل سداد المدفوعات النهائية، أو تاريخ طلب مالك الأصل المالي لتسييله، وتتنوع آجال استحقاق الأدوات المالية من أربعة وعشرون ساعة إلى عدة عقود.
- 5- **السيولة:** يقصد بها سهولة تحويل الأداة المالية من أصل مالي غير نقدي إلى نقود جاهزة يمكن التصرف فيها، بمعنى الشراء أو البيع بسرعة وبسعر قريب من سعر البيع السابقة للأداة المالية، مع فرض عدم ولوج معلومات جديدة إلى السوق⁽⁴⁾.
- 6- **الخطر وعدم التأكد:** ان نسبة الخطر المتوقع لأي أصل مالي تتمثل في عدم التأكد للعوائد النقدية الخاصة به، وثمة فرق بين الخطر وعدم التأكد، يتمثل في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق العوائد النقدية المستقبلية، فالخطر عندما تتوفر معلومات تاريخية تساعد متخذ القرار على وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المتوقعة للأداة المالية، وعدم التأكد يتصف بالموقف الذي لا تتوفر فيه المعلومات التاريخية لمتخذ القرار تساعده على وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية للأداة المالية⁽⁵⁾.

(1) عاطف وليم اندراوس: "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006، ص 60.

(2) منير ابراهيم هندي: "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2006، ص 355.

(3) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص، ص 60، 62.

(4) زكريا سلامة عيسى شنطاوي: " الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر،

الأردن، 2009، ص 56.

(5) منير ابراهيم هندي: " الأوراق المالية وأسواق المال"، مركز دالتا للطباعة الاسكندرية، مصر، 2012، ص 223.

ثالثاً: أهمية الأدوات المالية

تحقق الأصول المالية بنوعها الإسلامية والتقليدية بعض المزايا ومنها⁽¹⁾ :

- 1- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية، ومعدل دورانها من خلال توسيع حجم أعمال المنشآت دون الحاجة لزيادة حقوق الملكية.
- 2- خفض مخاطر الائتمان من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- 3- إنعاش سوق الديون الراكدة، وتنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات مثل العقارات والسيارات.
- 4- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع المعروض فيها بمنتجات مالية وتنشيط سوق تداول السندات.

رابعاً: تصنيف الأدوات المالية (الأوراق المالية)

يمكن تصنيف الأوراق المالية بطرائق عدة⁽²⁾ :

- أ- من حيث الأهمية: تصنف إلى أوراق مالية، تمثل ملكية الأسهم (العادية)، وأوراق مالية تمثل مديونية (السندات وما شابهها) وهناك الأسهم الممتازة التي تعد هجيناً من الأسهم العادية والسندات.
- ب- من حيث الاستحقاق: تصنف إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل.
- ث- من حيث التداول: تصنف الأوراق المالية على أساس السوق الذي يتم فيه التعامل بهذه الأوراق وهي (سوق النقد وسوق رأس المال).

الفرع الثاني : الأدوات المالية التقليدية

من بين الأدوات المالية التقليدية، تلك التي يتم تداولها في سوق رأس المال وأخرى تتداول في سوق النقد، وتعتبر من أدوات المالية التقليدية القديمة، لظهورها مع بداية نشأة أسواق الأوراق المالية.

أولاً: الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق رأس المال

إن الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال هي أدوات طويلة الأجل، تنقسم من حيث مهمتها إلى أوراق مالية تمثل حق الملكية، وأوراق مالية تمثل حق مديونية، وتندرج تحت هذين التقسيمين عدة أنواع من الأوراق المالية، سيتم التطرق إليها بشكل من الإيجاز كالآتي :

⁽¹⁾ سامر مظهر القنطجعي: " فقه الابتكار المالي بين التثبيت والتهاوت "، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، الطبعة الثانية، 2016، ص ص 76، 77، على الموقع الإلكتروني :

www.kantakji.com (consulté le 02/05/2017 à 21.00)

⁽²⁾ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 154.

1. الأسهم :

1-1- تعريف السهم:

- السهم بمعناه اللغوي: الحظ، النيل، القدر الذي يقارع به أو يلعب به في الميسر⁽¹⁾، ويجمع السهم على أسهم وسهام وسهمان، يقال: أسهم بينهم أي أقرع، أسهم له: أعطاه سهمًا أو أكثر⁽²⁾.

- السهم بمعناه الاصطلاحي: هو أحد أنواع القيم المتداولة تسمح للمشروعات الخاصة التي تمارس نشاطها من خلال شركة المساهمة بالحصول على المدخرات المالية عبر المشاركة برأس مالها⁽³⁾.

- السهم عبارة عن الحصة الواحدة التي تكون للمساهم في الشركة ويتم قياسها بمبلغ معين وذلك لغايات تحديد المسؤولية وكذلك الحصول على المنفعة فيما بعد⁽⁴⁾.

- السهم هو جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأسمالها عند تأسيس الشركة إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهمًا ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له⁽⁵⁾.

- الأسهم هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها وتخول له ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الأرباح⁽⁶⁾.

من خلال التعريفات السابقة، يمكن القول بأن السهم هو ورقة مالية تمثل نصيب المساهم في رأسمال شركة، وتعطى لحماله إثباتًا لحقه، وهذه الورقة قابلة للتداول بالطرق التجارية وغير قابلة للتجزئة.

1-2- خصائص السهم: تتميز الأسهم بعدة خصائص أهمها⁽⁷⁾ :

أ-تساوي مسؤولية الشركاء: بمعنى أن مسؤولية الشركاء مقسمة عليهم بحسب قيمة السهم، فلا يسأل الشريك عن ديون الشركة، إلا بحسب أسهمه التي يملكها.

⁽¹⁾ يوسف بن عبدالله الشبلي: "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتتة على النقود والديون وضوابطها الشرعية"، بحث مقدم إلى الندوة الدولية حول الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبدالعزيز، جدة، السعودية، المنعقدة يومي (24-26) ماي 2010، ص3.

⁽²⁾ شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص45.

⁽³⁾ وسام ملاك: "البورصات والأسواق المالية العالمية"، دار المنهل اللبناني، ومكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2003، ص87.

⁽⁴⁾ زعيم نصر داوود: "البنوك الإسلامية نحو اقتصاد إسلامي"، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2012، ص129.

⁽⁵⁾ مبارك سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص11.

⁽⁶⁾ سمير عبدالحميد رضوان: "أسواق الأوراق المالية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص265.

⁽⁷⁾ أحمد بن محمد الخليل: "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، دون سنة نشر، ص463.

ب- قابلية السهم للتداول: لا يتخذ صفة السهم، إلا إذا كان قابلاً للتداول بالطرق التجارية، وتعتبر هذه الخاصية من أهم خصائص الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة⁽¹⁾. معنى القابلية للتداول هي انتقال ملكية السهم من مساهم إلى آخر، وهذا ما يسهل جمع رؤوس الأموال الضخمة في شركات المساهمة.

ج- تساوي قيمة السهم : بمعنى أن رأس المال يقسم إلى أسهم متساوية القيمة⁽²⁾. ويجب أن تتساوى أسهم شركات المساهمة في القيمة لتشكل في مجموعها رأس مال الشركة، وهذا لتسهيل عمل الشركة وعملية توزيع الأرباح وتقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة.

د- عدم قابلية السهم للتجزئة: لا يجوز أن يتعدد مالك السهم أمام الشركة، بمعنى أن مالك السهم يجب أن يكون شخصاً واحداً في مواجهة الشركة، حتى يتسنى لهذه الأخيرة معرفة حاملي الأسهم وممارسة حقوقهم كاملة⁽³⁾. مما يبسر أداء الواجبات المتبادلة بين الشركة والمساهم.

1-3 أنواع الأسهم : تتعدد أنواع الأسهم، بحسب عدة اعتبارات، ويمكن بيان ذلك على النحو التالي :

أ- حسب شكل ملكيتها وتداولها: وتتضمن ما يلي (4) :

- أسهم إسمية: تحمل اسم صاحبها على وجه صك السهم، وعند تداولها يتعين إثبات المالك الجديد عليه في سجل التنازلات بالشركة.
- أسهم لحاملها: وهي الأسهم التي يكتب عليها (لحاملها)، دون تسجيل الاسم ويعتبر حامل السهم مالكا لها في نظر الشركة⁽⁵⁾.
- أسهم لأمر: وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكتها مع النص على أنها بإذنه أو لأمره، وتتداول عن طريق التظهير، وذلك بأن يكتب البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها للمشتري الجديد.

(1) عبد الباسط كريم مولود: "تداول الأوراق المالية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009، ص ص 76، 77.

(2) نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 44.

(3) محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 36.

(4) محمد وجيه حنيني: "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 53.

(5) شعبان محمد إسلام البرواري: "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سوريا 2002، ص 129.

ب- حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتشتمل الأنواع التالية:

- الأسهم العادية: وهي الأسهم التي تصدر دون تحديد تاريخ معين للسداد ولا تحمل تعهدا بدفعات مبرمجة ثابتة ولحاملها الحق في حصته من الأرباح، كما تعلنها إدارة الشركة التي يحملون أسهمها⁽¹⁾.
- الأسهم الممتازة: هي أوراق هجينة تقع ضمن حقوق الملكية لها قيمة اسمية، ويتم الحصول على نسبة ربح ثابت، فهي تأخذ صفة الأسهم العادية، والسندات، على هذا الأساس سميت بالهجينة وثبات الربح هو صفة السندات، وحق الملكية هي صفة الأسهم العادية⁽²⁾.
- ج- حسب طبيعة حصة المساهم: ونجد فيها ثلاث أنواع⁽³⁾:
 - الأسهم النقدية: يسدد المساهم قيمتها نقدا، وقد تكون محررة أي مدفوعة بالكامل، أو غير محررة أي مدفوعة جزئيا، والقيمة المتبقية تمثل ديناً على المساهم.
 - الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تقدم فيها بحصة عينية من آلات وموجودات أو منقولات أو عقار أو غيرها... من حصة رأسمال الشركة، ويجب الوفاء بقيمتها كاملة، مع تقدير الحصص العينية تقديرا صحيحا قبل منحها⁽⁴⁾.
 - الأسهم المختلطة: يدفع جزء من قيمتها نقدا وجزء عينا.

2. السندات:

2-1- تعريف السند:

- السند بمعناه اللغوي: هو انضمام الشيء إلى الشيء، وكل ما يستند إليه هو سند⁽⁵⁾.
 - السند بمعناه الاصطلاحي :
- ✓ هو شهادة دين، يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد، بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة⁽⁶⁾.

⁽¹⁾ سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني : " النقد والبنوك والمصارف المركزية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص78.

⁽²⁾ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص204.

⁽³⁾ محمد وجيه الحنيني، مرجع سبق ذكره، ص40.

⁽⁴⁾ نزيه محمد الصادق المهدي: " الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر العلمي الخامس عشر حول "أسواق الأوراق المالية، البورصات، آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، المنعقد في مارس 2007، ص5.

⁽⁵⁾ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص80.

⁽⁶⁾ حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص79.

✓ بأنه يمثل ديناً لمالكيها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز، ووحدات الفائض، لذلك هي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند⁽¹⁾.

من خلال التعريفين السابقين، يمكن القول: بأن السندات تمثل شهادات مديونية، الهدف من إصدارها هو الاقتراض، فهي ديناً على مصدرها، وحقاً لمالكها في الحصول على دفعات مالية محددة في الزمن والقيمة.

2-2- خصائص السندات :

تتميز السندات بجملة من الخصائص، يمكن ذكرها كما يلي⁽²⁾ :

- أداة استثمارية ثابتة الدخل، بمعدل الفائدة السنوية المتفق عليها في شروط الإصدار؛
- للسندات فترة إطفاء محددة، إذ يتم إطفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت صراحة في وثيقة الإصدار، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الإطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق؛
- يعد السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالي، ويسمح لحامله ببيعه ونقل ملكيته، وتساهم خاصية التداول في توفير السيولة لحاملي السندات عند تداولها في السوق الثانوي؛
- قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وهذه الخاصية تسمح لحاملي السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه، ويعود هذا ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضاً، حيث أن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، وعملية التحويل سوف تقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية⁽³⁾.

(1) بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود: " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية "، مداخلة ضمن فعاليات المنتدى الدولي الأول حول " الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية، المنعقد يومي (23 و24) فيفري 2011، ص3.

(2) دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص209.

(3) معروف هويشار: " الإستثمارات والأسواق المالية "، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص111.

2-3- أنواع السندات :

- تختلف أنواع السندات وتتنوع حسب معايير مختلفة من أهمها⁽¹⁾ :
- من حيث جهة الإصدار: وهي التي ينظر إليها من زاوية جهة الإصدار:
 - السندات الحكومية: وهي سندات تصدر عن الحكومة، وغالبا ما يكون البنك المركزي أو الخزانة (وزارة المالية) هي جهة الإصدار للسندات الحكومية، وتهدف الحكومة من وراء ذلك الإصدار إلى تمويل احتياجاتها الجارية أو من أجل التأثير على السوق النقدية بامتصاص السيولة.
 - سندات الهيئات الدولية والإقليمية: ويصدر هذا النوع من طرف هيئات دولية، كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير، والمؤسسات الإقليمية منها بنك التنمية الأوروبي وبنك التنمية الآسيوي وتستخدم هذه الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها.
 - سندات الشركات: وهي التي تصدرها المؤسسات العامة والخاصة، التي تكون في حاجة إلى قروض، ولا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم أو أن تكلف إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم.
- أ- من حيث قيمة الإصدار: وهي على نوعين⁽²⁾:
- سندات تصدر بأقل من قيمتها: تصدر من أجل جلب أكبر عدد من المستثمرين، بحيث أنهم يدفعون أقل من قيمتها الاسمية، ويحصلون على فوائد اعتمادا على القيمة الاسمية للسند، وبتاريخ الاستحقاق يحصلون على القيمة الاسمية للسند وليس على ما تم دفعه، مع أن تكون أسعار فائدة هذا النوع من السندات منخفضة بالمقارنة مع النوع الثاني.
 - سندات تصدر بقيمتها الاسمية: وهي سندات تصدر بقيمة اسمية محددة، يدفعها المكتتبون وتعود عليهم بفائدة دورية وفي يوم الاستحقاق تعاد إليهم قيمتها الاسمية المدفوعة.
- ب- من حيث تاريخ الاستحقاق: في غالب الأحيان يكون تاريخ الوفاء مذكورا في نشرة السند على اختلاف أنواعه، وهي بالأقسام التالية:
- السندات ذات التاريخ المحدد: هي السندات المنصوص عليها في نشرة إصدارها على لزوم استحقاقها في تاريخ واحد معين، ولا يستطيع حاملها إرجاعها قبل هذا التاريخ.
 - سندات السلسلة: في هذه الحالة تقوم الشركة بتحديد تواريخ الاستحقاق وفق ترتيب معين يمكنها من القيام بسداد عدد معين من السندات كل عام، حتى تنتهي من سداد كل السندات.

⁽¹⁾ بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود: " أدوات الدين وبياناتها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية "، مرجع سبق ذكره، ص 04.

⁽²⁾ الموساوي ضياء مجيد: " البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، منشورات image، 1998، ص34.

- سندات ذات التسديد التدريجي: يتم الاتفاق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني (دفعات تحدد زمنياً)، يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى الاستحقاق النهائي.
 - السندات القابلة للتسديد: هذه السندات تسمح لحاملها باستحقاقها في تاريخ محدد أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق لسنوات قادمة، وبنفس سعر الفائدة، حيث تكون هذه التواريخ مستقبلية محددة في نشرة الإصدار.
 - السندات القابلة للاستدعاء أو الإطفاء: وهي تلك المشمولة بشرط الاستدعاء عن طريق القرعة أو عن طريق ترقيمها وتستحق بقيمتها الاسمية، بالإضافة إلى علاوة الإصدار، حيث تتناقص قيمة العلاوة بطول مدة الاستحقاق⁽¹⁾.
- ت- من حيث الضمان : نميز فيها (2) :**
- سندات مضمونة: وتكون مضمونة لقاء عقار أو أي أصل آخر، فيحق لحامل السند أن يضع يده على العقار في حالة توقف جهة الإصدار عن تسديد الفائدة أو إطفاء السند.
 - سندات غير مضمونة: تعتمد على جهة الإصدار فقط، ويطلق على هذا النوع اسم السندات العادية والضمانة الوحيدة، لهذا النوع من السندات حق الأولوية في الحصول على حقوقه، مقارنة بالدائنين الآخرين للشركة المصدرة.
- ث- من حيث العائد: ويكون المقياس " ما هو العائد أو الدخل "**
- السندات بفائدة ثابتة: وهي السندات العادية، تكون عوائدها مقدرة بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند.
 - السندات بفائدة متغيرة : وهذا النوع تم استحداثه في نهاية الثمانينات، لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسند.
 - سندات لا تحمل سعر فائدة: وهي السندات التي تباع بخصم على القيمة الاسمية (أي تباع أقل من قيمتها الاسمية).
- ج- من حيث عملة الإصدار: نجد فيها :**
- سندات محلية: وهي السندات التي يصدرها القطاع العام بالعملة الوطنية ويجري تداولها بالسوق المالية المحلية.
 - سندات دولية: وهي السندات التي تصدر في بلد ما لصالح مقترض أجنبي.

(1) محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 227.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 210.

ثانيا : الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق النقد

توجد في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية التي تشكل بطبيعتها دين (صكوك مديونية)، وتشارك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية ومخاطر منخفضة وبأجل قصير لا يتعدى السنة، ومن أهم أنواع هذه الأوراق هي (1):

(1) **حوالات الخزنة (أذونات الخزينة) :** وتعد من أدوات الدين الحكومي الذي تصدر في وزارة المالية أو من ينوب عنها في البلد المعني، وتباع بطريقة المزايمة العلنية وبخصم القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة، وتعد أذونات الخزينة وفقا لسعرين، سعر الشراء والآخر سعر البيع، وتتحدد هذه الأسعار بناء على سعر خصم البيع وآخر على الشراء المعلنة في الصحف المحلية، وهي قابلة للتداول في السوق الثانوية لسوق النقد على أساس الخصم.

(2) **الأوراق التجارية:** يتم إصدارها من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني متين أو من الشركات العريقة، بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، وتتعدى الجهة المصدرة، بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر وتصدرها لحاملها لمدة شهر أو تسعة أشهر، لكنها تتميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة المخاطر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على القدرة الإرادية للجهة المصدرة والثقة الائتمانية بها (2).

(3) **اتفاقيات إعادة الشراء:** وهي إحدى وسائل الحصول على السيولة أو الاقتراض لاستخدام الأوراق المالية سهلة السيولة والمقبولة من قبل جمهور المستثمرين، وتعد اتفاقيات إعادة الشراء لأقل من سنة، وتكون من خلال قيام المستثمر مالك الأوراق التجارية، بعرض هذه الأوراق لدى الوسيط المالي المتخصص بعقد اتفاقية إعادة الشراء، الذي يقوم بدوره بالبحث عن ممول لديه أموال فائضة، فيتم إبرام عقد إعادة شراء أوراق مالية من قبل مالكيها ولكن بسعر أعلى من سعر بيع الأول، ويتم تحديد فترة زمنية لتنفيذ اتفاقية إعادة الشراء (وغالبا ما تكون الاتفاقية ليلة واحدة ويمكن أن تمتد إلى ثلاثون يوما أو أكثر ويسمى (terme repose) (3).

(4) **ودائع مصرفية بعمولات أجنبية:** لقد تم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار، ثم أصبحت تتعامل بعملات أخرى، إذ قامت بعض المصارف الأوروبية بقبول الودائع بالدولار

(1) عباس كاظم الدعي، مرجع سبق ذكره، ص 156.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 177.

(3) ماهر كنج شكري، مروان عوض: "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، دار حامد للنشر، الأردن، 2004، ص 92.

الأمريكي، تمنح المستثمر فائدة على الإيداع وفي الوقت نفسه تقوم بإقراض الدولار الأمريكي إلى المستثمرين بفائدة أعلى من فائدة الإيداع⁽¹⁾.

(5) القبولات المصرفية : وهي عبارة عن أداة صادرة عن البنوك تتضمن تعهدات البنك بدفع قيمة الدين عند الاستحقاق في حالة عدم التسديد⁽²⁾.

(6) شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول : عبارة عن أوراق تصدر من قبل المصارف التجارية، تترتب على حاملها بذمة الجهة المصدرة لها، الحصول على الاستحقاقات والتي لا تتجاوز السنة الواحدة وبنسبة مئوية من القيم الاسمية المثبتة بشهادة الوديعة، والتي تحمل هذه الورقة الرمز الشائع في التداول (CDS)، يتم التداول على أساس سعر الفائدة وليس الخصم.

الفرع الثالث: الأدوات المالية الحديثة (المشتقات المالية)

1. تعريف المشتقات المالية:

- هي أدوات مالية ترتبط بأدوات معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة، فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد⁽³⁾.

- كما تعرف بأنها تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل، وهي أداة تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر⁽⁴⁾.

- حسب تعريف صندوق النقد الدولي: " المشتقات المالية، هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل تعاقد، لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، كما أن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية، يصبح أمراً غير ضرورياً"⁽⁵⁾.

- جاء في تعريف آخر لها: " بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد"⁽⁶⁾.

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص178.

(2) أرشد فواد التميمي: "الأسواق المالية إطار في تنظيم وتقييم الأدوات"، مرجع سبق ذكره، ص78.

(3) شقيري نوري موسي: " إدارة المشتقات المالية، الهندسة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2015، ص22.

(4) حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوال، علي أحمد فارس : "المشتقات المالية، عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات"، دار اليازوري

العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص15.

(5) شقيري نوري موسي، مرجع سبق ذكره، ص22.

(6) طارق عبدالعال حماد: " المشتقات المالية، مفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2011، ص05.

من خلال التعريفات السابقة نتوصل إلى أن المشتقات المالية: سميت بالمشتقات لأن قيمتها تشتق من قيمة الأصل محل العقد، وقد تتضمن أصول مالية، مثل الأسهم والسندات وغيرها، أو أصول حقيقية مثل السلع، المنتجات الزراعية وغيرها.

2. خصائص المشتقات المالية: تتميز المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى ومن بينها (1):

أ- طبيعة العمليات خارج الميزانية: لقد جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية، كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم وأصول، مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها، بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها، تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

ب- التعقيد: نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها وكيفية تقييمها وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا ومن ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط وأثار مشتقات خاصة، مما يعرضها إلى نتائج وخيمة.

ت- السيولة : بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية، حيث تسهل تسويتها إما عن طريق البيع وإما عن طريق الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات، مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.

ث- عدم وضوح القواعد المحاسبية: لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع، والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة، والذي لا تواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة، من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة.

3. أهمية المشتقات المالية: تظهر أهمية المشتقات من خلال فوائد عدة منها(2) :

أ- ابتداع طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية، والتي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية، بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة بها بشكل مستقل وبكفاءة عالية.

(1) شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص167.

(2) حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص21.

ب- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء، بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً.

ت- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة، من عوائد استثمارية ورسومات وعمولات وخدمات وغيرها، وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية.

ث- تقليل التكاليف لكل المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة، مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة.

ج- شراء المستثمرين ممن يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة لخيارات أو لصكوك شراء الأسهم، لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلاً، وذلك بعد تحسين أوضاع الشركة آنذاك، لكن هناك مخاطرة فقدان قيمة الخيارات أو الصكوك ككل، إذا ما انخفضت أسعار الأسهم في السوق مستقبلاً إلى مستويات متدنية تقل عن مستوى سعر الشراء المحدد في الخيار أو الصك.

ح- أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة، حيث يتزود المتعاملون في المشتقات المالية بالمعلومات حول أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم⁽¹⁾.

خ- تستخدم للتحوط ضد خطر التقلبات العنيفة في أسعار الأدوات المالية عن طريق توزيع المخاطر (التنوع)، أي توزيع مبلغ الاستثمار المبدئي على أكثر من أصل⁽²⁾.

4. أنواع المشتقات المالية :

يمكن تقسيم العقود والأدوات المالية المشتقة إلى :

أ- **العقود المستقبلية:** العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين، الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما)، أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات)، في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد⁽³⁾.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي : " الهندسة المالية وأدواتها "، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2008، ص110.

(2) اسماعيل عبدالرحيم الشيبلي: " الأزمات المالية العالمية وموقف المنهج الإسلامي منها"، شركة ناس للطباعة، مصر، 2010، ص122.

(3) سميرة محسن: " المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالي "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005-2006، ص61.

من أنواع العقود المستقبلية (1) :

- العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة ؛
- العقود المستقبلية لأسعار الصرف ؛
- العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم ؛
- العقود المستقبلية للذهب والمعادن الثمينة ؛
- العقود المستقبلية للسندات؛
- العقود المستقبلية لمؤشرات السوق.

ب- **العقود الآجلة:** وتعرف كذلك بالعقود الأمامية، وهي نوع من أنواع المشتقات المالية التي يتم من خلالها بيع وشراء الأصول كالسلع، الأوراق المالية، المؤشرات... الخ، وذلك في تاريخ لاحق. وتعرف بأنها: عقد يبرم بين طرفين، بائع ومشتري، للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في وقت لاحق (2). وتصنف العقود الآجلة إلى ما يلي (3) :

- العقود الآجلة لأسعار الفائدة: وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل، ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.
- العقود الآجلة لأسعار الصرف: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية، مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد، ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ.

ج- **عقود المبادلات:** عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية (4)، فعلى سبيل المثال يوافق الطرف (أ) على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين لطرف آخر ليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي يعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد. ويمكن تصنيف عقود المبادلات إلى (5):

(1) شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص170.

(2) منير إبراهيم الهندي: "الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص06.

(3) شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص169.

(4) سميرة محسن، مرجع سبق ذكره، ص85.

(5) محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد: "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002، ص332.

- عقود مبادلة أسعار الفائدة؛
- عقود مبادلة العملات؛
- عقود مبادلة البضائع.

ح- عقود الخيارات: هي عقود معيارية (نمطية)، تعطي الحق لمالك الخيار (وليس الإلزام لشراء) أو بيع أداة استثمار معينة في المستقبل بسعر يحدد اليوم، مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض، يسمى العلاوة، وهي غير ملزمة لمالك الخيار (المشتري)، لكنها ملزمة لمصدر الخيار (البائع)، وتشمل عقود الخيار طرفي العقد، وهما البائع والمشتري⁽¹⁾. ويوجد نوعان رئيسيان لعقود الخيارات من حيث طبيعة العقد وهما⁽²⁾ :

- خيار الشراء الذي يعطي لحامله حق شراء الموجودات ؛
- خيار البيع الذي يعطي لحامله حق بيع الموجودات.

المطلب الثالث: ضوابط سوق الأوراق المالية ودوافع إدراج الشركات لأسهمها بها

تهدف الرقابة ووضع ضوابط في كل الأسواق إلى تحقيق الاستقرار ودعم الثقة بين المتعاملين وحمايتهم من الغش والاحتيال، وفض النزاعات بأسرع وقت وبأقل التكاليف، وهذا ما يدفع الكثير من شركات الاستثمار وشركات المساهمة لإدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية، وسيتم استعراض في هذا المطلب الفرعيين التاليين:

الفرع الأول: ضوابط سوق الأوراق المالية

يكمّن الدور الرقابي للهيئة المختصة في توفير المناخ القانوني والإطار المؤسسي، اللازم لعمل أسواق الأوراق المالية والارتقاء بكفاءتها، بهدف حماية المستثمرين وجذب الاستثمارات إليها ودعم الثقة بها، وهناك عدة أسباب تتطلب وجود ضوابط ورقابة صارمة على أسواق الأوراق المالية أهمها⁽³⁾:

أولاً: تؤثر أسواق الأوراق المالية تأثيراً كبيراً على الاقتصاد والنظام المالي لأي بلد، لأن تمويل المشاريع ينطوي على تحقيق النمو، ويوفر السوق المالي فرصاً لانتقاء المدخرين الذين يبحثون عن فرص استثمارية وأصحاب المشاريع الذين يبحثون عن تمويل.

(1) حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص348.

(2) مرجع نفسه، ص350.

(3) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص150، 151.

ثانياً: توفير منافع أخرى تتمثل في شكل رواتب وأجور إضافية وفرص عمل جديدة وإيرادات للدولة.
ثالثاً: يتبادل الناس في أسواق الأوراق المالية حقوق ملكية، تتطوي على منافع تشكل عوائد في المستقبل، مثل توزيعات الأرباح، ولذلك يجب ان توفر لكل المتعاملين في السوق المعلومات التي تمكنهم من تقدير تلك العوائد وما يقابلها من مخاطر (الخسائر المحتملة).

رابعاً: يعتمد أغلبية المستثمرين اعتماداً كاملاً على الوسطاء في الشراء والبيع، وإدارة استثماراتهم، لذلك من الضروري أن تكون شركات الوساطة على درجة عالية من الموثوقية والقدرة المالية، ويتمتع العاملون بها بالنزاهة والحرص على أخلاقية المهنة وأن تكون هناك رقابة تحول دون أن تحد من استغلال السماسرة، تلك العلاقة لتحقيق مصالحهم وإلحاق الضرر بالعملاء.

خامساً: تلعب البيانات والمعلومات دوراً أساسياً في اتخاذ قرارات البيع والشراء في أسواق الأوراق المالية، وتتفاوت فرص المستثمرين في الحصول على المعلومات ذات التأثير على أسعار الأسهم وذلك لأن الأشخاص ذوي العلاقة بالشركات المصدرة للأسهم، مثل العاملين بتلك الشركات وأعضاء مجالس إدارتها والمديرين التنفيذيين ومدققي الحسابات، يتمتعون بفرص أكبر من غيرهم في الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة التي يعملون أو يرتبطون بها، لهذا لا بد من وجود رقابة تحول دون استفادتهم من تلك المعلومات لتحقيق المنافع على حساب المستثمرين الآخرين، وتقوم هيئة الرقابة على السوق بالحرص على تحقيق الأهداف التالية (1) :

- 1) أن جميع مؤشرات السوق وأسعار الأسهم تكون عادلة؛
- 2) تفعيل شروط التدقيق الداخلي على جميع أنشطة السوق بضمانها تعاملات المستثمرين المقربين إلى بعض الشركات؛
- 3) تطبيق العقوبات أول بأول على المخالفين بأنظمة السوق.

الفرع الثاني: دوافع إدراج الشركات لأسهمها في سوق الأوراق المالية

إن سعي شركات المساهمة بإدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية يحقق لها الكثير من المنافع نذكر منها (2):

- 1- الترويج والدعاية: إدراج الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية يتيح لها الفرصة للترويج والدعاية عن نفسها ونشاطها، مما يجعلها على اتصال مباشر بجمهور المستثمرين والمتعاملين في السوق.

(1) المرجع نفسه، ص152.

(2) نبيل خليل طه السمور، مرجع سبق ذكره، ص34.

- 2- التقييم العادل: تتحدد أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق، وفقا لآلية العرض والطلب وهذا ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم.
- 3- كفاءة نظام التداول والمقاصة والتسوية الإلكترونية: تتم عمليات البيع والشراء وفق أنظمة إلكترونية، توفرها سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى أنظمة أخرى في مجال التداول والمقاصة.
- 4- فرص الحصول على تمويل إضافي للشركات المدرجة: يقدم السوق أحدث التقنيات والأساليب، لإيصال المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم للشركات المدرجة وإفصاحاتها ومؤشرات التداول لكل المتعاملين والمهتمين، مما يؤدي إلى جذب الاستثمارات لتلك الشركات.
- 5- فرص التملك والاندماج: بإمكان الشركات المدرجة في السوق، الاستفادة من مزايا سوق الأوراق المالية من تسهيل وتنظيم عمليات الاندماج والتملك، وذلك من خلال إجراءاته التنظيمية والفنية والتشريعية التي تحكم عمليات التداول والمقاصة.
- 6- نشر معلومات فورية ودقيقة للشركات والمستثمرين: لما تتوفر في سوق الأوراق المالية من نظم اتصال فعالة ومتطورة بين عموم المتعاملين في السوق، وأنظمة كفؤة للإفصاح المالي والمعلوماتي.

المبحث الثالث: مفاهيم عامة حول شركات المساهمة

ظهرت الحاجة إلى تكوين الشركات بمختلف أنواعها، نظرا لعجز الموارد الفردية عن تمويل بعض المشاريع والتي تتصف بضخامتها، مما يتطلب اجتماع أكثر من شخص برأس مال لتمويل تلك المشاريع، ومن بين هذه الشركات، لدينا شركات الأموال وما يميزها عن غيرها ويجعل المستثمرين يقبلون على الاستثمار بها، هو انحصار مسؤولية الشريك بها عن ديون الشركة بمقدار ما يملكه في رأس المال وكبر حجم المشروعات التي تديرها، وتعتبر شركات المساهمة أحد أهم وأكثر أنواع شركات الأموال انتشارا.

على هذا الأساس لابد من التعرف أولا على مفهوم الشركة وأهم الخصائص التي تميزها، قبل التطرق إلى معرفة شركات المساهمة ونشأتها وخصائصها إضافة إلى أنواعها.

المطلب الأول: مفهوم الشركة

جاء ظهور الشركات بأنواعها نتيجة حتمية للثورة الصناعية في منتصف القرن السابع عشر ميلادي، التي فتحت المجال أمام مشاريع كبيرة تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة، بالإضافة إلى المتطلبات الفنية والإدارية التي لا تتوفر في المشاريع الفردية.

الفرع الأول: تعريف الشركة لغة واصطلاحا

أولا: تعريف الشركة لغة

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

ثانيا: تعريف الشركة اصطلاحا

- الشركة عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر، بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي أو عمل لاستثمار ذلك المشروع، واقتسام ما قد ينشأ عنه من ربح أو خسارة⁽²⁾.

- وتعرف "الشركة في الأصل هي اختصاص ما فوق الواحد من الناس بشيء وامتيازاتهم بذلك الشيء، ولذلك تستعمل أيضا عرفا واصطلاحا في معنى عقد الشركة، الذي هو السبب لهذا الاختصاص، فلذلك تقسم الشركة بصورة مطلقة إلى قسمين :

إحدهما شركة الملك وتحصل بسبب من أسباب التملك كالاشتراك والإتهاب، والثاني شركة عقد، وتحصل بالإيجاب والقبول من الشركاء⁽³⁾.

(1) أكرم يا ملكي: "القانون التجاري، الشركات، دراسة مقارنة"، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الاردن، الطبعة الثالثة، 2010، ص 9.

(2) خالد امين عبد الله، حمزة بشير ابو عاصي: "محاسبة الشركات، اشخاص و اموال"، دار الفكر، الاردن، الطبعة الثانية، 2009، ص 10.

(3) أكرم يا ملكي، مرجع سبق ذكره، ص 9

- الشركة هي مجموعة من أشخاص طبيعيين، يتفقون على القيام بعمل مشترك لتحقيق أهداف محددة، وأن شخصية المشروع، ما هي إلا شخصية الأفراد الذين يملكون المشروع⁽¹⁾.
يمكن تعريف الشركة بأنها: عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر، بأن يساهم كل منهما بحصة من المال أو عمل على أن يقتسما ويتحملا ما ينتج من ربح أو خسارة.

الفرع الثاني: خصائص الشركات

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 ان يصبح لها اسم يميزها عن غيرها من الشركات، وشخصية مستقلة عن أشخاص الأفراد الشركاء المكونين لها، ولها موطن وجنسية، كذلك تكتسب كالأفراد حقوقا وتترتب عليها التزامات⁽²⁾. وإذا ما اعتمدنا على العلاقة التعاقدية بين المالكين، على أنها جوهر المشروع، فإن هذه الشركة تتميز بالخصائص التالية⁽³⁾ :

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 الذين يتولون إدارة المشروع.

3. الهدف: إن الهدف الأساسي لأغلب المشاريع، هو تحقيق أكبر أرباح ممكنة، إضافة إلى أهداف أخرى، كالعمل 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⁾.

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

⁽¹⁾ زهير الحدرب: "محاسبة الشركات"، دار البداية للنشر و التوزيع، الاردن، 2010، ص 7.

⁽²⁾ خالد امين عبد الله، حمزة بشير ابو عاصي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

⁽³⁾ زهير الحدرب، مرجع سبق ذكره، ص 8.

⁽⁴⁾ خالد ابراهيم التلاحمة : "الوجيز في القانون التجاري، مبادئ القانون التجاري، الشركات التجارية، الأوراق التجارية و العمليات المصرفية"، دار وائل للنشر و التوزيع، الاردن الطبعة الثانية، 2007، ص 119.

المطلب الثاني: أنواع الشركات وأهميتها

إن الشركة تمثل أحد الأشكال القانونية للوحدة الاقتصادية، والتي تتدرج من المنشآت الفردية إلى شركات الأشخاص وإلى شركات الأموال، وفقاً للحاجة إلى تشغيل الموارد الاقتصادية المتاحة.

تنقسم الشركات إلى أنواع متعددة بحسب معيار التفرقة الذي يتخذ أساساً لتمييز شركة عن أخرى، ونتناول هذه الأنواع، وأهمية الشركات من خلال الفروع التالية :

الفرع الأول: أنواع الشركات

إن من أهم الأسباب وراء تعدد الأشكال القانونية للشركات هي (1):

- القدرة على التمويل: فالتوسع في مستوى النشاط يستدعي تضافر الجهود في عملية التمويل.
- القدرة على قياس وتحمل عائد المخاطر: حيث يلجأ الفرد إلى شكل قانوني آخر من أشكال الوحدة الاقتصادية، مثل شركات الأشخاص أو الأموال في حالة عدم مقدرته على تحمل المخاطر منفرداً.
- 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.

ومن أنواع الشركات نميز :

أولاً : الشركات بحسب تمتعها بالشخصية المعنوية أو عدم التمتع بها

تنقسم الشركات حسب هذا المعيار إلى (2) :

1. شركات تتمتع بالشخصية المعنوية : وهي جميع الشركات التي تؤسس بموجب الشروط التي يتطلبها القانون، سواء كانت شركات تجارية أم شركات مدنية.
2. شركات لا تتمتع بالشخصية المعنوية: تقتصر على الشركات المحاصة فقط.

(1) وائل عودة العكشة، وليد زكريا صيام، ميشيل سعيد سويدان، حسام الدين مصطفى الخداتش : "محاسبة الشركات، اشخاص و اموال"، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الاردن، الطبعة السادسة، 2011، ص2.

(2) زهير الحدرب، مرجع سبق ذكره، ص 17.

ثانيا : من ناحية نوع النشاط الذي تبشره الشركة

مبني هذا التقسيم أن التفرقة بين التاجر وغير التاجر بما يترتب على هذه التفرقة من آثار ونتائج، لا تقتصر على الأفراد، أي الأشخاص الطبيعيين وحدهم، بل تشمل الأشخاص المعنوية ومنها الشركات عموما (1).

وتتقسم الشركات من هذه الناحية إلى:

(1) شركات مدنية ؛

(2) شركات تجارية.

يختلفان من حيث الشكل القانوني، والقواعد التي تحكم نشاط كل منهما.

ثالثا: الشركات من زاوية كيفية تكوين رأس المال

وتتقسم إلى (2) :

(1) شركات بالحصص: إذا كان رأس المال يتكون من حصص، ومعنى الحصص جزء من رأس المال، يمكن التنازل عنه للغير أو الشريك، كما تمثل الحصة جزءا في رأس مال الشركة.

(2) شركات الأسهم: تمثل الأسهم أجزاء متساوية من رأس المال، لها قيمة اسمية، وقابلة للتداول.

رابعا : الشركات من زاوية الملكية:

يمكن تقسيمها على النحو التالي (3) :

(1) الشركات العامة (أو شركات القطاع العام): وهي الشركات التي تعود ملكيتها للدولة بالكامل.

(2) الشركات الخاصة (أو شركات القطاع الخاص): وهي شركات مملوكة للأفراد الطبيعيين أو المعنويين ملكية خاصة بهم، ولا ترتبط بأموال الدولة بصلة.

(3) الشركات المختلطة: وهي الشركات التي تجمع بين أموال الدولة وأموال القطاع الخاص أي أن المساهمين فيها هم الدولة (باعتبارها مستثمرا)، وأفراد آخرون طبيعيون أو معنويون.

(1) أكرم يا ملكي، مرجع سبق نكره، ص 46.

(2) زهير الحدرب، مرجع نفسه، ص 16.

(3) المرجع نفسه، ص 17.

خامسا: التقسيم القانوني للشركات

تصنف فيه الشركات بحسب الاعتبار الذي تقوم عليه، حيث تضم: (1)

1. شركات الأشخاص: في هذا النوع من الشركات يكون للأشخاص الذين تتكون منهم الشركة الاعتبار الأول، بمعنى أن هذه الشركات تقوم أساسا على شخصية الشركاء والثقة المتبادلة بينهم، وتتضمن ثلاثة أنواع من الشركات وهي:

أ- شركات التضامن: وهي التي تتكون من شركاء مسؤولين عن ديون الشركة، وتعهدها بصفة شخصية وتضامنية، أي أن مسؤولية الشريك تتحدد لا بقدر الحصة في رأس المال وإنما تتجاوزها إلى أموال خاصة.

ب- شركات التوصية البسيطة: وتتضمن نوعين من الشركاء، الأول منهم الشركاء المتضامنون، وهم المسؤولون عن التزامات الشركة بصفة شخصية ومتضامنة، الثاني هم الشركاء الموصون، ومسؤوليتهم تتحدد بقدر الحصة التي يتعهد بتقديمها للشركة.

ت- شركات المحاصة: وهي تختلف عن الأنواع الأخرى، بكونها مخفية، أي ليس لها وجود قانوني نحو الغير، حيث لا يعلم هؤلاء بوجودها ولا بأسماء الشركاء المكونين لها.

2. شركات الأموال : وهي الشركات التي لا يكون الاعتبار الأول فيها للشركاء بأشخاصهم ورأس مال هذه الشركات يقسم إلى أسهم قابلة للتداول، وتتضمن هذه المجموعة الأنواع التالية (2) :

أ- الشركات ذات المسؤولية المحدودة: وينقسم رأس مال هذه الشركات الى حصص، تتداول بين المساهمين الشركاء ولا تتداول للغير، إلا بشروط خاصة (منها عدد الشركاء، مسؤولية كل شريك بقدر حصته في رأس المال).

ب- شركات التوصية بالأسهم : وتتضمن نوعين من المساهمين، الأول شركاء متضامنون مسؤولون بصفة غير محددة عن التزامات الشركة، والثاني شركاء مسؤولون بقدر الأسهم التي تخصصت لها.

ت- شركات المساهمة : هي شركة ينقسم رأس مالها إلى عدد كبير من الأجزاء أو الحصص المتساوية، التي يطلق عليها الأسهم، قابلة للتداول بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، دون أي شروط أو قيود من قبل الشركة، والمساهم تقتصر مسؤوليته عن ديون الشركة في قيمة الأسهم المملوكة له في رأس المال، ولا يمكن الرجوع على ممتلكاته الشخصية للوفاء بهذه الديون (3).

(1) صادق الحسني: "المحاسبة في شركات الأشخاص"، المكتب الجامعي الحديث، 2009، ص 17.

(2) زهير الحدر، مرجع سبق ذكره، ص 20.

(3) عبد الله عبد العظيم هلال : "المحاسبة في شركات الأشخاص و الأموال"، المكتب الجامعي الحديث، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر

إن هذه الشركات تعتبر الصورة المثلى لشركات الأموال التي تؤسس لتنفيذ المشاريع الكبرى، سواء تجارية كانت، صناعية أم زراعية، لقدرتها على تجميع الأموال، فهي لا تهتم بشخصية الشريك بل المساهمة التي يقدمها.

الفرع الثاني: أهمية الشركات

تنشأ أهمية وجود الشركات وتطورها إلى الحاجة الملحة إليها، فحجم النشاطات والمشاريع لا يمكن تمويلها بالاعتماد على شخص واحد، لابد من تضافر عدة اشخاص وتعاونهم لإنجاحها، وهذا التعاون يتم⁽¹⁾ :

1. بصورة عمودية: أي بوجود رئيس بالتعاون مع مرؤوسين، أي رب العمل، تحت إمرته مستخدمون تابعون له.

2. بصورة أفقية : أي باجتماع عدة اشخاص وتعاونهم في تحمل مخاطر المشروع بينهم. وتأتي الحاجة الى التعاون من :

- أن الفرد الواحد يعجز في الغالب على مواجهة الحاجات المالية للمشاريع الكبيرة، فلا بد من ضم رؤوس الأموال، بعضها إلى بعض، لتوفير المال اللازم للنهوض بهذه المشاريع
- أن الأفراد ومنهم عدد غير قليل من ذوي الكفاءات والمقدرة، لا يملكون جميعا الوسائل المادية اللازمة لإخراج مشاريعهم إلى حيز الوجود، في حين أن من يملك هذه الوسائل قد يفتقر إلى بعض الإمكانيات، وهنا تبرز أهمية التعاون بين أصحاب الكفاءات وأصحاب رؤوس الأموال. أن الأفراد لا يتمتعون جميعا بنفس القابلية الذهنية أو الفنية أو العملية، فالتعاون هو الوسيلة الوحيدة لضم الكفاءات المختلفة التي لابد منها لمزاولة نشاط ما، ونجاح مشروع معين.

(1) اكرم يا ملكي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

المطلب الثالث: مفهوم ونشأة شركات المساهمة

تعد شركات المساهمة النموذج لشركات الأموال، حيث يغيب الاعتبار الشخصي فيها وتقوم على الاعتبار المالي، ولها خصائص أخرى تتميز بها من حيث كونها ذات طابع تنظيمي وطبيعة اجتماعية، وتتعدد إلى عدة أنواع.

الفرع الأول: نشأة شركات المساهمة

ظهرت شركات المساهمة مع قيام الثورة الصناعية، وبعد تراجع دور نظام الشركة العادية "شركات العائلة"، أو شركات الأشخاص في تلبية الاحتياجات التمويلية للمشاريع الكبيرة.

لقد خلقت الثورة الصناعية طلباً بالنسبة للأموال اللازمة، كرسامال 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.

قد 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.

في الوقت الحاضر، أصبحت هذه الشركات قادرة على تخطي الحدود السياسية، حيث ظهرت هناك الشركات متعددة الجنسيات⁽¹⁾، كما ظهرت المنشآت ذات الأقسام والفروع والتي وفر لها حجمها الكبير استثمارات وامكانات هائلة، جعلتها قادرة على تبني برامج دائمة للبحث العلمي والتطوير، ويسر لها تقديم خدماتها بتكاليف متناقصة من سنة لأخرى، مما فتح المجال أمامها للازدهار والاستمرار إضافة إلى ذلك امكانات هذه الشركات مكنتها من وضع حلول جديدة لمشاكل قديمة، مثل تحسين البيئة المحيطة بالشركة⁽²⁾.

الفرع الثاني: مفهوم شركات المساهمة

أولاً: تعريف شركات المساهمة

جاءت عدة تعريفات لشركات المساهمة نذكر منها:

التعريف الأول: شركات المساهمة، هي شركة تجارية تتألف من عدد من المؤسسين يسألون عن ديونها والتزاماتها بمقدار مساهمتهم في رأس المال⁽³⁾.

(1) رضوان حلوة حنان، هيثم العبادي، فوز الدين ابوجاموس : " محاسبة الشركات، أموال - اشخاص، التاصيل النظري و التطبيق العملي "، إثناء للنشر و التوزيع، الأردن، 2009، ص 13.

(2) زهير الحدرب، مرجع سبق ذكره، ص 166.

(3) خالد ابراهيم التلاحمة، مرجع سبق ذكره، ص 154.

التعريف الثاني: تتألف شركات المساهمة من عدد من المؤسسين، لا يقل عن اثنين يكتتبون فيها بأسهم قابلة للإدراج في أسواق الأوراق المالية، وقابلة للتداول والتحويل وفقا لأحكام قانون الشركات، وأي تشريعات أخرى معمول بها، ويكون مؤسسو الشركة ومساهموها مسؤولين عن ديون الشركة والتزاماتها فقط، بمقدار مساهمتهم في رأس المال وليس لشخصهم أي تأثير في تكوينها⁽¹⁾.

التعريف الثالث: 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 حدى، ويتم تكوين الشركة المساهمة باتفاق مجموعة من المساهمين المعروفين باسم المؤسسين، وتقديم طلب خاص إلى الجهات المعنية في الدولة⁽²⁾.

التعريف الرابع: الشركة المساهمة هي الشركة التي تتألف من المساهمين، يكتتبون فيها بأسهم قابلة للإدراج في أسواق الأوراق المالية وللتداول وللتحويل، وتكون الشركة بموجوداتها وأموالها مسؤولة عن الديون والالتزامات المترتبة عليها، ولا يكون المساهم مسؤولا اتجاه الشركة عن ما تقدم، إلا بمقدار الأسهم التي يملكها في الشركة⁽³⁾.

كما يمكن أن نعرف الشركة المساهمة بأنها: " شخصية اعتبارية مستقلة عن شخصية أصحابها، الذين يساهمون في تكوين رأسمالها في شكل حصص متساوية، يسمى كل واحد منها سهما، يكون قابل للتداول في سوق الأوراق المالية "

ثانيا: خصائص شركات المساهمة

تتميز شركات المساهمة بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الشركات، ومنها⁽⁴⁾:

1. **خلوها من العنوان :** يكون اسم الشركة المساهمة خاليا من أسماء المساهمين كلهم أو بعضهم، لأن الاعتبار الأول في هذا النوع من الشركات للأموال وليس للأشخاص، وأن عنوانها يؤخذ عادة من طبيعة عملها، لا من أسماء مساهميها.

2. **قابلية رأسمالها للتداول :** يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة⁽⁵⁾، وهي قابلة للتداول بالأسواق المالية.

(1) رضوان حلوة حنان، و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 15.

(2) محمد السيد سرايا: " محاسبة شركات الأموال "، المكتب الجامعي الحديث كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2008، ص 6.

(3) وائل عودة العكشة و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 4.

(4) خالد أمين عيد الله. حمزة بشير أبو عاصي، مرجع سبق ذكره، ص 207.

(5) رضوان حلوه حنان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 15.

3. طرح أسهمها للاكتتاب العام: بعد الموافقة على تأسيس الشركة وتسجيلها، يتم طرح أسهمها للاكتتاب العام، ودعوة الجمهور لشراء هذه الأسهم عن طريق البنوك خلال المدة المحدودة، وفي حدود عدد الأسهم المطروحة للاكتتاب العام.

4. المسؤولية المحدودة : تكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار القيمة الإسمية للأسهم التي يحملها، ولا تتعدى ذلك مهما بلغت خسارة الشركة، فإذا ما زادت الخسائر عن رأس المال، فإن الدائنين هم الذين يتحملون الفرق في الخسائر الزائدة عن رأس المال.

5. استمرار حياة الشركة: إن الشخصية المستقلة للشركة المساهمة عن المساهمين فيها يمكنها من الاستمرار، طالما كانت هناك ضرورة لذلك، دون النظر إلى استمرار حياة المساهمين فيها (1) فلا تتوقف حياة الشركة المساهمة على أهلية المساهمين، حيث أن موت أو إفلاس أحد المساهمين، لا يؤدي إلى تصفية الشركة وحلها، فعملها غير محدد، ويعتمد على عقد التأسيس ونظام الشركة وبيانها.

6. الشخصية المستقلة: بما أنها شركة تجارية، فهي تتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالآثار القانونية الناتجة عن اكتساب هذه الشخصية، من اسم، جنسية، موطن، أهلية وذمة مالية مستقلة عن ذمة الشركاء (2) فلشركة المساهمة شخصية مستقلة عن شخصية المساهمين.

7. خضوعها للضريبة: تفرض على شركات المساهمة ضريبة باسم الشركة على الأرباح وقبل توزيعها على المساهمين(3)، حيث تفرض على شكل نسبة مئوية من ربح الشركة الخاضع للضريبة(4).

8. الطابع التنظيمي لشركة مساهمة: لشركات المساهمة تنظيم متكامل، يتألف من هيئات ذات اختصاصات محددة، تكفل إدارة أمورها، وتسير شؤونها وفقا للشروط المتفق عليها في عقدها أو نظامها والقواعد المنصوص عليها في القانون حسب كل دولة (5).

الفرع الثالث: طرق تأسيس شركة المساهمة والأوراق التي تصدرها

أولا : تأسيس شركة المساهمة

لتأسيس شركة المساهمة طريقتين هما (6):

1- طريقة التأسيس الفوري : وفيه يقتصر الاكتتاب على المؤسسين فحسب، فلا تطرح الأسهم للاكتتاب، كما هو الحال في التأسيس المتتابع (سيتم شرحه في العنصر الموالي)، ومن ثم فالإكتتاب الفوري، لا يشكل خطرا على صغار المدخرين ولا يستعينون بهم في تكوين رأس مال

(1) زهير الحدرب، مرجع سبق ذكره، ص 168.

(2) خالد ابراهيم التلاحمة، مرجع سبق ذكره، ص 154.

(3) زهير الحدرب، مرجع سبق ذكره، ص 168.

(4) رضوان حلوه حنان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 17.

(5) أكرم يا ملكي، مرجع سبق ذكره، ص 147.

(6) نادية فوضيل: "شركات الأموال في القانون الجزائري"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2008، ص ص (152-581).

الشركة، وإنما المؤسسين هم الذين يكونون رأس مال الشركة، نظرا لتمتعهم بوفرة المال والخبرة في تأسيس الشركة، ويتضمن التأسيس الفوري :

- تسجيل الشركة.
- الاكتتاب في رأس مال الشركة.
- تقدير الحصص العينية.
- تعيين القائمين بالإدارة.

2- طريقة التأسيس المتتابع : جاء في تعريف المؤسس، على أنه كل من وقع على العقد الابتدائي، ويرى الفقه الراجح أنه لا يكفي لاعتبار الشخص مؤسسا، أن يكون قد ساعد في ترويج المشروع أو ينجح في إقناع الجمهور على الاكتتاب أو أن يجمع فعلا بعض الاكتتابات أو أن يقوم لحساب المؤسسين ببعض أعمال الخبرة القانونية أو الحسابية أو التجارية، بل يجب بإضافة هذه الصفة، عليه أن يعمل بشكل إيجابي ومستمر على تأسيس الشركة مع تحمل المسؤولية المترتبة عن التأسيس.

ثانيا : الأوراق المالية التي تصدرها الشركة المساهمة

اتفقت التشريعات على تقسيم رأس مال الشركة المساهمة إلى أسهم، وللمشاركة في تكوينه تعرض تلك الأسهم على الجمهور في الاكتتاب العام، وإن اختلفت في تحديد الحد الأدنى والحد الأقصى لقيمة السهم، وتصدر شركة المساهمة ثلاثة أنواع من الصكوك تسمى الأوراق المالية وهي: الأسهم، السندات، وحصص التأسيس، لكن اتجهت التشريعات الحديثة إلى إلغاء حصة التأسيس، كالقانون اللبناني والقانون الفرنسي الصادر في 1966، وحذا حدوهما التشريع الجزائري واكتفى بالنص على الأسهم والسندات⁽¹⁾، واللذان سبق شرحهما إضافة إلى إصدارها للصكوك.

وتعد الشركات المساهمة، سواء كانت صناعية أو زراعية أو تجارية أو خدمية وسواء كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص، خاصة الأسهم والصكوك التي تصدرها، المادة الأساسية للسوق المالي⁽²⁾.

الفرع الرابع: أنواع شركات المساهمة

تميز في شركات المساهمة عدة أنواع أهمها⁽³⁾:

- شركة المساهمة العامة؛
- شركة المساهمة الخاصة؛

(1) المرجع نفسه، ص ص 181-185.

(2) شافية كتاف : " دور الأدوات المالية الإسلامية وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 44.

(3) أكرم ياملكي، مرجع سبق ذكره ص 147.

- شركة ذات المسؤولية المحدودة ؛

- شركة التوصية بالأسهم.

أولاً: شركة المساهمة العامة

1. تعريفها: تعد الشركة المساهمة العامة النموذج 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 ذات رؤوس الأموال الضخمة⁽¹⁾.

عُرفت شركات المساهمة العامة حسب رئيس المحكمة العليا في الولايات المتحدة عام 1819 كما يلي: "الشركة المساهمة العامة كائن اصطناعي، غير منظور، وغير ملموس وموجود فقط في مضمون القانون، أي أن شكل الشركة المساهمة من صنع القانونيين الذين أعطوا المال المملوك لمجموعة المساهمين، شخصية اعتبارية مستقلة عن أصحابه، بحيث يتمكن من التعاقد مع الغير أو ممارسة أوجه النشاط المختلفة التي يمارسها الشخص الطبيعي"⁽²⁾.

2. تأسيس شركة المساهمة العامة : يقصد بالتأسيس مجموعة من الأعمال القانونية والأفعال المادية التي يستلزمها خلق هذا الهيكل القانوني على النحو الذي حددته نصوص قانون الشركات، وهي أعمال تقوم بها مجموعة من الأشخاص يسمون (المؤسسون)⁽³⁾. ويتميز تأسيس الشركة المساهمة العامة بأنه بالإضافة إلى وجوب توافر الشروط الموضوعية من رضا ومحل وسبب، والشروط الشكلية العامة في كتابة عقد الشركة، وتسجيله ونشره، اللازمة لتأسيس كل شركة، يقتضي اتباع إجراءات إضافية تختلف ولا تعتبر هذه الشركة مؤسسة إلا باستكمالها⁽⁴⁾، ومن هذه الإجراءات⁽⁵⁾ :

أ- المرحلة التحضيرية (التمهيدية) : بمجرد أن يستقر المؤسسون على مشروع تكوين الشركة، بعد أن يتضح لهم جدوى المشروع من النواحي الاقتصادية والفنية، تبدأ المرحلة الأولى من إجراءات التأسيس، بإبرام عقد تأسيس الشركة ووضع نظامها الأساسي من قبل المؤسسين.

(1) خالد ابراهيم التلاحمة، مرجع سبق ذكره، ص153.

(2) زهير الحدرب، مرجع سبق ذكره، ص167.

(3) خالد ابراهيم التلاحمة، مرجع سبق ذكره، ص 155.

(4) أكرم يا مالكي، مرجع سبق ذكره، ص151.

(5) خالد ابراهيم التلاحمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 156-157.

يتضمن عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي على عدة بيانات نذكر منها (1):

- اسم الشركة ؛
 - مركزها الرئيسي؛
 - غايات الشركة ؛
 - أسماء مؤسسي الشركة وجنسياتهم؛
 - عدد الأسهم المكتتب بها؛
 - رأس مال الشركة المسموح به، والجزء المكتتب به فعلاً؛
 - بيان بالمقدمات العينية في الشركة إن وجدت وقيمتها.
- ب-مرحلة التسجيل:** يتم تقديم الطلب مع مرفقاته، موقعا عليه من المؤسسين ومستكملا للشروط القانونية، وهذه المرفقات قد تختلف من بلد لآخر، وغالبا ما تتضمن:
- عقد تأسيس الشركة؛
 - أسماء مؤسسي الشركة؛ نظامها الأساسي؛
 - محضر اجتماع المؤسسين المتضمن انتخاب لجنة المؤسسين التي تتولى الإشراف على إجراءات التأسيس وتحديد صلاحية التوقيع عن الشركة خلال مدة التأسيس؛
 - اسم مدقق الحسابات الذي اختاره المؤسسون لمرحلة التأسيس.
- ت-مرحلة الاكتتاب بالأسهم والشروع بالعمل:** الاكتتاب هو تصرف قانوني يلتزم بمقتضاه شخص بأن ينضم إلى شركات المساهمة، نظير دفعه قيمة الأسهم نقدا أو عينا، والأصل أن أي شركة تجارية بمجرد تسجيلها والإعلان عنها في الجريدة الرسمية، تصبح قادرة على ممارسة نشاطها التجاري، إلا أن الأمر يختلف بالنسبة للشركة المساهمة العامة، التي لا تستطيع أن تمارس نشاطها إلا بعد الانتهاء من مراحل التأسيس الثلاثة، والتي منها مرحلة الاكتتاب في رأس المال، بحسبان أن هذا الاكتتاب هو الأداة لتجميع الجزء الأكبر من رأس مال هذه الشركة، وهنا نميز بين نوعين من الاكتتاب :
- الاكتتاب العام: ويتم طرح أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب بها (شراؤها)؛
 - الاكتتاب الخاص: حسب هذا النوع فإن رأس مال الشركة يتم تغطيته من المؤسسين بأنفسهم أو بالاشتراك مع غيرهم دون الالتجاء إلى الجمهور للاكتتاب العام.

(1) وائل عودة العكشة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص234.

3. رأس مال الشركة المساهمة العامة: يعرف رأس المال في الشركة المساهمة، بأنه عبارة عن مجموع الأصول النقدية و/ أو التي يتم التصريح بها في عقد تأسيس شركة، بشرط أن تقسم هذه الأصول إلى أجزاء متساوية القيمة ويسمى كل منها سهما، ويسمى مالكا مساهما⁽¹⁾.

ويتكون رأس مال الشركة المساهمة العامة مما يلي⁽²⁾:

أ- رأس المال المصرح به: وهو عبارة عن رأس المال الذي للشركة الحق في إصداره والحصول عليه وهو مقدار ما يقرره مؤسسو الشركة المساهمة العامة كرأس مال عند التأسيس، ويتم التصريح به للشركة من قبل الجهات الإشرافية المختصة لمنح ترخيص الشركة، لذلك فهو يمثل سقف رأس المال المسموح به للشركة عند طرحه للاكتتاب، وينص عليه صراحة في عقد التأسيس، كأن يقال تأسست إحدى الشركات المساهمة العامة برأس مال قدرة أربعة مليون دينار موزع على أربعة مليون سهم، القيمة الإسمية للسهم دينار واحد، ومن رأس المال المصرح به تقوم الشركة المساهمة العامة بإصدار ما قد تحتاج إليه.

ب- رأس المال المصدر (المكتتب به) : عبارة عن القيمة الإسمية للأسهم المصدرة سواء كانت عادية أو ممتازة⁽³⁾، فهو رأس المال الذي تقوم الشركة المساهمة العامة بإصداره من رأس مالها المصرح به، ويتم الاكتتاب به بشكل عام أو خاص، فإذا كان عدد الأسهم المكتتب بها في المثال أعلاه هي 3.5 مليون سهم من أصل 4 مليون سهم، فيطلق على القيمة النقدية للأسهم المكتتب بها (رأس المال المكتتب به)، وهو في هذه الحالة 3.5 مليون دينار، ويظهر رأس المال المكتتب به في الميزانية العمومية للشركة المساهمة العامة، ومن الممكن أن يتساوى رأس المال المصدر مع رأس المال المرخص به، لكن لا يمكن في أي حال من الأحوال أن يتخطاه، فمن الممكن أن تقوم الشركة بزيادة رأس المال المصدر إلى أن يصل إلى رأس المال المرخص به⁽⁴⁾.

ت- رأس المال المدفوع : عبارة عن ذلك الجزء من رأس المال الذي تم تسديده فعلا من رأس المال الشركة المساهمة، وفي أغلب الأحيان فإن رأس المال المدفوع هو نفس رأس المال المكتتب به (المصدر)، حيث تقوم الشركة المساهمة بطلب من المساهمين تسديد رأس المال دفعة واحدة، وفي كافة الأحوال فإن رأس المال المدفوع ورأس المال المصدر يكونان متساويان أو أقل من رأس المال المصرح به.

(1) رضوان حلوة حنان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص60.

(2) المرجع نفسه، ص61.

(3) عبدالله عبدالعزيز هلال، مرجع سبق ذكره، ص303..

(4) المرجع نفسه، ص304.

وقد يجوز للشركات المساهمة العامة أن تزيد من رأسمالها المصرح به ويكون ذلك في الغالب إذا صادفت نجاحا وازدهارا، وتقوم الشركة المساهمة العامة بزيادة رأسمالها للأسباب التالية⁽¹⁾:

- لأغراض التوسع الرأسي في الاستثمار ولتوسيع حجم أعمال الشركة؛
- لأغراض التوسع الأفقي عن طريق فتح خطوط إنتاج أو فروع جديدة، أو تقوم بشراء شركات منافسة قائمة.
- للتخلص من حكم المحكمة عليها بالتصفية الإجبارية، إذا زاد مجموع خسائرها عن 75% من مجموع رأسمالها، فيما يتعلق بالشركة ذات المسؤولية المحدودة.
- استجابة لاشتراطات القوانين المختلفة ؛
- تجنباً لدمج الشركة (دمجا قصريا) مع شركة أخرى؛
- للتلافي المضاربات على الأسهم والتي تحصل بسبب وجود أرباح محجوزة كبيرة، فتقوم الشركة بتوزيع أسهم مجانية على المساهمين وزيادة رأس المال بقيمتها عن طريق تحويل قيمتها من الاحتياطي الاختياري أو الأرباح المحجوزة إلى رأس المال.
- للتخلص من الاحتياطات المتجمعة لسداد السندات التي أصدرتها الشركة، فتقوم الشركة بحجز احتياطي لسداد السندات استجابة لاشتراطات حملة السندات، بضرورة العمل على تدبير المال اللازم للسداد، وبعد سداد السندات تضم الاحتياطات لرأس المال.

4. مصادر أموال الشركة المساهمة العامة: يعتبر تدبير المال (التمويل) اللازم للشركة المساهمة العامة من أهم الأولويات التي يتم عادة أخذها بالاعتبار بمجرد نشوء فكرة تأسيس الشركة، وهناك عدة مصادر عادة ما تحصل منها الشركة المساهمة العامة على حاجاتها من الأموال وتشمل هذه المصادر⁽²⁾ :

- أ- حملة الأسهم : تقوم الشركة المساهمة العامة بإصدار (شهادات أسهم)، تعترف بموجبها بملكية حاملي هذه الشهادات لأجزاء من رأس المال، ويقوم حملة الأسهم بدفع مقابل هذه الشهادات وهو ما يطلق عليه اسم (رأس المال).
- ب- الاقتراض : قد تلجأ الشركة العامة إلى الاقتراض من البنوك والمؤسسة المالية مباشرة من خلال إصدار شهادات تسمى السندات، يتم الاكتتاب عليها.

(1) زهير الحدرب، مرجع سبق ذكره، ص 247.

(2) رضوان حلوة حنان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 59.

ت-التمويل الذاتي: وذلك اعتمادا على قدرتها الذاتية مستخدمة في ذلك الأرباح السنوية المحققة والمحتجزة، أي غير الموزعة، وغالبا ما تكون الشركة المساهمة العامة ملزمة بحكم قانون الشركات باقتطاع جزء من أرباحها كاحتياطات.

ث-الاستئجار التمويلي : تقوم الشركة المساهمة العامة باستئجار ما قد تحتاج إليه من أصول ثابتة بدلا من القيام بشرائها بمبالغ طائلة، وهذا ما يسمى بالاستئجار التمويلي، وهو عادة استئجار تنتفع منه الشركة لعدة سنوات، ومثل هذه الأصول تسمى بالأصول المستأجرة، تميزا لها عن الأصول المملوكة ملكية قانونية.

ثانيا : شركات 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 أس 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⁽²⁾. ويكون مالكيها اثنان أو أكثر، وتسري عليها أحكام الشركة المساهمة العامة ويجوز لها أن تصدر أسهم وسندات قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

2- خصائص الشركة المساهمة الخاصة :

لشركة المساهمة الخاصة جملة من الخصائص أهمها⁽³⁾:

أ- أنها شركة تجارية تتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالأثار القانونية الناتجة عن اكتساب هذه الشخصية من اسم وجنسية وموطن وأهلية وذمة مالية مستقلة عن ذمة الشركاء فيها؛

ب-إن مسؤولية الشريك فيها محدودة بمقدار مساهمته في رأسمالها؛

ت-أن أسهمها تقبل الطرح للاكتتاب، كما أنها تقبل التداول بالطرق التجارية؛

ث-أن اسمها مستمد من غاياتها مع إضافة عبارة شركة مساهمة خاصة محدودة لذلك الاسم.

3- تأسيس شركة المساهمة الخاصة: حتى يتم تأسيس وتسجيل الشركة المساهمة الخاصة، لابد من توافر نوعين من الشروط هما⁽⁴⁾:

أ- النوع الأول: شروط موضوعية، تقسم إلى عامة وخاصة وتتمثل الشروط العامة بتلك

اللازمة لصحة تكوين العقد، وهي التراضي والأهلية والمحل والسبب وتتمثل الشروط

(1) خالد ابراهيم التلاحمة، مرجع سبق ذكره، ص 196.

(2) أكرم يا مالكي، دراسة مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص 338.

(3) خالد ابراهيم التلاحمة، مرجع سبق ذكره، ص 197.

(4) المرجع نفسه، ص 198.

الخاصة بتعدد الشركاء ونية المشاركة ومقاسمة الأرباح والخسائر وتقديم الحصص.

ب- النوع الثاني: شروط شكلية متعلقة بإجراءات التأسيس، ومن بين البيانات التي

يشتملها عقد التأسيس ونظامها الأساسي :

- اسم الشركة ؛

- مركزها الرئيسي وعنوانها المعتمد للتبليغ.

ثالثا : الشركات ذات المسؤولية المحدودة

تتكون الشركات ذات المسؤولية المحدودة من شريكين أو أكثر، وتكون مسؤولية الشريك فيها عن ديونها والالتزامات المترتبة عليها وخسائرها بمقدار حصته في رأسمالها.

وتستمد الشركة ذات المسؤولية المحدودة اسمها من غاياتها، ويجب أن تضاف إليه عبارة "ذات المسؤولية المحدودة" وأن يدرج اسمها هذا ومقدار رأسمالها في جميع الأوراق والمطبوعات التي تستخدمها في أعمالها وفي العقود التي تبرمها⁽¹⁾.

رابعا : شركة التوصية بالأسهم

كما تسميها غالبية القوانين العربية أو شركة التوصية المساهمة، لا تختلف أساسا عن شركة التوصية البسيطة^(*) (بالحصص) إلا لكونها كما تدل على ذلك تسميتها " شركة بالأسهم " أي شركة مقسم رأسمالها إلى أجزاء ممثلة بوثائق (مستندات) ذات قيمة اسمية معينة وليس إلى حصص⁽²⁾، يتكون اسم شركة التوصية من اسم واحد أو أكثر من الشركاء المتضامنين، على أن تضاف إلى اسمها هذا عبارة (شركة توصية بالأسهم)⁽³⁾.

(1) وائل عودة عكشة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 297.

(*) هي شركة تشمل على نوعين من الشركاء، شركاء متضامنون وشركاء موصون، أنظر خالد أمين عبدالله، حمزة بشير أبو العاصي " محاسبة الشركات أشخاص وأموال ".

(2) أكرم يا مالكي، مرجع سبق ذكره، ص 413.

(3) وائل عودة العكشة، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 319.

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل الخاص بالإطار النظري لسوق الأوراق المالية ولشركات المساهمة، سمح لنا بالخروج ببعض المفاهيم من أهمها، أن سوق الأوراق المالية هي ذلك المجال الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعة وشراء، كما يمكن اعتبارها القناة التي تيسر تدفق الأموال من الفئات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الفئات الاقتصادية التي تعاني العجز المالي، لها مجموعة الخصائص ما تميزها بشكل كامل عن باقي الأسواق، وتصنف إلى سوق رأس المال وسوق النقد، تتفرع عنها عدة فروع، تعتبر الأوراق المالية المادة الأساسية التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، منها الأسهم والسندات والمشتقات المالية، والصكوك التي تصدرها منشآت الأعمال، ويمثل المتعاملين الماليين حلقة وصل بين المستثمرين والمدخرين وما بين هذه المنشآت، حيث قد ساعد تعدد أنواع أسواق الأوراق المالية وتنوع أدوات المالية المتداولة بها إلى جذب العديد من المستثمرين وإقبال الأفراد والشركات إليها، من بينها شركات المساهمة التي ينقسم رأس مالها إلى عدد كبير من الحصص المتساوية يطلق عليها الأسهم، هذه الأخيرة قابلة للتداول بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، كما يمكن اعتبار شركات المساهمة من أقدر الشركات في اجتذاب رؤوس الأموال من كبار المساهمين أو المدخرين الصغار الذين يرغبون في استثمار أموالهم.

الفصل الثالث:

استخدام الصكوك في تمويل
شركة الدار العقارية بسوق
أبوظبي للأوراق المالية خلال
الفترة 2015/2010

تمهيد :

شهدت سوق أبوظبي للأوراق المالية تطورا ملحوظا في السنوات القليلة الماضية، حيث عملت على النهوض بالدور المنوط لها والمتمثل في توفير الأدوات المالية التي تلبي طلبات الأفراد والمتعاملين، وتطمح إدارة السوق إلى زيادة تنوع الأوراق المالية لتنشيط التداول عن طريق زيادة البدائل الاستثمارية، ومن بين الأوراق المالية المتداولة في سوق أبوظبي للأوراق المالية أسهم وسندات، إضافة إلى إصدارات الصكوك واستخدامها من طرف الحكومة والشركات، ومنها شركات المساهمة التي تسعى إلى استقطاب رؤوس الأموال لتحقيق أهدافها الإنتاجية والتوسعية، فالصكوك أصبحت تلعب دورا هاما في وجود شركات تعمل على إصدارها واستخدامها كأداة تمويلية أكثر أمانا وأقل مخاطرة من خلال هذا الفصل سيتم دراسة وتحليل جوانب تطبيقية لاستخدام الصكوك في تمويل شركة مساهمة ممثلة في الدار العقارية والمسجلة في سوق أبوظبي للأوراق المالية حيث سنتطرق فيه إلى مجموعة من المباحث الآتية :

المبحث الأول : التعريف بسوق أبوظبي للأوراق المالية

المبحث الثاني: تطور الهيكل التمويلي لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

المبحث الثالث: أثر استخدام الصكوك على بعض مؤشرات الأداء المالي لشركة الدار العقارية

خلال الفترة 2015/2010.

المبحث الأول: التعريف بسوق أبوظبي للأوراق المالية

يعد إنشاء سوق أبوظبي للأوراق المالية من الخطوات الهامة في مسار تطوير القطاع المالي في إمارة أبوظبي لمساهمة في استغلال أفضل للموارد المالية المتاحة عن طريق توفير الظروف الملائمة للتعامل بالأوراق المالية.

سوف نحاول من خلال هذا المبحث التعرف على سوق أبوظبي للأوراق المالية وذلك بالتطرق إلى نشأته، أهدافه، ومبادئه، وهيكله التنظيمي، بالإضافة إلى شروط ومزايا إدراج الشركات فيه، الخدمات التي يقدمها، وشركات المساهمة المدرجة فيه.

المطلب الأول: نبذة عن سوق أبوظبي للأوراق المالية محل الدراسة

يعتبر سوق أبوظبي للأوراق المالية من أهم وأبرز الهيئات التي تساهم في تقدم النشاط الاقتصادي ورقية، ولقد أدى تنوع خدماته إلى الاهتمام بتطويره من أجل تقديم أفضل الخدمات وفقاً لأعلى معايير التميز والاحترافية المعمول بها عالمياً.

الفرع الأول: نشأة سوق أبوظبي للأوراق المالية

يعد إنشاء عدد من الشركات المساهمة في مطلع الستينات تمهيداً لقيام سوق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة والذي ظل يعمل بصورة غير منتظمة لفترة طويلة، مما أدى إلى حدوث اختلالات كبيرة، ترتبت عنها غياب الآليات المناسبة في تحديد أسعار الأوراق المالية، انعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، عدم توفر الشفافية والإفصاح.

ومع زيادة عدد الشركات المساهمة وزيادة الوعي الاستثماري تم إنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية بعد صدور القانون الاتحادي رقم 2000/04 المتعلق به، ليتم بذلك تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي⁽¹⁾، وفي هذا الإطار، تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية بتاريخ 15 نوفمبر 2000 بموجب القانون المحلي رقم 03 لسنة 2000 والذي جعل أحكامه من السوق كيانا قانونياً والذي يتمتع بالاستقلال المالي والإداري، ويمنح لسوق السلطة الإشرافية والتنفيذية لممارسة وظائفه، ويملك سوق أبوظبي للأوراق المالية السلطة لإنشاء المراكز والفروع خارج إمارات أبوظبي، ومن هذه الفروع فرع العين، فرع الفجيرة، فرع مدينة زايد، فرع رأس الخيمة .

تم تشكيل مجلس الإدارة الأول بموجب المرسوم الأميري رقم 08 لسنة 2000، حيث يتألف هذا المجلس من 07 أعضاء تم تعيينهم لمدة 03 سنوات بمرسوم أميري⁽²⁾.

(1) http://bouhoot.blogs.pot.com/2015/04/blog-post_96html. (consulté le 11/04/2017 à 16h06min)

(2) https://www.adx.ae/arabic/pages/about_US/whow (consulté le 11/04/2017 à 16h 22min)

الفرع الثاني: أهداف سوق أبوظبي للأوراق المالية

- 1- من أهم الأهداف التي يطمح سوق أبوظبي للأوراق المالية لتحقيقها⁽¹⁾ إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية لصالح الاقتصاد؛
- 2- ضمان سلامة ودقة المعاملات وضمن التفاعل بين العرض والطلب لأجل تحديد الأسعار؛
- 3- حماية المستثمرين من خلال تعيين مبادئ تعاون عادلة ومناسبة بين المستثمرين؛
- 4- فرض ضوابط رقابية صارمة على معاملات الأوراق المالية لضمان صحة وسلامة الإجراءات؛
- 5- زيادة الوعي بالاستثمار من خلال إجراء الدراسات لأجل ضمان استثمار المدخرات في قطاعات مثمرة؛
- 6- ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي، وتطوير الطرق التجارية لتعزيز السيولة واستقرار أسعار الأوراق المالية المطروحة في السوق.

المطلب الثاني: مبادئ سوق أبوظبي للأوراق المالية وهيكله التنظيمي

يسعى سوق أبوظبي للأوراق المالية إلى تحقيق مجموعة من المبادئ التي تجعله عاملاً مهماً للنهوض بالاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية الاقتصادية من جهة، ومواجهة التحديات التي تفرضها التغيرات السريعة التي يشهدها العالم من جهة أخرى .

في هذا الإطار ومن أجل تحقيق المبادئ المسطرة، والأهداف المرجوة، فإنه يصبح من الضروري وضع هيكل تنظيمي كفاء قادر على تنفيذ الاستراتيجيات المتبعة وتطبيق الخطط الموضوعة.

الفرع الأول: مبادئ سوق أبوظبي للأوراق المالية

لسوق أبوظبي للأوراق المالية مبادئ تتمثل فيما يلي⁽²⁾:

- 1- **الشفافية:** نشر المعلومات في الوقت المناسب والملائم؛
- 2- **المصداقية:** من خلال الالتزام بأعلى المعايير القانونية والأخلاقية؛

⁽¹⁾ [https://www.adx.ae/arabic/pages/about US/whow](https://www.adx.ae/arabic/pages/about%20US/whow) (consulté le 11/04/2017 à 16h 40min)

⁽²⁾ [https://www.adx.ae/arabic/pages/about ADX /pages/mission vision.aspx](https://www.adx.ae/arabic/pages/about%20ADX/pages/mission%20vision.aspx) (consulté le 12/04/2017 à 20h 11min)

3- العدالة: عن طريق ضمان تلقي جميع العملاء للمعلومات الخاصة بهم بأسلوب معاملة يخلو من التحيز أو الغش؛

4- المهنية: وذلك من خلال تطبيق المعايير الدولية من خلال الاقتداء بأفضل الممارسات والإخلاص في تقديم ما يناسب احتياجات العملاء؛

5- ترشيد التكلفة: وذلك بضمن مستوى مناسب من الجودة؛

6- الكفاءة : من خلال الاستخدام الأمثل للموارد.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية

يتكون سوق أبوظبي للأوراق المالية مما يلي⁽¹⁾ :

1- مجلس الإدارة : يتكون هذا المجلس من 07 أعضاء، يتم تعيينهم لمدة 03 سنوات ويؤدي مجموعة من الصلاحيات والمسؤوليات تشمل التخطيط، التنظيم، الإشراف والرقابة، وتتمثل أهم هذه الصلاحيات فيما يلي :

- رسم السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق ووضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول.
- تحديد الإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدارة الأوراق المالية .
- اتخاذ القرارات بشأن تسجيل الوسطاء وتعيين مراقبي الحسابات.
- إعداد القوانين والأنظمة ذات العلاقة بالسوق وأهدافه.

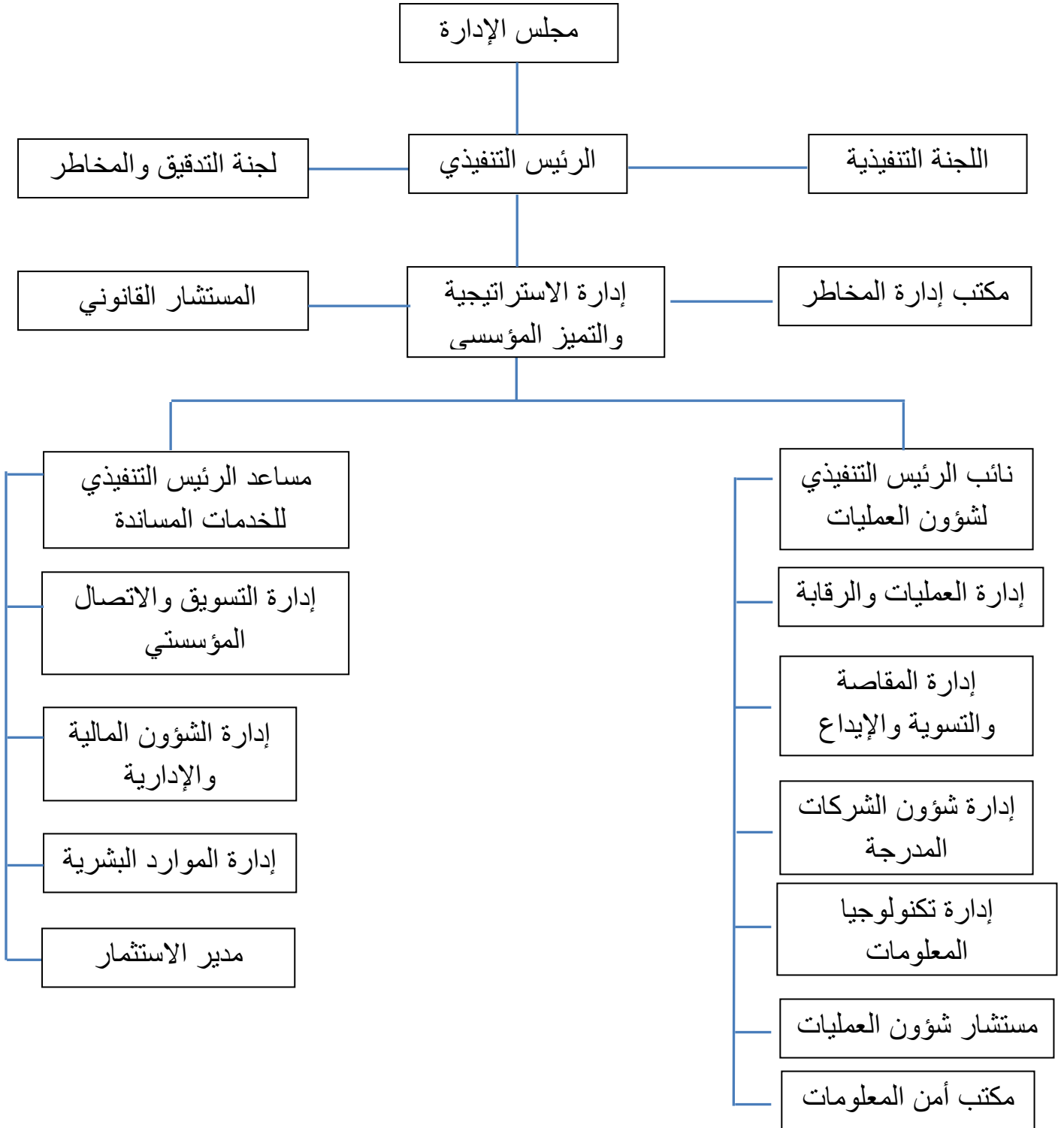
2- الرئيس التنفيذي: يعينه مجلس الإدارة، ويختص بتنفيذ السياسات التي يرسمها هذا الأخير، كما يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

3- لجنة التدقيق والمخاطر : تعد لجان التدقيق والمخاطر من أهم اللجان التي تساعد مجلس الإدارة في القيام بمهامه الإشرافية والرقابية، من خلال تقديمها للتقارير والتوصيات حول نتائج العملية التشغيلية والقوائم المالية وأنظمة الرقابة الداخلية.

4- اللجنة التنفيذية : يتم تعيينها من قبل مجلس الإدارة والذي يحدد طريقة عملها، اختصاصاتها وعدد أعضائها، وهي تقوم بمساعدة الرئيس التنفيذي على تطبيق السياسات والاستراتيجيات المرسومة وتحقيق أهداف السوق. والشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية.

⁽¹⁾ [https://www.adx.ae/arabic/pages/about ADX /pages/organization chart.aspx](https://www.adx.ae/arabic/pages/about%20ADX%20pages/organization%20chart.aspx) (consulté le 12/04/2017 à 20h 19min).

الشكل رقم 19 : الهيكل التنظيمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية



المصدر من إعداد الطالبة اعتمادا على الموقع الإلكتروني:

[https://www.adx.ae/arabic/pages/about Us/org chart.aspx](https://www.adx.ae/arabic/pages/about%20Us/org%20chart.aspx) (consulté le 12/04/2017 à 21h min)

الفرع الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق أبوظبي للأوراق المالية

تشتمل الأوراق المالية المتداولة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، بموجب تعريف قانون هيئة السوق على أسهم، سندات وأذونات التي تصدرها الشركات المساهمة أو الحكومات والهيئات العامة في الدولة.

تطمح إدارة السوق إلى زيادة التنوع في الأوراق المالية لتنشيط التداول عن طريق زيادة البدائل الاستثمارية، إلا أنها تواجهها مشكلة تكمن في سوق الإصدارات الأولية لهذه الأنواع من الأوراق المالية حيث أنه ونظرا لتوفر السيولة لدى القطاع المصرفي وسهولة الحصول على التمويل اللازم للقطاعات الانتاجية المختلفة عن طريق هذا الجهاز، فإن سوق الإصدارات الأولية للسندات ضعيف جدا⁽¹⁾.

المطلب الثالث: إدراج شركات المساهمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية

إن شركات المساهمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية يمكنها من الاستفادة من مجموعة من المزايا، مما يشجع الكثير من شركات المساهمة للتوجه والاستثمار في هذه السوق.

الفرع الأول: شركات المساهمة المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010

تتوزع الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية على تسعة قطاعات أساسية يمكن توضيحها حسب الجدول التالي:

جدول رقم (04): عدد الشركات المسجلة حسب القطاعات السوق أبوظبي للأوراق المالية

خلال سنة 2015.

القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع
البنوك	13	صناعة	11
استثمارات وخدمات مالية	4	خدمات	7
عقار	5	تأمين	17
طاقة	2	اتصالات	3
سلع استهلاكية	4	/	/

المصدر: من اعداد الطالبة، اعتمادا على التقرير السنوي 2015، سوق أبوظبي للأوراق المالية.

(1) http://www.adx/arabic/about_adx/pages/FAQ.aspx(consulte le 20/04/2017 a 14h00min)

من خلال الجدول رقم (4)، الذي يوضح عدد الشركات المدرجة حسب القطاعات في سوق أبوظبي للأوراق المالية، خلال السنة 2015، فإن عدد الشركات حسب القطاعات كان ثابتاً خلال فترة الدراسة، بحيث مثل قطاع التأمين وقطاع البنوك وقطاع الصناعة، العدد الأكبر من الشركات المسجلة في السوق بصفة عامة، وقدرت عدد الشركات ب: 17، 13، 11 شركة على التوالي، يليهم قطاع الخدمات بسبع شركات مدرجة ثم بقية القطاعات الأخرى، التي لم يتجاوز عدد شركاتها المدرجة الخمس شركات، كما تجدر الإشارة إلى أن عدد شركات العقار مثل استثناء، حيث انتقل من ثلاث شركات خلال الفترة 2010-2013 إلى خمس شركات في العامين 2014 و2015.

أما بالنسبة للشركات المساهمة التي تتعامل بالأسهم الشرعية، يمكن حصرها في 22 شركة مساهمة وذلك حسب التقرير المالي لسنة 2013، والتي يمكن تصنيفها حسب القطاعات من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(05): شركات المساهمة المتعاملة بالأسهم الشرعية في سوق أبوظبي للأوراق المالية

عدد الشركات المسجلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع	القطاع
07	صناعة	02	البنوك
03	خدمات	02	عقار
03	تأمين	01	طاقة
02	اتصالات	02	سلع استهلاكية

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لسوق أبوظبي للأوراق المالية لسنة 2013.

يتضح من خلال الجدول رقم (5)، أن عدد شركات المساهمة المتعاملة بالأسهم الشرعية والمدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية، بلغت 22 شركة موزعة على 08 قطاعات، حيث مثل قطاع الصناعة العدد الأكبر من شركات المساهمة المتعاملة بالأسهم الشرعية المسجلة في السوق بواقع سبع شركات، يليه كل من قطاعي الخدمات والتأمين بثلاث شركات لكل قطاع منهما مسجلة بالسوق، ثم يليها بقية القطاعات التي لم يتجاوز عدد شركاتها المتعاملة بالأسهم الشرعية الشركتين والمدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية، عدا قطاع الطاقة الذي مثل العدد الأقل مقارنة ببقية القطاعات، بواقع شركة مساهمة واحدة متعاملة بالأسهم الشرعية المسجلة في السوق.

الفرع الثاني : مزايا إدراج الشركات المساهمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية

تحقق عملية إدراج الشركات المساهمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية مجموعة من المزايا، يتم عرضها فيما يلي⁽¹⁾:

1- الترويج والدعاية : يعتبر الإدراج فرصة ترويجية ودعائية لشركات المساهمة من خلال الظهور في نشرات التداول اليومية وفي كافة مطبوعات السوق التي تسمح بالمتابعة المستمرة لنشاطاتها ومنتجاتها المختلفة من طرف المستثمرين والمتعاملين.

2- الحصول على التمويل الإضافي : تستطيع الشركات من خلال اطلاع المتعاملين على أخبارها وإنجازاتها وتقييم السوق لأسعارها ان تحصل على رؤوس أموال إضافية بطريقة يسهل توزيعها، مما يوفر لها فرص تمويل نشاطاتها الإنتاجية والتوسعية بتكاليف تقل كثيرا عن تكاليف الاقتراض من الجهات الممولة .

3- كفاءة نظام التداول والمقاصة والتسوية الإلكترونية : إن سوق أبوظبي للأوراق المالية بما يوفره من نظام الكتروني بالتداول والمقاصة يقدم أفضل الخدمات في هذا المجال بحيث يستطيع المستثمرون تسيير أسهمهم بسهولة من خلال تجميع عروض البيع وطلبات الشراء لدى السوق، وتفاعلها إلكترونيا، ومن ثم تنفيذها ونقل الملكية من حسابات المشترين إلى حسابات البائعين في نفس اللحظة، كما يتم إنهاء التسويات المالية بين الوسطاء في اليوم التالي، وهو زمن قياسي مقارنة بغيره من الأسواق المالية، وقد حل هذا الأسلوب بدلا من الأسلوب التقليدي الذين كان يتم فيه تجميع الأوامر من خلال الوسطاء بشكل يستغرق فترة زمنية طويلة للتداول والتسوية والمقاصة.

4- التقييم العادل : توفر السوق تفاعل آلية العرض والطلب على أسعار الشركات المساهمة المدرجة بما يعكس القيمة السوقية الحقيقية للأسهم، كما أن الضوابط القانونية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تتضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية تحد من المضاربات الضارة بالشركات المدرجة.

5- فرصة التملك والاندماج : يمكن للشركات المساهمة والمدرجة أن تستفيد من مزايا السوق في تسهيل وتنظيم عمليات الاندماج والتملك وذلك من خلال الإجراءات التنظيمية والفنية والتشريعات التي يتحكم التداول، المقاصة ونقل وتسجيل الملكية، حيث يتم معالجة هذه

⁽¹⁾ <https://www.adx.ae/arabic/securities/pages/guetting>Listed.aspx> (consulté le 13/04/2017 à 10h 14 min)

العمليات وفق نظم إلكترونية حديثة ووفق تشريعات قانونية تراعي العدالة وتوفر الحماية لكافة الأطراف ذات العلاقة .

المبحث الثاني : تطور الهيكل التمويلي لشركة المساهمة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

لقد شهدت سوق أبوظبي للأوراق المالية في الفترة الأخيرة، إقبالا واسعا على الصكوك من قبل المستثمرين الأفراد والشركات، ويرجع السبب في ذلك إلى الوفرة التي تشهدها صناعة المال الإسلامية في أبوظبي خصوصا في منطقة الخليج عموما، وقد تم اختيار سوق أبوظبي للدراسة، لاحتوائه على عدد من شركات المساهمة التي تعتمد في تمويلها على الصكوك ومنها شركة المساهمة الدار العقارية، والتي سيتم التعريف بها وبهيكلها التمويلي من خلال الفروع التالية:

المطلب الأول: تقديم شركة المساهمة الدار العقارية ورأس مالها (شركة مسجلة بسوق أبوظبي للأوراق المالية).

تم اختيار شركة الدار العقارية، كونها شركة مساهمة مسجلة بسوق أبوظبي للأوراق المالية وتستخدم الصكوك كأداة تمويلية وكمصدر من مصادر تمويل الشركة، وقبل التطرق إلى تحليل الهيكل التمويلي للشركة، تجدر الإشارة إلى تأسيس الشركة وأهم التطورات التي مرت بها.
الفرع الأول: تأسيس شركة المساهمة الدار العقارية والتطورات التي مرت بها:
أولا: تأسيس شركة الدار العقارية

تمت الموافقة على إنشاء الدار العقارية كشركة مساهمة عامة بموجب القرار رقم 16 لسنة 2004 الصادر عن دائرة أبوظبي للاقتصاد والتخطيط في 121 أكتوبر 2004، وتم إعلان تأسيس الشركة بموجب القرار الوزاري رقم 59 لسنة 2005 الصادر عن وزير الاقتصاد لدولة الإمارات العربية المتحدة بتاريخ 23 فيفري 2005 .

إن المقر الرئيسي والمحل القانوني للشركة في دولة الإمارات العربية المتحدة بمدينة أبوظبي، لكي يحق للشركة فتح فروع ومكاتب وتوكيلات لها داخل دولة الإمارات وخارجها لتحقيق أهدافها تعمل الشركة وشركاتها التابعة في العديد من القطاعات وبشكل أساسي في مجالات تطوير وبيع واستثمار وإنشاء وإدارة العقارات والخدمات المرتبطة بها، كما تعمل المجموعة (الشركة) في مجالات التطوير والمقاولات وإدارة وتشغيل الفنادق والمدارس والمراسي وملاعب الغولف⁽¹⁾.

(1) [https://www.adx.ae/arabic/pages/products and serv_](https://www.adx.ae/arabic/pages/products_and_serv_) (consulté le 20/04/2017 à 15h 36min)

ثانيا : التطورات الرئيسية لشركة الدار العقارية - شركة مساهمة -

مرت شركة المساهمة الدار العقارية بعدة تطورات يمكن ذكرها فيما يلي (1):

- ✓ 2004 تأسيس شركة الدار العقارية أبوظبي ؛
- ✓ 2005 البدء بمشروع حدائق الراحة في إمارة أبوظبي كأول مشروع للتملك والاستثمار العقاري في الإمارة ؛
- ✓ 2005 طرح نسبة 55% من أسهم الشركة للاكتتاب العام وتغطية الاكتتاب بـ 448 مرة؛
- ✓ 05 أبريل 2005 إدراج أسهم الشركة في سوق أبوظبي للأوراق المالية ؛
- ✓ 18 مارس 2006 زيادة رأسمال الشركة من 1500 مليون درهم إلى 1725 مليون درهم بالشراكة مع شركة صروح العقارية؛
- ✓ 18 مارس 2007 : بدء تداول وتملك الأجانب لأسهم الشركة ؛
- ✓ 23 أكتوبر 2007 : بدأت شركة الدار العقارية بزيادة رأسمالها عن طريق تحويل صكوك أصدرتها في مارس 2007 بقيمة 9.3 مليار درهم إلى أسهم زيادة رأسمال؛
- ✓ 31 ديسمبر 2008 : ارتفاع رأسمال الشركة إلى 2574.6 مليون درهم بعد تحويل صكوك إلى 431 مليون سهم خلال 2008.
- ✓ 26 مارس 2011 تم زيادة رأسمال الشركة من 2881.6 مليون سهم إلى 4085.1 مليون درهم عن طريق تحويل السندات بقيمة 2106.1 مليون درهم إلى 1203.5 مليون سهم جديد لشركة مبادلة للتنمية، وتصبح حصتها 49% .
- ✓ 30 جوان 2013 : تم الاندماج بين شركة الدار العقارية و صروح العقارية وزيادة رأسمال الدار العقارية إلى 7862.63 مليون درهم، وحل شركة صروح وتحويل جميع أصولها والتزاماتها إلى شركة الدار العقارية.

الفرع الثاني : رأس مال الشركة المساهمة الدار العقارية وبيان مركزها المالي

أولا : رأسمال الشركة المساهمة - الدار العقارية -

حدد رأسمال الشركة بمبلغ مليار وخمسمائة مليون درهم موزع على مليار وخمسمائة مليون سهم، بقيمة اسمية قدرها درهم واحد للسهم الواحد وجميعها أسهم نقدية مدفوعة بالكامل⁽²⁾، وللشركة شخصية اعتبارية مستقلة ومسؤولية كل مساهم محددة وتتحصر في قيمة مساهمته في رأس مال الشركة

(1) http://uae.orgaan.com/company/company_profile/m

(2) المادة 06 من عقد تأسيس لشركة الدار العقارية، شركة مساهمة عامة، ص51، على الموقع الإلكتروني :

http://uae.orgaan.com/company/company/historic_pc

وبالتالي، لا يجوز لأي طرف ثالث المطالبة بأي من أصول المساهمة الأخرى لسداد ديون على الشركة حسب نظام الشركة الأساسي، فإن لحاملي الأسهم حقوقاً تتمثل في (1):

- ✓ استلام الأرباح المعلن عنها في اجتماع الجمعية العمومية؛
- ✓ حق أولوية الاكتتاب بأسهم جديدة في الشركة في المستقبل قبل الآخرين من غير المساهمين؛
- ✓ حق المشاركة في أي توزيع لأصول الشركة عند التصفية؛
- ✓ حق معاينة الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر الصادرين عن الشركة؛
- ✓ المشاركة والتصويت في الجمعيات العمومية .

ثانياً: المركز المالي لشركة المساهمة الدار العقارية

قبل إدراج قائمة المركز المالي لشركة المساهمة - الدار العقارية - سيتم التعريف ببعض المصطلحات ذات الصلة وهي: هيكل التمويل، قائمة لمركز المالي

1- مفهوم هيكل التمويل:

يحدد قرار التمويل الكيفية التي ستحصل فيها الشركة على مصادر الأموال سواء كان التمويل بالملكية فقط أم بالديون والملكية، ويحدد القرار النسبة لكل مصدر من هذه المصادر، فمزيج الديون وحق الملكية يطلق عليه مصطلح هيكل التمويل (2).

كما يقصد بهيكل التمويل بأنه هيكل مصادر التمويل، أو جانب المطلوبات وحق الملكية في كشف الميزانية العمومية، ويمثل الأسلوب الذي يتم عن طريقه تمويل موجودات الشركة، ويتمثل في فقرات المطلوبات وحق الملكية في الميزانية العمومية، بحيث يتضمن المديونية قصيرة الأجل (المطلوبات المتداولة) والمديونية طويلة الأجل (المطلوبات غير المتداولة).

أما هيكل رأس المال فيراد منه التمويل طويل الأجل أو الدائم وهي قروض طويلة الأجل (أسهم ممتازة إن وجدت)، وحقوق الملكية المكونة من الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة والاستثمار المالي طويل الأجل. ويعكس هيكل التمويل السياسة المالية التي تتبعها الشركة في تحديد مزيج الأدوات المالية المستخدمة في تمويل الاحتياجات المالية (3).

2- مفهوم قائمة المركز المالي: هي من إحدى القوائم المالية المهمة لأي منشأة، ويطلق

عليها اسم الميزانية العمومية، يتم من خلالها بيان الوضع المالي للمنشأة من خلال الحسابات والمبالغ

(1) نشرة الاكتتاب العام وعقد التأسيس والنظام الأساسي، ص 41.

(2) عادلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين بدران: "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة"، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد السابع والثلاثون، المجلد العاشر، تشرين الثاني، 2014، ص 86.

(3) عادلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين بدران، مرجع سبق ذكره، ص 86، 87.

التي تخص الأصول والمطلوبات وحقوق الملكية في لحظة زمنية معينة، ومن فوائد قائمة المركز المالي⁽¹⁾:

- ✓ معرفة المنشأة بأنها قادرة على سداد التزاماتها أولاً؛
- ✓ بيان المركز المالي للشركة والمنشأة؛
- ✓ اتخاذ القرار فيما يخص استمرار عمل المنشأة، إذا كانت غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية؛

✓ تقديم معلومات محاسبية للمطلعين على تلك البيانات ومستخدميها.

3- قائمة المركز المالي بشركة المساهمة - الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 :

للتعرف على الأدوات المالية المستخدمة في تمويل موجودات شركة الدار العقارية، ومدى استخدامها للصكوك كأداة تمويلية ندرج الجدول التالي الذي يوضح تطور الهيكل التمويلي لشركة المساهمة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

(1) <http://mawdoo3.com/> consulté le 21 avril 2017 à 17h 15min).

يمثل الجدول رقم (06) تطور الهيكل التمويلي لشركة المساهمة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 والمبالغ بألف درهم اماراتي، ومن خلاله يتضح أن الشركة تعتمد في تمويل احتياجاتها على ثلاث أصناف متميزة وهي: حقوق الملكية، المطلوبات غير المتداولة والمطلوبات المتداولة، وتختلف هذه الأصناف بحسب تاريخ استحقاقها ودرجة اعتماد الشركة عليها في تمويل نشاطاتها، ويمكن توضيح تطور مصادر تمويل شركة المساهمة الدار العقارية حسب هذه الأصناف خلال الفترة 2015/2010 من خلال الجدول والشكل التاليين:

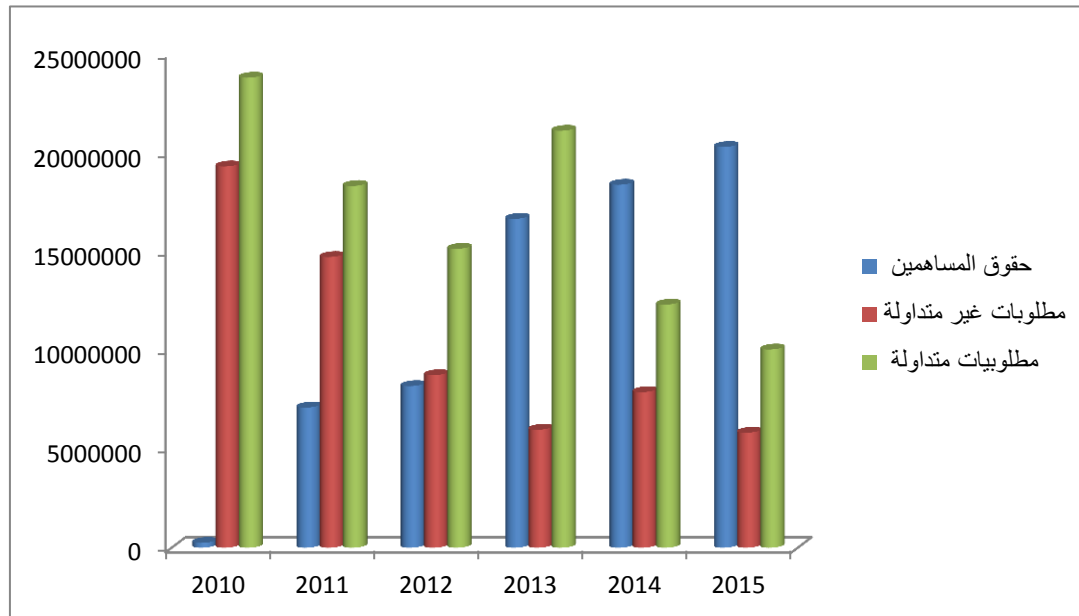
الجدول رقم (06-1): تطور مصادر تمويل شركة المساهمة الدار العقارية حسب الأصناف الرئيسية

لهيكل التمويل خلال الفترة 2015/2010

2015	2014	2013	2012	2011	2010	
20287728,00	18373382,00	16647959,00	8179507,00	7093575,00	246785,00	اجمالي حقوق المساهمين
5822246,00	7874696,00	5972316,00	8732393,00	14712836,00	19300285,00	مجموع مطلوبات غير متداولة
10030702,00	12301052,00	21107772,00	15128807,00	18311503,00	23797112,00	مجموع مطلوبات متداولة

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (06).

الشكل رقم (20): تطور مصادر تمويل شركة الدار العقارية حسب الأصناف الرئيسية لهيكل التمويل خلال الفترة 2015/2010.



المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (06-1).

من خلال الجدول رقم (1-06) والشكل رقم(20)، اللذان يبينان تطور مصادر تمويل شركة المساهمة الدار العقارية حسب الأصناف الرئيسية لهيكل تمويلها خلال الفترة 2015/2010، والمبالغ بألف درهم اماراتي يتضح ما يلي:

✓ لم تعتمد الشركة في تمويلاتها بشكل كبير على حقوق الملكية خلال السنوات الأولى لفترة الدراسة، فقد شكلت نسبة مساهمة لم تتعدى 9% من إجمالي مصادر التمويل خلال سنة 2010 وهو ما يعادل قيمة 4.246.785.00 ألف درهم اماراتي، لتشهد بعد ذلك نموا كبيرا، حيث تضاعف هذا المبلغ في السنوات الموالية لتصل قيمته سنة 2015 إلى 20.287.728 ألف درهم اماراتي ما يعادل 56% من إجمالي مصادر تمويل الشركة، ويعبر ذلك على اعتماد الشركة في تمويل احتياجاتها المالية بأكثر من نصف مصادرها المالية على حقوق المساهمين خلال هذه السنة.

✓ في حين اعتمدت شركة الدار العقارية على المطلوبات غير المتداولة في تمويل احتياجاتها، فقد شكلت نسبة كبيرة خلال السنوات الأولى لفترة الدراسة، حيث بلغت قيمتها 19.3285.00 ألف درهم اماراتي سنة 2010، ما يعادل نسبة 41% من إجمالي مصادر تمويل الشركة، لتشهد بعد ذلك انخفاضا بقيم متفاوتة وتصل إلى أقل قيمة مساهمة لها في سنة 2015 قدرت بـ 5.822.246.00 ألف درهم اماراتي، ما يعادل نسبة 11,16% من مجموع حقوق المساهمين والمطلوبات، وهذا راجع لزيادة حجم حقوق المساهمين لسنة 2015، وتوجه الشركة نحو اعتمادها التمويل الداخلي ومحاولة خلق توازن بين مستوى القروض وأنشطة التشغيل من أجل توفير أقصى قدر من المرونة وضمن الدعم الذي تحتاجه الميزانية على أمد طويل، وتفاديا لتحمل خدمات القروض وتكلفة تلك الموارد المالية .

✓ أما بالنسبة إلى إجمالي المطلوبات المتداولة، فقد شكلت مساهمتها نسب أكبر خلال السنوات الأولى للشركة من فترة الدراسة، حيث اعتمدت عليها بنسبة 50% من إجمالي مصادر التمويل في سنة 2010، ما يعادل قيمته 23.797.112 ألف درهم اماراتي، نظرا لأن رأس المال وحقوق المساهمين، بصفة عامة لم يكن بالمستوى الذي يمكن من القيام بنشاطها، لذلك فقد اعتمدت شركة الدار العقارية في تمويل احتياجاتها بشكل كبير على القروض والديون القصيرة الأجل، إلا أن هذه النسبة أخذت في التناقص خلال السنوات اللاحقة، لتصل إلى أدنى نسبة مساهمة سنة 2015 قدرت بـ 27,75% من إجمالي مصادر تمويل نشاطها، ما يعادل قيمة 10.030.702 ألف درهم.

المطلب الثاني: تطور مكونات حقوق المساهمين لشركة المساهمة الدار العقارية خلال
الفترة 2015/2010

تمثل حقوق المساهمين مصدر التمويل الدائم والأكثر أهمية بالنسبة لأي شركة، بحيث تسعى شركات المساهمة عموماً إلى تحسين الأداء المالي للشركة، لكن المشكلة التي تواجهها تكمن في صعوبة تحديد أفضل هيكل لرأس المال يؤدي إما لزيادة ربحيتها أو تعظيم قيمتها الربحية وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين .

ويمكن توضيح تطور مكونات حقوق المساهمين لشركة المساهمة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (06-2): تطور عناصر حقوق المساهمين لشركة المساهمة الدار العقارية

خلال الفترة 2015/2010 الوحدة: ألف درهم

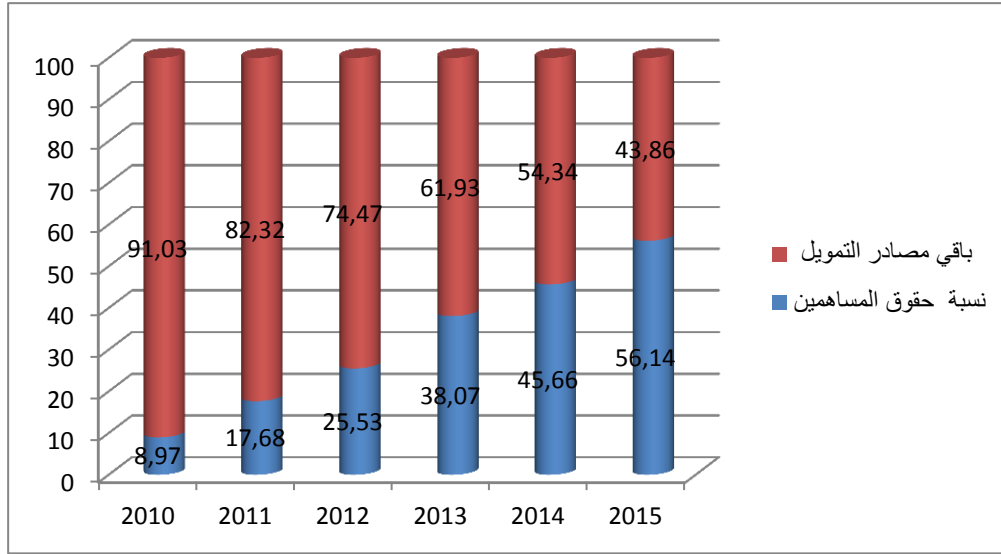
شركة الدار العقارية	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)
رأس المال	5,45%	2 577 895,00	10,18%	4 085 129,00	12,75%	4 085 129,00	17,98%	7 862 630,00	20,40%	7 862 630,00	21,76%	7 862 630,00
علاوة الإصدار	8,08%	3 823 173,00	19,90%	7 984 873,00	24,92%	7 984 873,00	23,81%	10 412 278,00	0,00%	-	0,00%	-
تكاليف إصدار رأس المال الصافي	-	79 920,00	-	79 920,00	-	79 920,00	-	79 920,00	-	-	-	-
احتياطي قانوني	1,72%	812 070,00	2,18%	876 319,00	3,15%	1 010 385,00	2,82%	1 235 014,00	10,20%	3 931 315,00	10,88%	3 931 315,00
احتياطي تحوط	-	98 186,00	-	52 968,00	-	59 896,00	-	48 296,00	-	43 511,00	-	25 908,00
احتياطي قيمة عادلة	-	18 500,00	0,09%	34 630,00	0,02%	7 088,00	0,02%	8 301,00	0,05%	20 013,00	0,08%	29 283,00
سندات قابلة للتحويل	7,91%	3 744 103,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
أرباح مستبقات/(خسائر متراكمة)	-	6 513 959,00	-	5 754 488,00	-	4 768 152,00	-	3 015 384,00	16,36%	6 305 425,00	22,70%	8 202 469,00
حقوق الملكية العائدة إلى مالكي الشركة	8,97%	4 246 676,00	17,68%	7 093 575,00	25,53%	8 179 507,00	37,45%	16 374 623,00	46,89%	18 075 872,00	55,34%	19 999 789,00
حقوق الملكية غير المسيطرة	0,00%	109,00	-	-	-	-	0,63%	273 336,00	0,77%	297 510,00	0,80%	287 939,00
اجمالي حقوق المساهمين	8,97%	4 246 785,00	17,68%	7 093 575,00	25,53%	8 179 507,00	38,07%	16 647 959,00	47,66%	18 373 382,00	56,14%	20 287 728,00
اجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات	100,00%	47 344 182,00	100,00%	40 117 914,00	100,00%	32 040 707,00	100,00%	43 728 047,00	100,00%	38 549 130,00	100,00%	36 140 676,00

المصدر : من اعداد الطالبة اعتماداً على التقارير المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

يمثل الجدول رقم (06-2)، تطور عناصر حقوق المساهمين لشركة المساهمة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 والمبالغ بألف درهم اماراتي، حيث يتضح من خلاله أن اجمالي حقوق المساهمين شهدت نمواً كبيراً ومتسارعاً، فقدرت قيمة نموه سنة 2011 بمبلغ 2.846.790 ألف درهم اماراتي، في حين بلغ مقدار نموها سنة 2012 ما قيمته 1.085.932 ألف درهم اماراتي، وشهدت زيادات أخرى في خلال السنوات الموالية، لتتحقق نمواً آخر سنة 2015 بمقدار 1.914.346 ألف درهم اماراتي.

كما يمكن توضيح تطور عناصر حقوق المساهمين لشركة المساهمة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (21): نسبة تطور حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010



المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول رقم (06-2).

يبين الشكل رقم (21)، نسبة تطور حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، يتضح أن شركة الدار العقارية اعتمدت في تمويل احتياجاتها على حقوق المساهمين بنسب تزايدت بشكل كبير من سنة لأخرى، حيث انتقلت من 8,97 % من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات سنة 2010، لتحقيق أعلى نسبة مساهمة سنة 2015 قدرت ب 56,14% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، لتشكل الجزء الأكبر من مصادر تمويل الشركة مقارنة ببقية المصادر التي لم تتعدى نسبتها 43,86% خلال هذه السنة.

كما يمكن معرفة التطورات الحاصلة في حقوق المساهمين وإبراز العناصر الأكثر مساهمة في تحقيق هذا النمو من خلال ما يلي:

الفرع الأول: تطور رأس المال الصافي لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

يمثل رأس المال الصافي، رأس مال الشركة مضافا له علاوة الإصدار مطروحا منه تكاليف الإصدار، ومنه لتوضيح تطور رأس المال الصافي لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، لابد من دراسة تطور عناصره على النحو التالي:

جدول رقم (06-3): تطور رأس المال الصافي لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

الوحدة: ألف درهم إماراتي

السنوات البيان	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)
رأس المال	2 577 895,00	5,45%	4 085 129,00	10,18%	4 085 129,00	12,75%	7 862 630,00	17,98%	7 862 630,00	20,40%	7 862 630,00	21,76%
علوة الإصدار	3 823 173,00	8,08%	7 984 873,00	19,90%	7 984 873,00	24,92%	10 412 278,00	23,81%	-	0,00%	-	0,00%
تكاليف إصدار رأس المال الصافي	- 79 920,00	-	- 79 920,00	-	- 79 920,00	-	- 79 920,00	-	-	-	-	-
رأس المال الصافي	6 321 148,00	13,52%	11 990 082,00	30,09%	11 990 082,00	37,67%	18 194 988,00	41,79%	7 862 630,00	20,40%	7 862 630,00	21,76%
اجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات	47 344 182,00	100,00%	40 117 914,00	100,00%	32 040 707,00	100,00%	43 728 047,00	100,00%	38 549 130,00	100,00%	36 140 676,00	100,00%

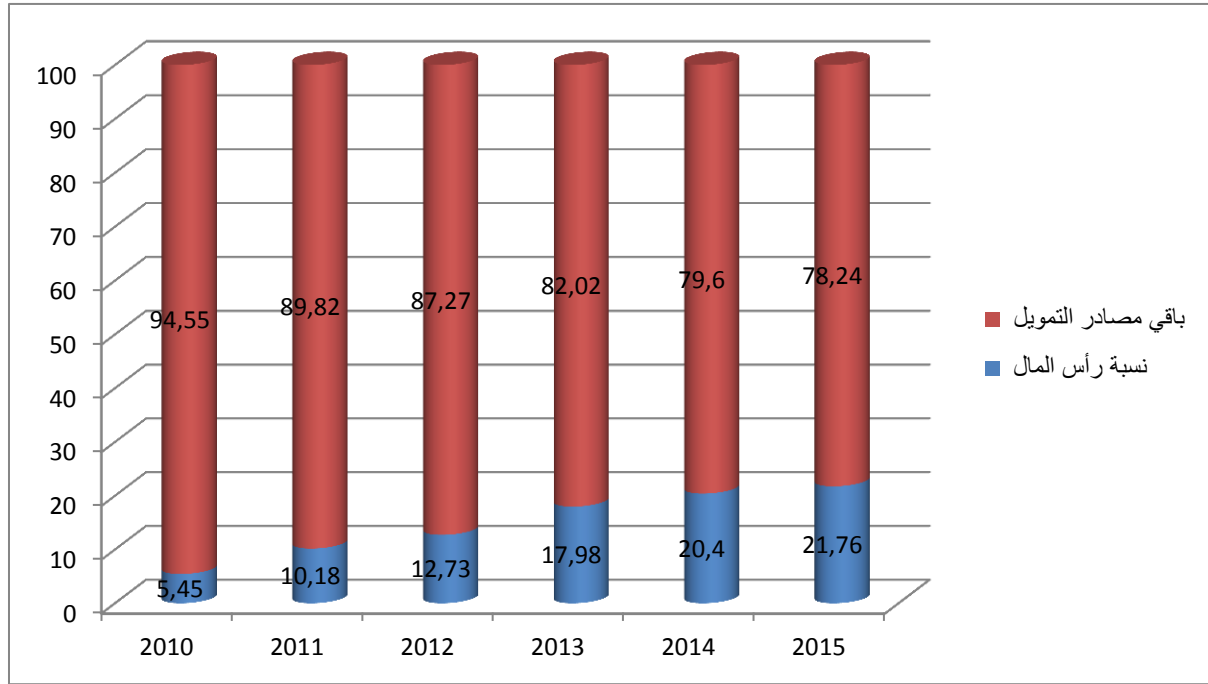
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على التقارير المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

يتضح من خلال الجدول رقم (06-3)، الذي يمثل تطور رأس المال الصافي لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، أن نسبة رأس المال الصافي قد شهدت نموا متسارعا خلال السنوات 2011، 2012، 2013، لتحقيق نسب تمويل متزايدة قدرت بـ 30,09%، 37,67%، 41,79%، على التوالي، لتتخفف نسبة مساهمته في تمويل الشركة ويحقق تغطية لم تتعدى النسبة 20,40% سنة 2014، والتي تعتبر أدنى نسبة مساهمة لرأس المال الصافي في تمويل شركة الدار العقارية خلال فترة الدراسة، ويحقق بعدها زيادة هامشية بمقدار 1,36% سنة 2015 مقارنة بسنة 2014. هذه التغيرات في رأس المال الصافي لشركة الدار العقارية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2015، كانت نتيجة للتطورات الحاصلة في رأس المال، وبقية العناصر المشكلة لرأس المال الصافي للشركة، والتي سيتم تحليلها من خلال النقاط التالية:

أولا : تطور رأس المال شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

يعتبر رأس المال المحرك الأساسي لأي مشروع أو عمل استثماري يهدف لزيادة القدرة الإنتاجية، ولتوضيح التطورات الحاصلة لرأس مال شركة الدار العقارية ونسبة مساهمته كمصدر من مصادر تمويل الشركة خلال الفترة 2015/2010 ندرج الشكل التالي:

الشكل رقم(22): نسبة تطور رأس المال شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010



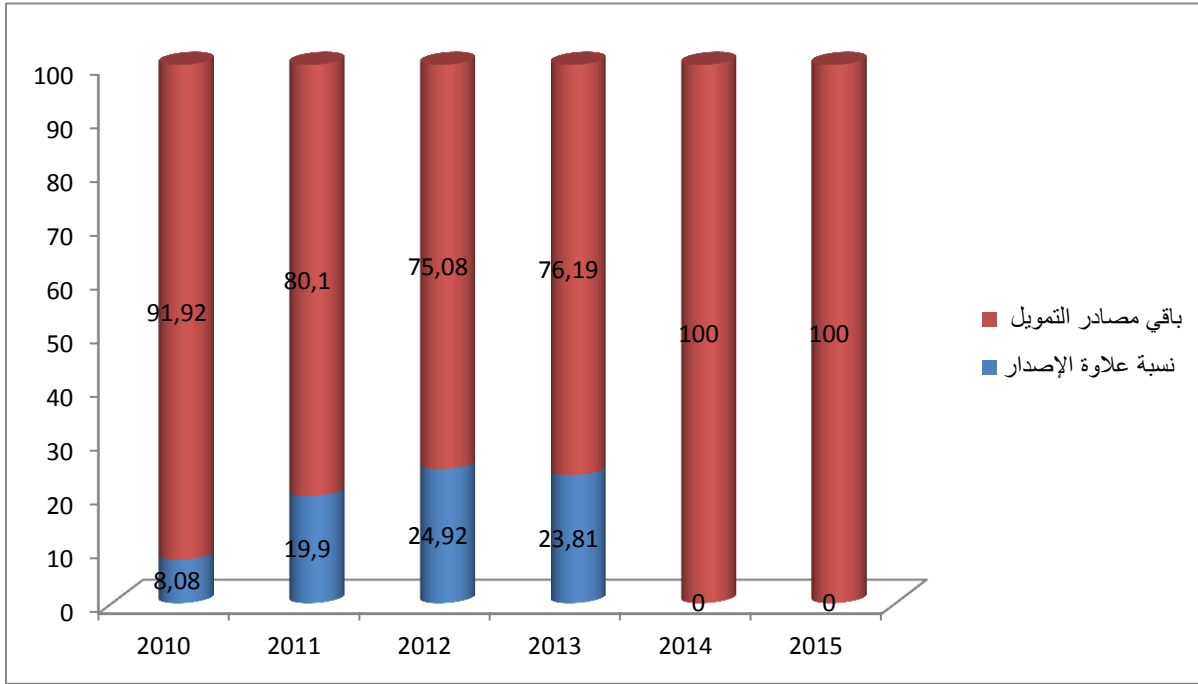
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات جدول رقم (3-06).

من خلال الجدول رقم (3-06) والشكل رقم(22) الذي يبين نسبة تطور رأس المال لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 يتضح أن رأس مال شركة الدار العقارية قد شهد نموا قدره 1.507.234 ألف درهم إماراتي خلال سنة 2011، ليستمر هذا النمو بقيمة 3.777.501 ألف درهم إماراتي سنة 2013، أي ما يعادل نسبة مساهمة قدرها 17,98% من إجمالي مطلوبات وحقوق المساهمين خلال سنة 2013، ليحقق بعد ذلك استقرارا في القيمة في السنوات الموالية بحيث قدرت بـ 7.862.630 ألف درهم إماراتي، لكن نسبة مساهمته في تمويل الشركة بقيت في تزايد وانتقلت من 20,40% سنة 2014 إلى أعلى نسبة مساهمة وهي 21,76% سنة 2015، نتيجة لانخفاض بقية مصادر التمويل المتاحة للشركة.

ثانيا: تطور علاوة الإصدار وتكاليف الإصدار لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

علاوة الإصدار هي مبلغ إضافي للقيمة الإسمية للسهم، تحصل عليه الشركة من المساهمين الجدد عند زيادة رأس مالها، حتى لا يضار المساهمين الأصليين (القدامى) من دخول فئة جديدة من المساهمين الذين يصبح من حقهم المشاركة في الاحتياطات والأرباح المحتجزة، وتوضع العلاوة بعد استلامها من المساهمين الجدد في الاحتياطي القانوني. والشكل التالي يوضح نسبة تطور علاوة الإصدار لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

شكل رقم (23) : نسبة تطور علاوة الإصدار للشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات جدول رقم (3-06).

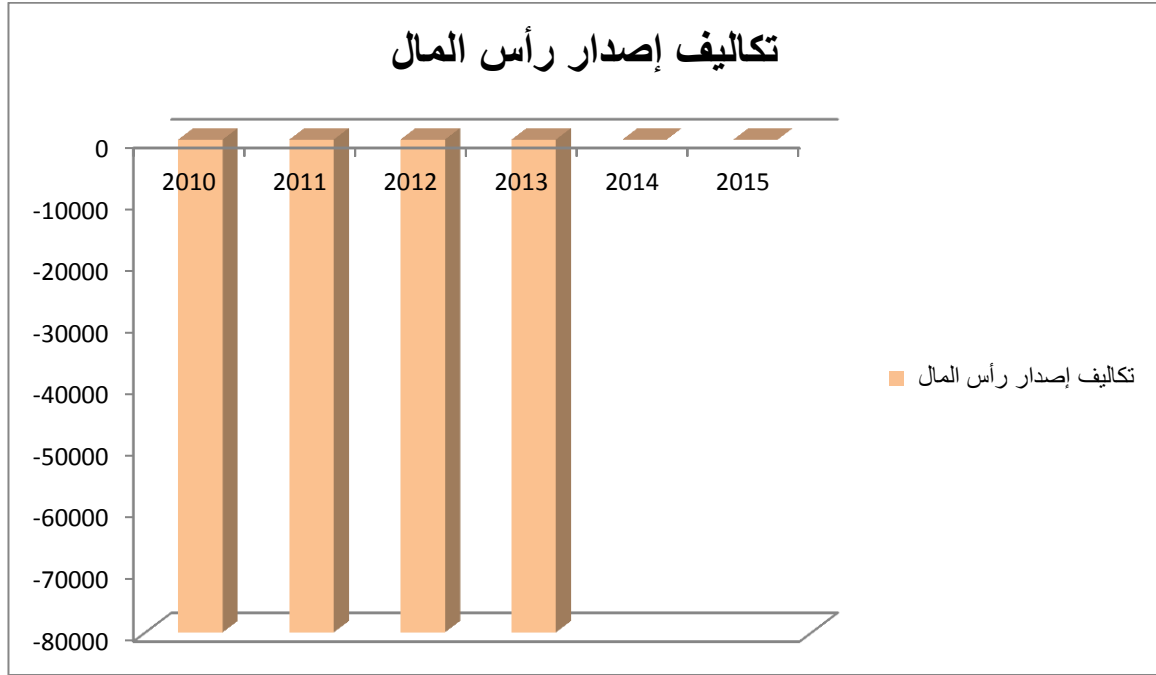
واستنادا على الجدول رقم (3-06)، والشكل أعلاه الذي يمثل نسبة تطور علاوة الإصدار للشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، فقد تحصلت شركة المساهمة الدار العقارية المسجلة بسوق أبوظبي للأوراق المالية على علاوة إصدار بقيمة 7.984.873 ألف درهم اماراتي سنة 2011 بفارق زيادة قدر بـ 4.161.700 ألف درهم اماراتي، مما ساهم في ارتفاع نسبة استخدامه في تمويل موجودات الشركة لتصل إلى نسبة قدرها 19,90% من إجمالي مصادر تمويلها، وكانت هذه العلاوة ناتجة عن الفرق بين القيمة المدرجة للسندات القابلة للتحويل والقيمة الإسمية للأسهم الصادرة، عقب تحويل سندات قابلة للتحويل إلى أسهم في الشركة، وتشهد بعد ذلك أعلى نسبة لعلاوة الإصدار سنة 2012 قدرت وهي 24,92%.

وقد شهدت هذه القيمة (علاوة الإصدار) استقرارا خلال السنتين 2011 و 2012، لكنها أخذت اتجاه نحو الزيادة سنة 2013 بنمو قدره 2.475.405 ألف درهم اماراتي، لتكون نسبة مساهمة علاوة الإصدار لسنة 2013 هي 23,81% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى إصدار أسهم جديدة ك مبلغ وفقا لاندماج الأعمال (الاستحواذ) مع شركة صروح، وتحويل سندات قابلة للتحويل.

أما بالنسبة للسنتين 2014 و2015، فلم تصدر شركة الدار العقارية أسهم جديدة، ولم تشهد أي زيادة في رأس المال، وبناء على ذلك لم يتم تسجيل علاوة للإصدار.

أما في ما يخص تكاليف الإصدار لشركة الدار العقارية، فيمكن توضيح تطورها خلال السنوات 2015/2010، من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (24): تطور تكاليف الإصدار لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات جدول رقم (6-3).

من خلال الشكل شكل رقم (24) الذي يمثل تطور تكاليف الإصدار لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، فقد شكلت تكاليف الإصدار قيمة ثابتة قدرت بـ 79.920 ألف درهم إماراتي خلال السنوات التي شهدت عملية إصدار أسهم جديدة أو تحويل سندات قابلة للتحويل إلى أسهم في رأس مال الشركة، وعليه فقد ظهرت تكاليف الإصدار في السنوات بين 2013/2010.

الفرع الثاني: تطور احتياطات شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

يتأثر مجموع الاحتياطات لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 إيجابيا مع الاحتياطي القانوني الذي يعبر عن الحد الأدنى من الاحتياجات التي لا بد للشركة من تكوينه، بحيث يجوز للشركة التوقف عن التجنب متى بلغ رصيد ذلك الاحتياطي نصف رأس المال المدفوع، ويستخدم الاحتياطي القانوني في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال، كما يمكن توزيع الزيادة في رصيد هذا الحساب كأرباح للمساهمين أو في شكل أسهم منحة.

فيما يتأثر مجموع الاحتياطات لشركة الدار العقارية، سلبيا خلال الفترة 2015/2010 باحتياطي التحوط واحتياطي القيمة العادلة^(*)، الذي يعتبر تشكيلهما ضرورة للتحوط ضد التغير في القيمة العادلة للموجودات أو المطلوبات المسجلة، أو التحوط ضد التقلب في التدفقات النقدية المستقبلية، التي تعزى إلى مخاطر معينة مرتبطة بالموجودات أو المطلوبات المسجلة أو إلى معاملة متوقعة تتزايد فرص حدوثها، بحيث يمكن أن تؤثر على صافي الدخل المستقبلي، وقد شكلت القيمة العادلة استثناء، حيث أن تأثيرها السلبى على اجمالي الاحتياطات اقتصر على سنة 2010.

وباعتبار أن الاحتياطات هي من مصادر التمويل التي تعتمد عليها شركة الدار العقارية في تلبية احتياجاتها المالية، وتشكيلها مرتبط بحسابات أخرى معرضة لتغيرات في القيمة، فقد شهدت هي أيضا تطورا خلال الفترة 2015/2010، والتي يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي :

جدول رقم (06-4) : تطور إجمالي احتياطات شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

الوحدة: ألف درهم إماراتي

2015		2014		2013		2012		2011		2010		شركة الدار العقارية
النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	
10,88%	3 931 315,00	10,20%	3 931 315,00	2,82%	1 235 014,00	3,15%	1 010 385,00	2,18%	876 319,00	1,72%	812 070,00	احتياطي قانوني
-	25 908,00	-	43 511,00	-	48 296,00	-	59 896,00	-	52 968,00	-	98 186,00	احتياطي تحوط
0,08%	29 283,00	0,05%	20 013,00	0,02%	8 301,00	0,02%	7 088,00	0,09%	34 630,00	-	18 500,00	احتياطي قيمة عادلة
10,96%	3 934 690,00	10,25%	3 907 817,00	2,84%	1 195 019,00	3,18%	957 577,00	2,27%	857 981,00	1,72%	695 384,00	مجموع الاحتياطات
100,00%	36 140 676,00	100,00%	38 549 130,00	100,00%	43 728 047,00	100,00%	32 040 707,00	100,00%	40 117 914,00	100,00%	47 344 182,00	اجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات

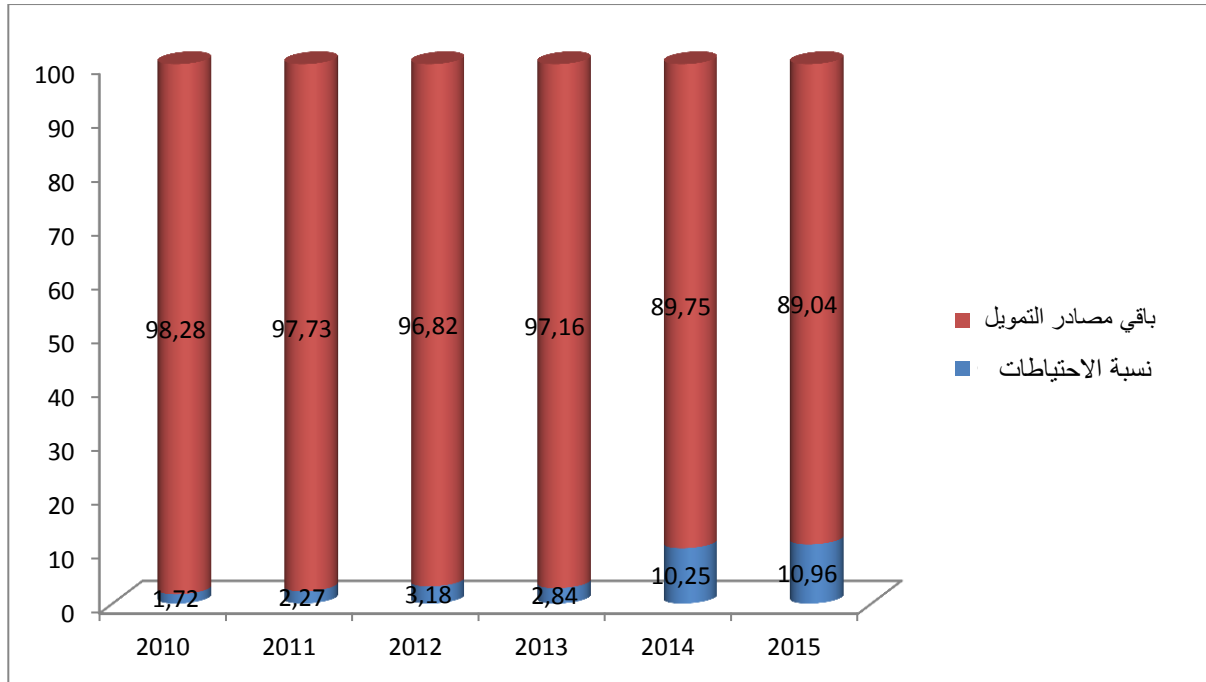
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على التقارير المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

كما يمكن توضيح نسبة تطور احتياطات شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، من

خلال الشكل التالي:

^(*) القيمة العادلة عبارة عن المبلغ الذي يمكن قبضه نظير بيع أصل أو دفعه نظير تحويل التزام في معاملة منتظمة بين المشاركين في السوق في تاريخ القياس، في ظل ظروف السوق الحالية، إن القيمة العادلة لأي التزام تعكس مخاطر عدم الوفاء بهذا الالتزام.

شكل رقم (25) : نسبة تطور احتياطات شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010



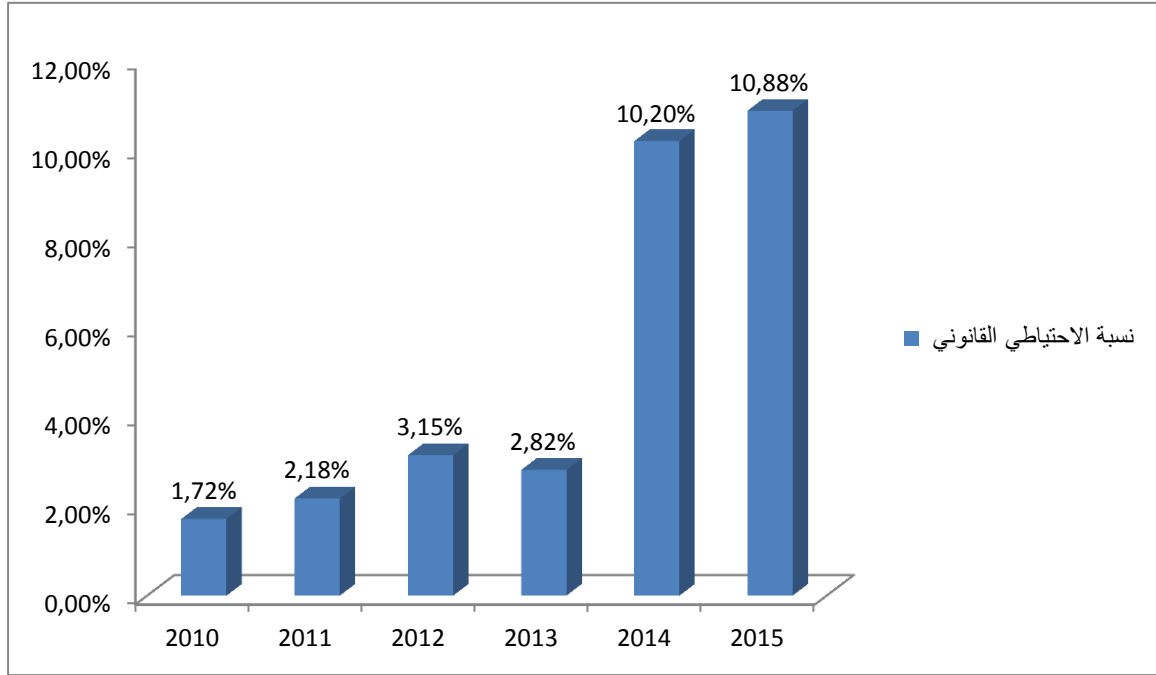
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على التقارير المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

يوضح كل من الجدول رقم(06-4) والشكل رقم (25)، تطور إجمالي احتياطات شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، المبالغ مقومة بألف درهم اماراتي، فقد شهدت نسبة احتياطات شركة الدار العقارية نموا مستمرا خلال فترة الدراسة، حيث شكلت سنة 2010 أدنى نسبة مساهمة بمعدل 1,72% من مصادر تمويل الشركة، ما يعادل قيمة 695.384 ألف درهم اماراتي، لتشكل زيادة في نسبة مساهمتها في تمويل الشركة بمعدل 0,55% سنة 2011، ثم زيادة أخرى سنة 2012 بمعدل 0,91% من اجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات مقارنة بسنة 2011، ليستمر هذا النمو ويصل إلى أعلى نسبة مساهمة سنة 2015 بمعدل 10,96% من اجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، وهو ما يعادل قيمة 3.934.690 ألف درهم اماراتي، وتعزى هذه التغيرات نتيجة التطورات الحاصلة في الاحتياطي القانوني، والاحتياطي التحوط واحتياطي القيمة العادلة، التي سيتم توضيحها من خلال ما يلي:

أولاً: نسبة تطور احتياطي القانوني لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

لإعطاء صورة واضحة حول التطورات الاحتياطي القانوني لشركة الدار العقارية، وإظهار مدى مساهمته في تغطية احتياجات شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، يمكن إدراج الشكل التالي:

شكل رقم (26): نسبة تطور الاحتياطي القانوني لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على التقارير المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

من خلال الشكل رقم (26) الذي يبين نسبة تطور احتياطي القانوني لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، حيث شهد الاحتياطي القانوني تغيراً بنسب متفاوتة، وحقق أقل نسبة مساهمة له في تمويل شركة الدار العقارية سنة 2010 والتي قدرت بـ 1,72% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، ليشهد بعدها زيادة سنة 2011 قدرت بقيمة 64.249 ألف درهم إماراتي، وتصبح نسبة مساهمته في تمويل موجودات الشركة 2,18% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، ثم ارتفعت هذه النسبة وزادت قيمة الاحتياطي القانوني بـ 2.696.301 ألف درهم سنة 2014 مقارنة بسنة 2013، أي ما يعادل نسبة مساهمة في التمويل قدرها 10,20% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، وشهدت هذه النسبة نمو إلى أن وصلت إلى 11% سنة 2015، أي ما يعادل قيمة 3.931.315 ألف درهم، دون أن تشهد أي زيادة في القيمة مقارنة بسنة 2014.

خلال سنة 2014، قرر المساهمون تحويل علاوة إصدار الأسهم إلى احتياطي قانوني، وبعد ذلك تحويل الزيادة في رصيد الاحتياطي القانوني، التي تمثل أكثر من 50% من رأس المال، لتخفيض

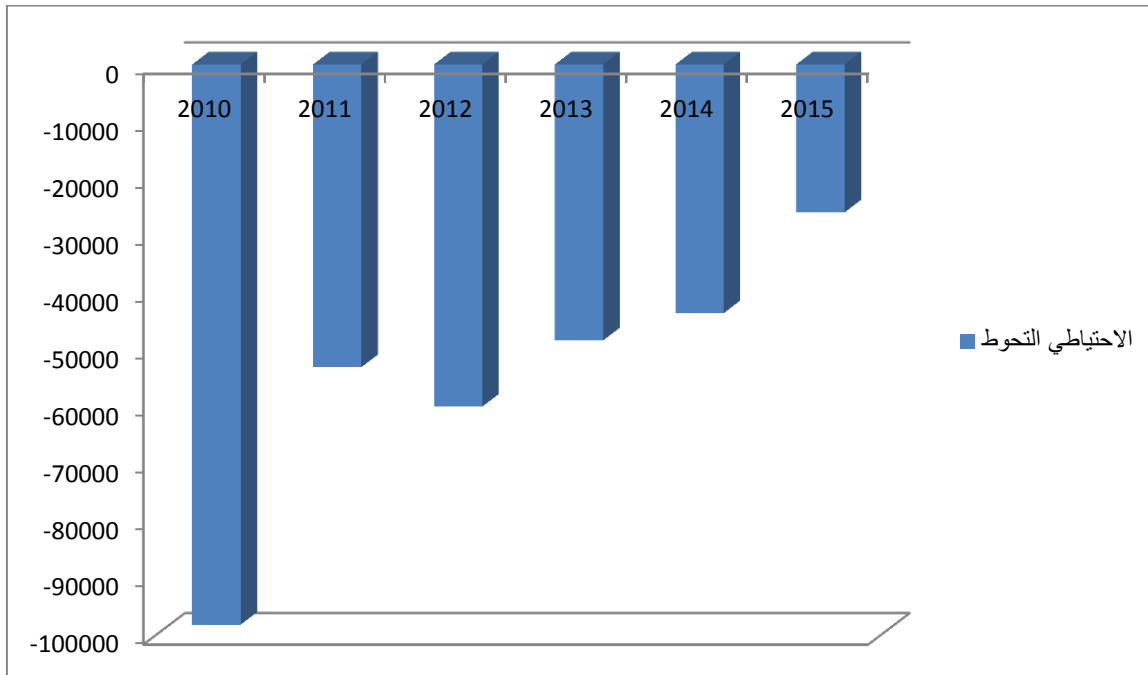
الخسائر المتراكمة وتكاليف إصدار الأسهم، ولم ينتج عن هذه التحويلات تأثيراً على إجمالي حقوق المساهمين.

وفقاً للنظام الأساسي للشركة وبنود القانون الاتحادي رقم 08 الخاص بالشركات التجارية فإنه يتم تحويل 10% من ربح الشركة إلى احتياطي قانوني غير قابل للتوزيع، وتستمر التحويلات حتى يصبح رصيد الاحتياطي القانوني مساوياً لنصف رأسمال الشركة المدفوع، وعليه فإن الزيادة بقيت مستمرة إلى غاية سنة 2015، ونتيجة عن زيادة نمو رأس المال للشركة وتحقيق ارتفاعاً في الأرباح.

ثانياً: تطور احتياطي التحوط لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

كما يمكن توضيح تطور احتياطي التحوط لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (27) : تطور احتياطي التحوط لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010



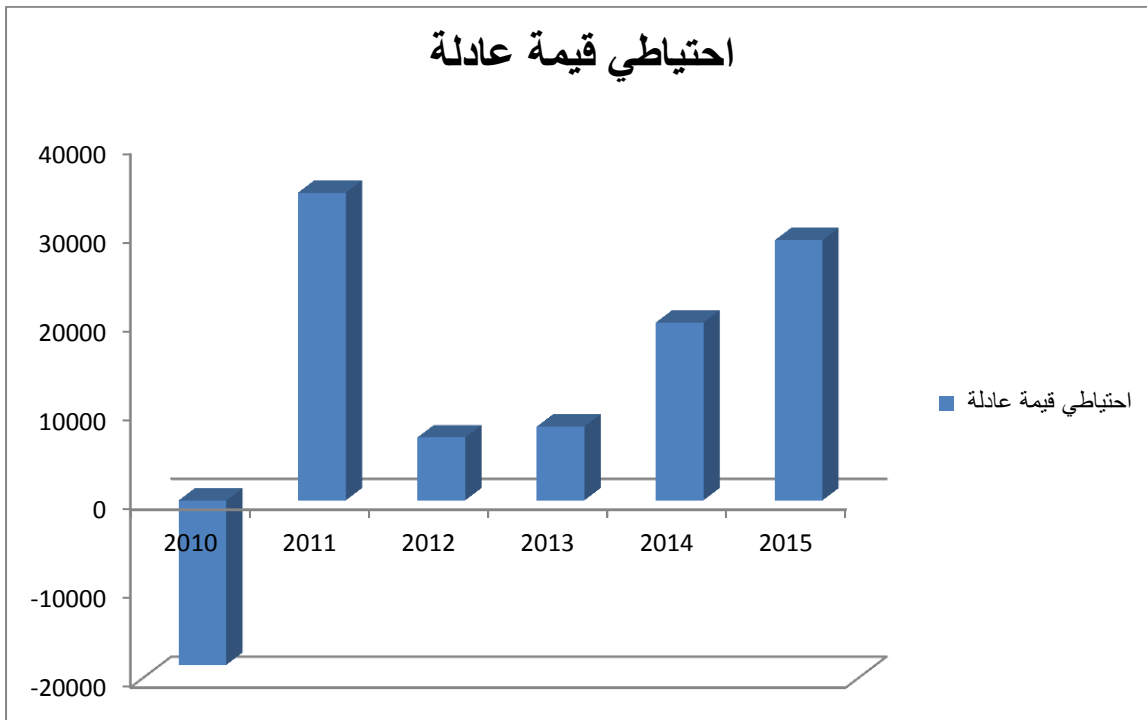
المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على التقارير المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

من خلال شكل رقم (27)، الذي يمثل تطور احتياطي التحوط لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، يتضح أن احتياطي التحوط أثر سلباً على إجمالي احتياطات الشركة وحال دون إمكانية زيادة أكبر في مساهمة إجمالي احتياطات شركة الدار العقارية لتوفير موارد مالية أخرى، خلال الفترة 2015/2010، حيث أدى إلى تخفيض الاحتياطات الإجمالية سنة 2010 بقيمة 98.186 ألف درهم إماراتي، ويستمر تأثيره السلبي لكن بقيم متناقصة، ليؤدي إلى انخفاض إجمالي الاحتياطات سنة 2015 بقيمة 25.908 ألف درهم إماراتي.

ثالثاً: تطور احتياطي القيمة العادلة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

تتعرض شركة الدار العقارية لمخاطر معينة مرتبطة بالموجودات أو المطلوبات المسجلة، وبناء على ذلك، شكلت احتياطي قيمة عادلة، تفادياً للتأثير السلبي على صافي دخل الشركة، وقد شهد احتياطي القيمة العادلة لشركة الدار العقارية تطورات خلال الفترة 2015/2010، يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (28) : تطور احتياطي القيمة العادلة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقارير المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

يمثل الشكل رقم (28) تطور احتياطي القيمة العادلة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، ويتضح من خلاله أن أدنى مستوى لاحتياطي القيمة العادلة الذي أدى إلى انخفاض مجموع الاحتياطات بقيمة 18500 ألف درهم اماراتي خلال سنة 2010، كان نتيجة لزيادة تكاليف التمويل وأعباء أخرى تحملتها شركة الدار العقارية سنة 2010، حيث قامت بتخفيض قيمة موجوداتها إلى قيمها السوقية السائدة، فعملت على تكوين مخصصات ملائمة للانخفاض في القيم وخسائر القيمة العادلة، اضافة إلى ذلك شهدت انخفاض في ايراداتها بنسبة 9,5% مقارنة بسنة 2009، مما ساهم في تحمل خسارة قدرها 12658414 ألف درهم اماراتي.

ليشهد احتياطي القيمة العادلة أعلى مستوى له سنة 2011 بقيمة 34630 ألف درهم اماراتي، وتتحفض قيمته خلال السنوات الموالية ليحقق سنة 2015 قيمة 29283 ألف درهم اماراتي، فخلال

السنوات 2015/2011 شهدت شركة الدار العقارية تطورات عديدة منها استحوادها على شركة صروح، إضافة لتحسن وضعها المالي نسبيا سمح بتحقيق أرباح صافية.

الفرع الثالث: تطور باقي حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

تشمل باقي حقوق المساهمين كل من سندات قابلة للتحويل، أرباح مستبقة/خسائر وحقوق الملكية غير المسيطرة، والتي يمكن توضيح تطورها خلال الفترة 2015/2010 من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (06-5): تطور باقي حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية

الوحدة: ألف درهم

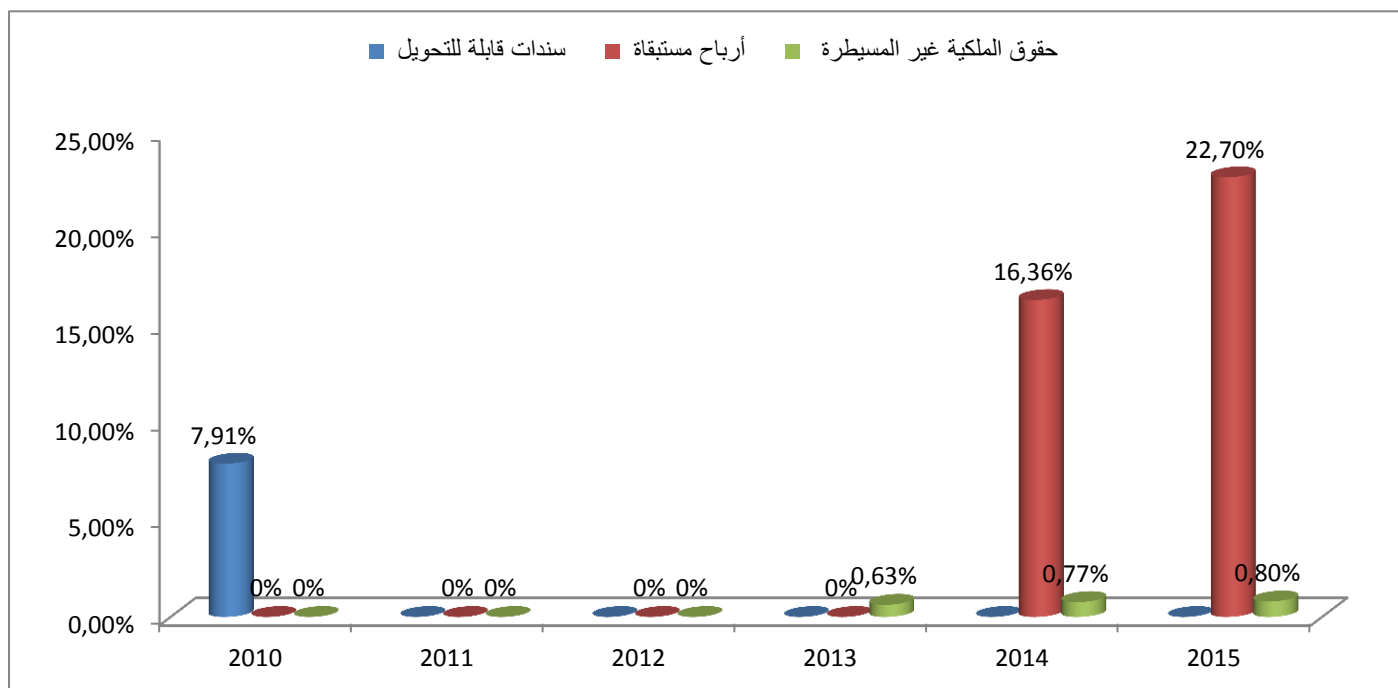
خلال الفترة 2015/2010

2015		2014		2013		2012		2011		2010		شركة الدار العقارية
النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	
	-		-		-		-		-	7,91%	3 744 103,00	سندات قابلة للتحويل
22,70%	8 202 469,00	16,36%	6 305 425,00	-	3 015 384,00	-	4 768 152,00	-	5 754 488,00	-	6 513 959,00	أرباح مستبقة/خسائر مترجمة
0,80%	287 939,00	0,77%	297 510,00	0,63%	273 336,00		-		-	0,00%	109,00	حقوق الملكية غير المسيطرة
23,49%	8 490 408,00	17,13%	6 602 935,00	0,63%	2 742 048,00	-	4 768 152,00	-	5 754 488,00	7,91%	2 769 747,00	اجمالي باقي حقوق المساهمين
56,14%	20 287 728,00	47,66%	18 373 382,00	38,07%	16 647 959,00	25,53%	8 179 507,00	17,68%	7 093 575,00	8,97%	4 246 785,00	اجمالي حقوق المساهمين

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على التقارير المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

كما يبين الشكل التالي نسبة تطور باقي حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010:

شكل رقم (29): نسبة تطور باقي حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010



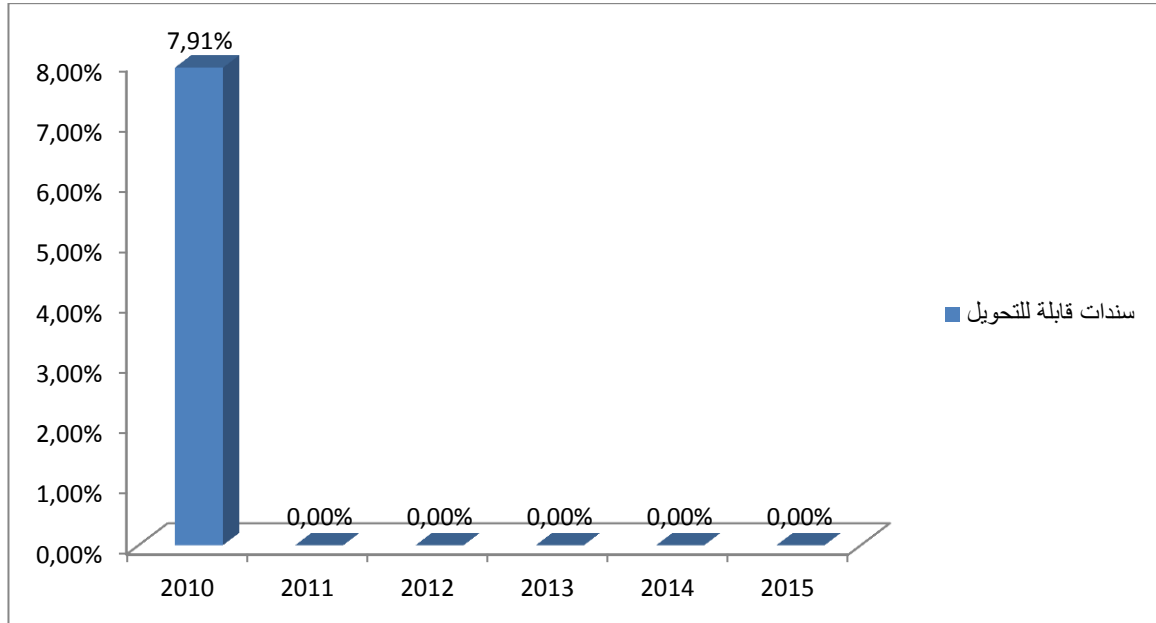
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (6-5).

يبين الجدول رقم(5-6) والشكل رقم(29) تطور باقي حقوق المساهمين لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، والمبالغ مقومة بألف درهم اماراتي، ويتضح أن اجمالي باقي حقوق المساهمين مر بمرحلتين، المرحلة الأولى يمكن حصرها ما بين 2010 و 2013، حيث شهدت انخفاضا في قيمة اجمالي باقي حقوق المساهمين، وهي ما دون الدرهم الاماراتي، وفيما يخص نسبة مساهمتها في تمويل نشاط الشركة، فقد شكلت النسبة 7,91% من اجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات لسنة 2010 أعلى نسبة مساهمة خلال هذه المرحلة، لتشهد نموا في المرحلة الثانية التي تضمنت السنتين 2014 و 2015، بقيمة 6.602.935 ألف درهم اماراتي، 8.490.408 ألف درهم اماراتي على التوالي، وزادت نسبة مساهمة باقي حقوق المساهمين سنة 2015 بمعدل 6,37% من اجمالي مصادر تمويل الشركة مقارنة بسنة 2014، وبذلك شهدت سنة 2015 أعلى نسبة مساهمة في تمويل نشاط الشركة خلال الفترة 2015/2010 بمعدل وصل إلى 23,5% من اجمالي مصادر تمويل شركة الدار العقارية.

أولا: تطور السندات القابلة للتحويل لشركة الدار العقارية خلال السنوات 2015/2010

الأوراق المالية القابلة للتحويل هي سندات دين، أو أسهم ممتازة، يمكن تحويلها باختيار حاملها إلى أسهم عادية بشروط تحددها نسبة التبادل، ويتم التعبير على هذه النسبة إما كسعر تمويل وإما كنسبة تمويل، ومعظم الأوراق المالية القابلة للتحويل، تستعمل سعر التحويل، وهو عبارة عن السعر الذي يتم به تبديل الورقة بأسهم عادية، وتشمل السندات القابلة للتحويل ضمن عنصر حقوق الملكية لشركة الدار العقارية، كل من سندات قابلة للتحويل عنصر حقوق الملكية وسندات قابلة للتحويل غير محملة بفائدة، يمكن تمثيلها بيانيا لتوضيح تطورها خلال فترة 2015/2010 من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (30): تطور السندات القابلة للتحويل (ضمن عنصر حقوق المساهمين) لشركة الدار العقارية
خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (06-5).

يوضح الشكل رقم (30) تطور السندات القابلة للتحويل لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، ومن خلاله يتضح أن قيمة مساهمة السندات القابلة للتحويل في تمويل لشركة الدار العقارية قدرت بـ 3.744.103 ألف درهم اماراتي من اجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين، وكانت استثناء سنة 2010، هذه القيمة تعادل نسبة 7,91% من اجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، منها سندات قابلة للتحويل عنصر حقوق الملكية بقيمة 181.293 ألف درهم اماراتي، وأخرى سندات قابلة للتحويل غير محملة بفائدة، أصدرتها شركة الدار العقارية سنة 2008 تحمل قيمة اسمية بلغت 3.562.810 ألف درهم اماراتي، تستحق في نوفمبر 2011، عند الاستحقاق تم تحويل السندات الى اسهم عادية في شركة الدار العقارية، بسعر تحويل بلغ 11,73 درهم اماراتي والذي يمثل متوسط سعر تداول أسهم شركة الدار العقارية خلال ثلاث أيام التي سبقت اصدار السندات، وبموجب هذا الإجراء، لا يتوفر لحامل السند خيار تحويل المبكر، ومع ذلك فإنه يمكن تحويل السندات إلى أسهم عادية في أي تاريخ قبل موعد الاستحقاق بناء على خيار الشركة، وقامت شركة الدار العقارية بتحويل السندات القابلة للتحويل إلى 303.734.868 سهم في الشركة.

ثانياً: تطور الأرباح المستبقاة / الخسائر المتراكمة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

تمثل الأرباح المستبقاة أو الأرباح المحتجزة، تلك الأرباح التي تحققها الشركة، ولا توزعها على المساهمين، إما بهدف استثمارها في أعمال جديدة، أو لتسديد ديون مستحقة، أو لتوزيعها على المستثمرين في مرحلة لاحقة، وبعد قيام الشركة باحتساب صافي الأرباح، وتوزيع جزء على المساهمين وفقاً لعدد الأسهم التي يمتلكونها، يبقى جزء تحتفظ فيه الشركة في حسابها، حيث تقوم بإضافته إلى الأرباح المحتجزة من السنوات الماضية، لينتج ذلك إجمالي الأرباح المحتجزة⁽¹⁾. أما الخسائر المتراكمة فتنتج عن الخسارة التي تتحقق خلال سنة ما وتضاف إلى تراكم خسائر سنوات ماضية.

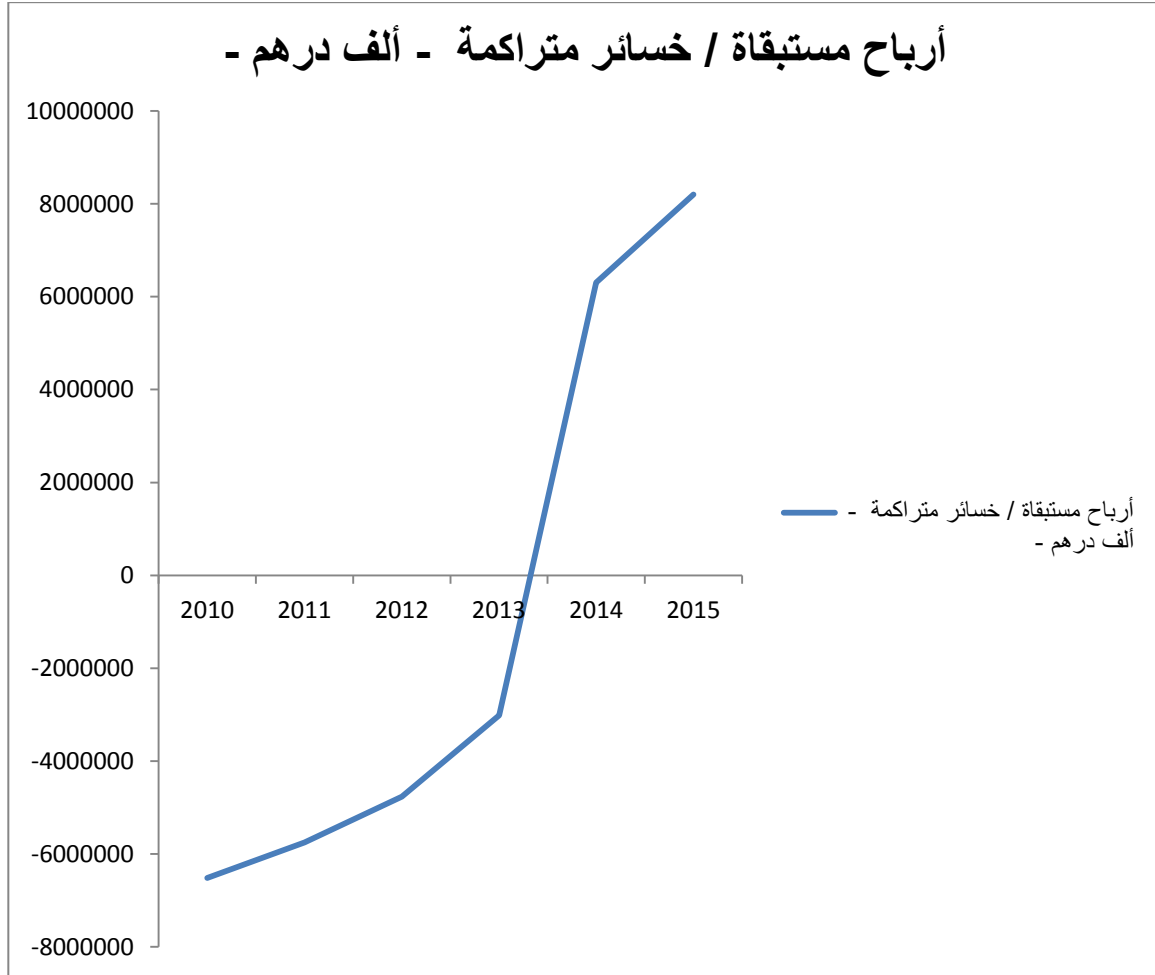
كما يمكن توضيح تطور الأرباح المستبقاة أو الخسائر المتراكمة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 من خلال الشكل التالي:

(1) نور عماشة: الأسواق العربية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

<http://www.alarabiya.net> (Consulte le 30/04/2017 a 14h36min).

الشكل رقم (31): تطور الأرباح المستبقاة / خسائر متراكمة لشركة الدار العقارية

خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (5-6).

من خلال الشكل رقم (31) الذي يمثل تطور الأرباح المستبقاة / خسائر متراكمة لشركة الدار العقارية

خلال الفترة 2015/2010 يتضح ما يلي:

شهدت شركة الدار العقارية خلال الفترة 2013/2010 خسائر متراكمة، وجاءت كمحصلة لما تم تسجيله من خسائر سنة 2010، فكانت قيمة الخسائر المتراكمة 6.513.959 ألف درهم اماراتي، لتشهد تراجعا وبلغت 3.015.384 ألف درهم اماراتي سنة 2013، لما قامت به الشركة خلال هذه الفترة من استبدال لسندات قابلة للتحويل، وطرح أسهم، إضافة إلى ذلك عميلة الاستحواذ، ففي 21 جانفي 2013 أعلن كل من مجلسي إدارة الدار العقارية وصاروح الدمج المقترح بين الشركتين،

فعملية الدمج شكلت واحدة من أضخم الشركات العقارية المدرجة في السوق المالي في منطقة الشرق الأوسط، وهذه العملية التي انتهت بالاستحواذ شكل أساسا متينا لشركة الدار العقارية، فبلغ صافي العائد إلى مالكي الشركة مبلغ 2.25 مليار درهم وزيادة نسبتها 68% مقارنة بكامل نتائج 2012، وبلغت بذلك ربحية السهم لسنة 2013 مبلغ 0.34 درهم اماراتي للسهم مقارنة بـ 0.30 درهم اماراتي في سنة 2012، وهذا ما ساهم في تراجع الخسائر المتراكمة، ويعود السبب الرئيسي في خفض قيمة هذه الخسائر إلى ما حققته شركة الدار العقارية خلال السنوات 2011، 2012، 2013 من صافي أرباح بلغت 642,491 ألف درهم اماراتي، 1.340.658 ألف درهم اماراتي، 2.225.195 ألف درهم اماراتي، على التوالي.

أما فيما يخص الأرباح المستبقاة، فقد ساهمت في زيادة مصادر تمويل شركة الدار العقارية سنة 2014 بنسبة 16,36% من إجمالي مصادر تمويلها، أي ما يعادل قيمة 6.305.425 ألف درهم اماراتي، لتحقيق نموا آخر سنة 2015، فبلغت 8.202.469 ألف درهم اماراتي، ما يعادل نسبة 22,70% من إجمالي مصادر تمويل الشركة، فقد حققت شركة الدار العقارية زيادة في الأرباح الصافية سنتي 2014 و 2015، بقيمة 2.266.353 ألف درهم اماراتي، و 2.559.867 ألف درهم اماراتي على التوالي، وكان ذلك نتيجة لعدة عوامل، حيث بلغت أرباح القيمة العادلة للاستثمارات العقارية مبلغ 474 مليون درهم سنة 2014 والناجمة بشكل رئيسي من أرباح القيمة العادلة نتيجة التغيير في منهجية التقييم المطبقة (في ياس مول) ومكاسب القيمة العادلة على العقارات السكنية التي تم تسليمها وتحسن أوضاع السوق، وقد تم من جهة أخرى خسارة القيمة العادلة لاستثمارات عقارية أخرى مع انخفاض أسعار الإيجار والعقارات الخاضعة لعقود الإيجار لأجر ثابت من قبل الشركة . أما بالنسبة لسنة 2015 فقد ازداد إجمالي ربح السنة من إيرادات إدارة الأصول بنسبة 54% ليلبلغ 1.4 مليار درهم سنة 2015 والمدعوم باستقرار الأصول الرئيسية التي تشمل مساحات كبرى (ياس مول) تمتلكها شركة الدار العقارية، زيادة على ذلك تحسن الأداء التشغيلي عبر كافة فئات الأصول، كذلك استحواذها على مبنى ضمان بقيمة 410 مليون درهم، ونتيجة لإعادة تقييم الاستثمارات العقارية بالقيمة العادلة، قامت الشركة بإدراج مبلغ 478 مليون درهم صافي أرباح قيمة عادلة للسنة 2015.

وعادة ما تقوم الشركات باستثمار الأرباح المستبقاة في مشاريع جديدة، نتيجة قرار اعتماد شركة الدار العقارية على التمويل الداخلي، مما يعني أنها لن تكون مضطرة إلى اللجوء لتمويل خارجي مكلف مستقبلا في حال الحاجة.

ثالثا: تطور حقوق الملكية غير المسيطرة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

حقوق الملكية غير المسيطرة عبارة عن تلك الحصة من صافي أصول، وصافي نتائج عمليات المنشأة التابعة، التي لا تمتلكها المنشأة المسيطرة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، ويتم خصم حصة حقوق الملكية غير المسيطرة في صافي أرباح المنشآت التابعة للفترة المحاسبية الجارية من صافي ربح الشركة للوصول للربح الموحد للمجموعة (الشركة).

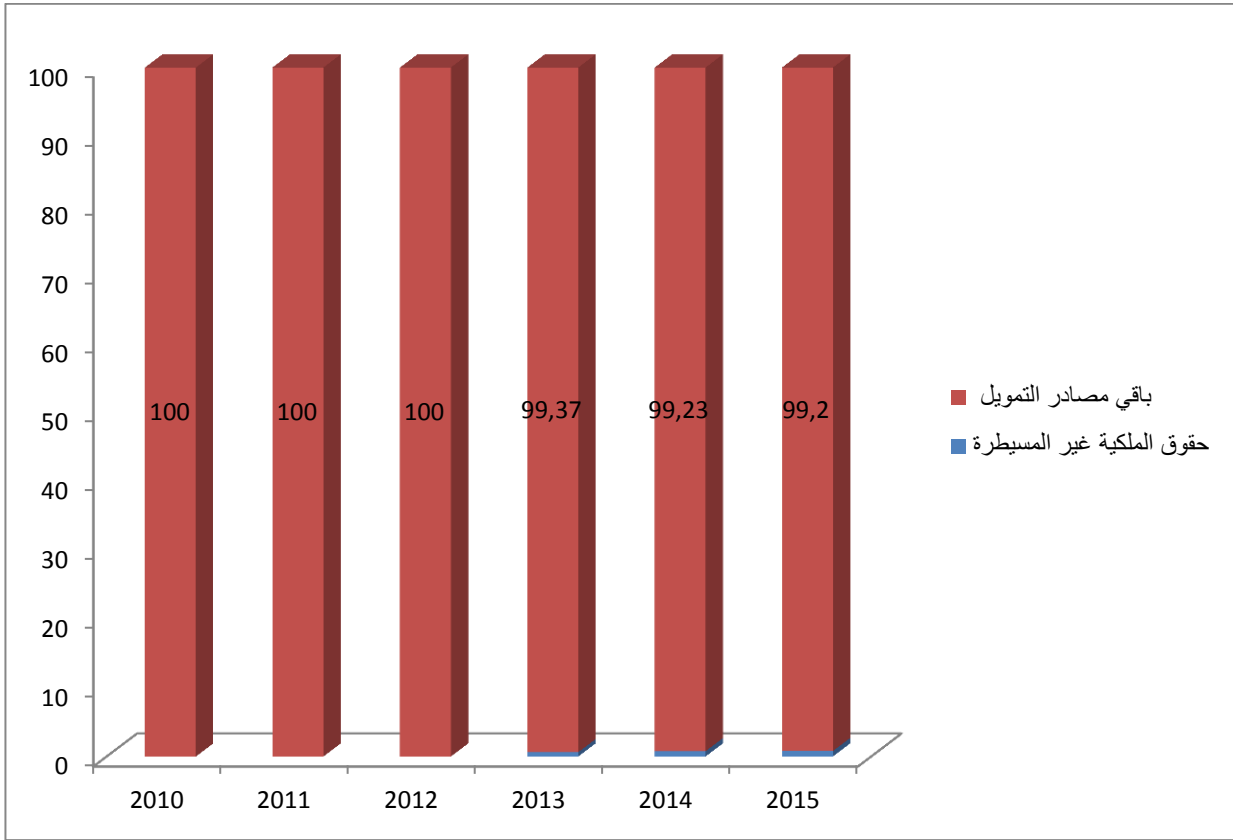
وتتكون حقوق الملكية غير المسيطرة في صافي أصول المنشآت التابعة والموحدة من⁽¹⁾:

- قيمة حقوقه في تاريخ تحقيق السيطرة.
- حصتهم في التغيرات (زيادة أو نقصان) التي حدثت في حقوق الملكية من تاريخ السيطرة وحتى تاريخ إعداد القوائم المالية الموحدة.

يمكن توضيح تطور حقوق الملكية غير المسيطرة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 من خلال التمثيل البياني الآتي:

⁽¹⁾ http://www.socpa.org.sa/socpa/technical_ressources/accounting_standards/As-010-aspix

الشكل رقم (32) : نسبة تطور حقوق الملكية غير المسيطرة لشركة الدار العقارية
خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم(6-5).

اعتمادا على الشكل رقم(32) الذي يبين نسبة تطور حقوق الملكية غير المسيطرة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، يتضح ما يلي:

شكلت نسبة حقوق الملكية غير المسيطرة لشركة الدار العقارية خلال السنوات 2015/2013 زيادة هامشية، حيث ساهمت بمقدار 273.336 ألف درهم اماراتي في زيادة موارد الداخلية لشركة الدار العقارية سنة 2013، أي ما يعادل نسبة 0,63% من اجمالي المطلوبات وحقوق الملكية، لتصل سنة 2015 إلى نسبة لم تتعدى فيها 0,80% من اجمالي المطلوبات وحقوق الملكية، في حين لم تشهد حقوق الملكية غير المسيطرة، أية مساهمة في تمويل نشاط شركة الدار العقارية، خلال السنوات الأولى لفترة الدراسة، فيما عدا سنة 2010، حيث كانت قيمة مساهمتها 109 ألف درهم اماراتي.

المطلب الثالث: تطور المطلوبات غير المتداولة والمطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

تقوم شركة الدار العقارية المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية بالعمل من أجل الحصول على التمويل اللازم لمزاولة نشاطها من مصادر مختلفة، بما في ذلك إصدار سندات أو صكوك في أسواق الأوراق المالية أو قروض بنكية تقليدية أو التمويل الإسلامي.

الفرع الأول: تطور المطلوبات غير المتداولة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

المطلوبات غير المتداولة هي التزامات تترتب على شركة الدار العقارية، والتي تزيد مدتها عن سنة مالية أو أكثر، وتتضمن التزامات نتيجة لاتفاقات مالية بين طرفين دائن ومدين، قد يترتب عليها فوائد مالية، مثل القروض، سندات مالية وسندات مالية غير قابلة للتحويل وصكوك، التزامات أخرى طويلة المدى.

تتضمن المطلوبات غير المتداولة، لشركة الدار العقارية مجموعة من الالتزامات، مدرجة في بيان مركزها المالي، مرتبة حسب تواريخ استحقاقها، يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (06-6) : تطور المطلوبات غير المتداولة للشركة الدار العقارية خلال الفترة

الوحدة: ألف درهم إماراتي

2015/2010

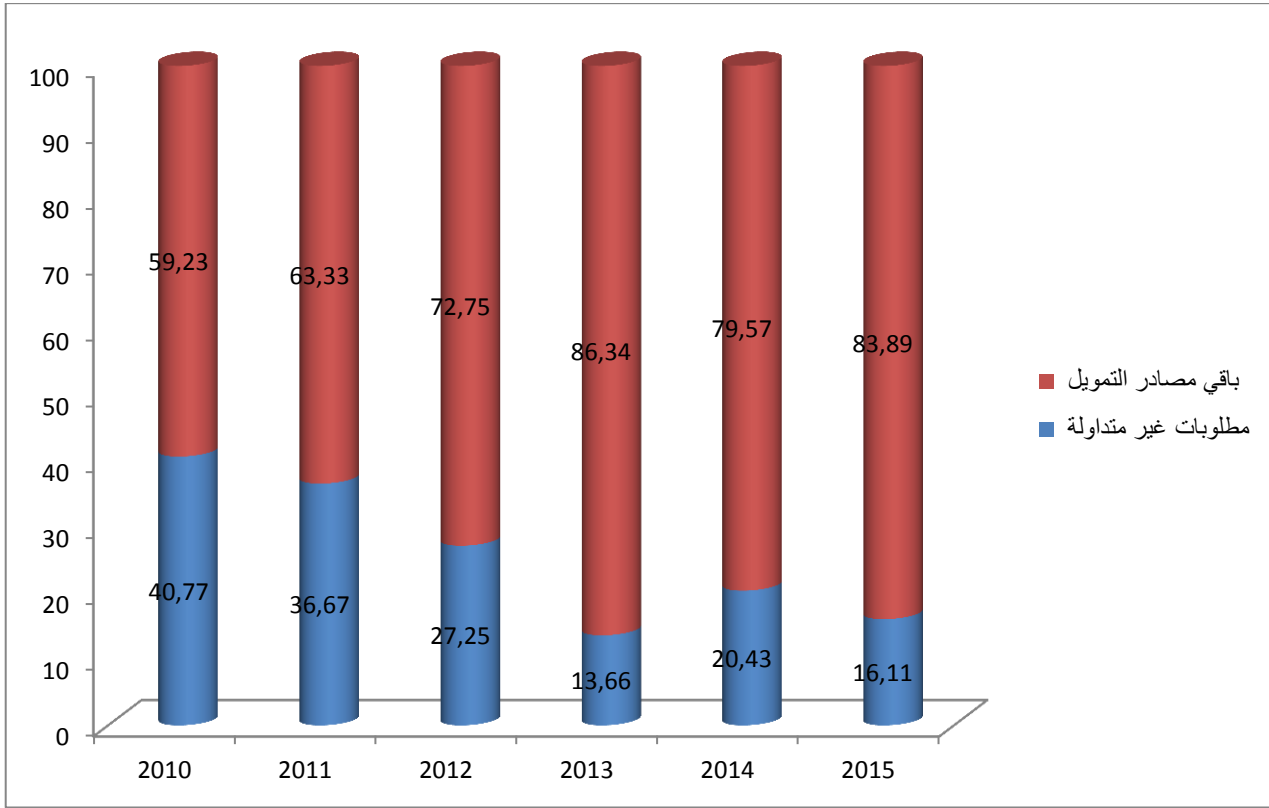
2015		2014		2013		2012		2011		2010		السنوات البيان
النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	النسبة (%)	المبالغ (درهم)	
-	-	-	-	-	-	-	-	1,73%	693 876,00	-	-	سندات قابلة للتحويل
7,60%	2 745 405,00	7,11%	2 741 717,00	6,28%	2 744 793,00	14,32%	4 587 469,00	20,76%	8 329 781,00	17,57%	8 320 444,00	صكوك غير قابلة للتحويل
7,72%	2 790 080,00	12,60%	4 855 500,00	6,78%	2 964 749,00	11,05%	3 541 261,00	10,26%	4 117 502,00	19,94%	9 440 619,00	قروض
0,42%	150 462,00	0,38%	147 184,00	0,30%	130 842,00	1,59%	508 874,00	3,70%	1 486 290,00	3,04%	1 437 878,00	محتجزات دائنة
0,32%	115 875,00	0,26%	101 919,00	0,22%	96 901,00	0,17%	53 413,00	0,12%	46 981,00	0,10%	48 744,00	مخصص مكافأة نهاية الخدمة للموظفين
0,06%	20 424,00	0,07%	28 376,00	0,08%	35 031,00	0,13%	41 376,00	0,10%	38 406,00	0,11%	52 600,00	مطلوبات مالية أخرى
100,00%	36 140 676,00	100,00%	38 549 130,00	100,00%	43 728 047,00	100,00%	32 040 707,00	100,00%	40 117 914,00	100,00%	47 344 182,00	اجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على التقارير المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010

كما يمكن إبراز نسبة مساهمة المطلوبات غير المتداولة في تمويل نشاط شركة الدار العقارية وتطورها خلال الفترة 2015/2010 من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (33) : تغيير نسبة المطلوبات غير المتداولة للشركة- الدار العقارية - خلال

الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (6-6).

يمثل الجدول رقم (6-6)، والشكل رقم (33) تطور المطلوبات غير المتداولة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، حيث يتضح أن حجم المطلوبات غير المتداولة شهد أعلى قيمة له سنة 2010، بلغت 19.300.285 ألف درهم اماراتي، أي ما يعادل نسبة 40.77% من إجمالي مصادر تمويل الشركة، وتراجعت هذه النسبة سنة 2011 بمقدار 4.1 %، حيث قامت الشركة في هذه السنة بسداد قروض وسندات وفقا لبرنامج السداد والتسوية الجزئية للقروض الحكومي، مقابل تحويل بنية تحتية إلى الحكومة، كما شهدت سنة 2012 انخفاضا في إجمالي المطلوبات غير المتداولة بقيمة 5.980.443 ألف درهم مقارنة بسنة 2011، فقد سددت شركة الدار العقارية قروضا سنة 2012، ووقعت على قرض متجدد بمبلغ 4.0 مليار درهم مدته ثلاث سنوات حيث تم سحب مبلغ 800 مليون درهم في نهاية سنة 2012 من هذا التسهيل، بينما بقي مبلغ 3.2 مليار درهم غير مسحوب.

إن الحركات الرئيسية في الديون الخارجية خلال السنة 2013، اشتملت على إصدار صكوك جديدة بقيمة 750 مليون دولار أمريكي في 2013/12/03، مقابل تسديد قروض بما في ذلك تسديد صكوك بمبلغ 3.75 مليار درهم في 2013/06/17، وقروض بنكية بمبلغ 4.3 مليار درهم خلال

ديسمبر 2013، مما قلل من حجم اعتماد شركة الدار العقارية في تغطية احتياجاتها المالية على مصادر خارجية طويلة الأمد إلى أدنى مستوى له، فخلال سنة 2013 بلغ إجمالي المطلوبات غير المتداولة 5.972.316 ألف درهم اماراتي، أي ما يعادل نسبة 13.66% من إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين، لتشهد ارتفاعا بنسبة 6.77% سنة 2014، إلا أن إجمالي الدين لا يزال متماشيا مع سياسة الدين المنشودة من قبل الشركة، حيث يجب أن يكون الدين بنسبة ما بين 25% و 30% من قيمة الاستثمارات العقارية والأصول التشغيلية، أما سنة 2015 فقد شهدت تراجعا في نسبة المطلوبات الغير متداولة للشركة إلى 16.11%، أي ما يعادل قيمة 5.822.246 ألف درهم اماراتي.

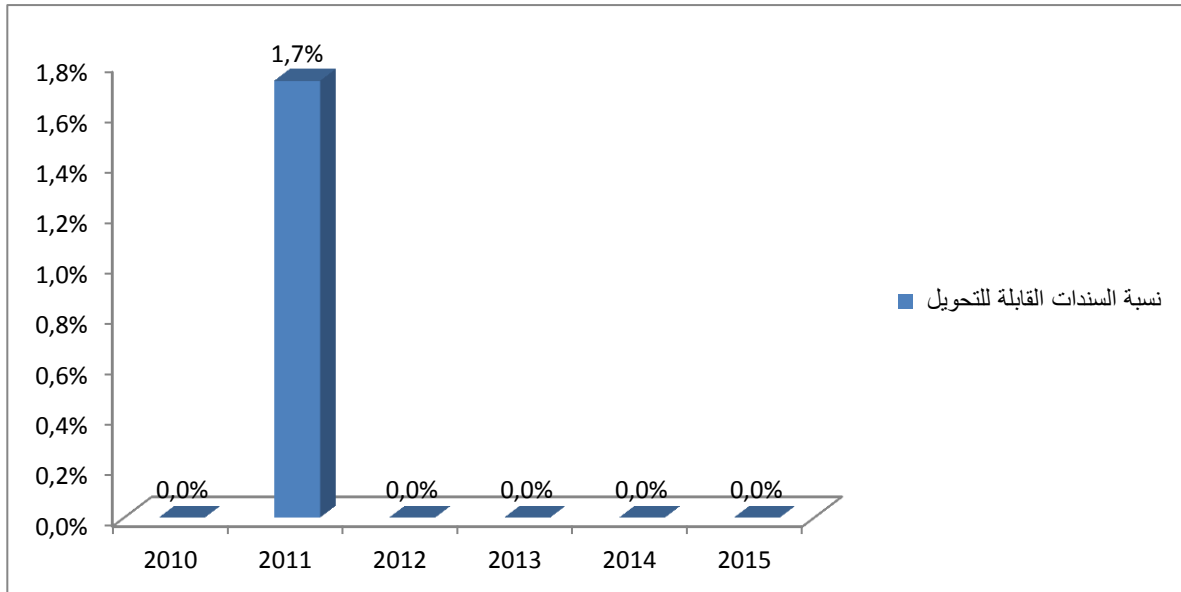
شهدت مكونات المطلوبات غير المتداولة لشركة- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010 العديد من التطورات، يمكن ان نتناولها في النقاط التالية:

أولاً: تطور السندات القابلة للتحويل لشركة- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010:

يوفر اصدار السندات القابلة للتحويل، مصدرا شائعا لتمويل شركة الدار العقارية، وبسبب ملمح التحويل، تكون السندات القابلة للتحويل أقل درجة من اصدارات السندات الأخرى للشركة، وعادة ما يعطي هذا النوع من السندات معدل فائدة أقل من أسعار الفائدة التي تمنحها السندات العادية لنفس فترة الاستحقاق، وذلك بسبب ميزة التحويل التي تتمتع بها، والشكل التالي يبين تطور السندات قابلة للتحويل لشركة- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010:

الشكل رقم (34) : نسبة تطور السندات القابلة للتحويل (ضمن عنصر المطلوبات غير

المتداولة) لشركة - الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010

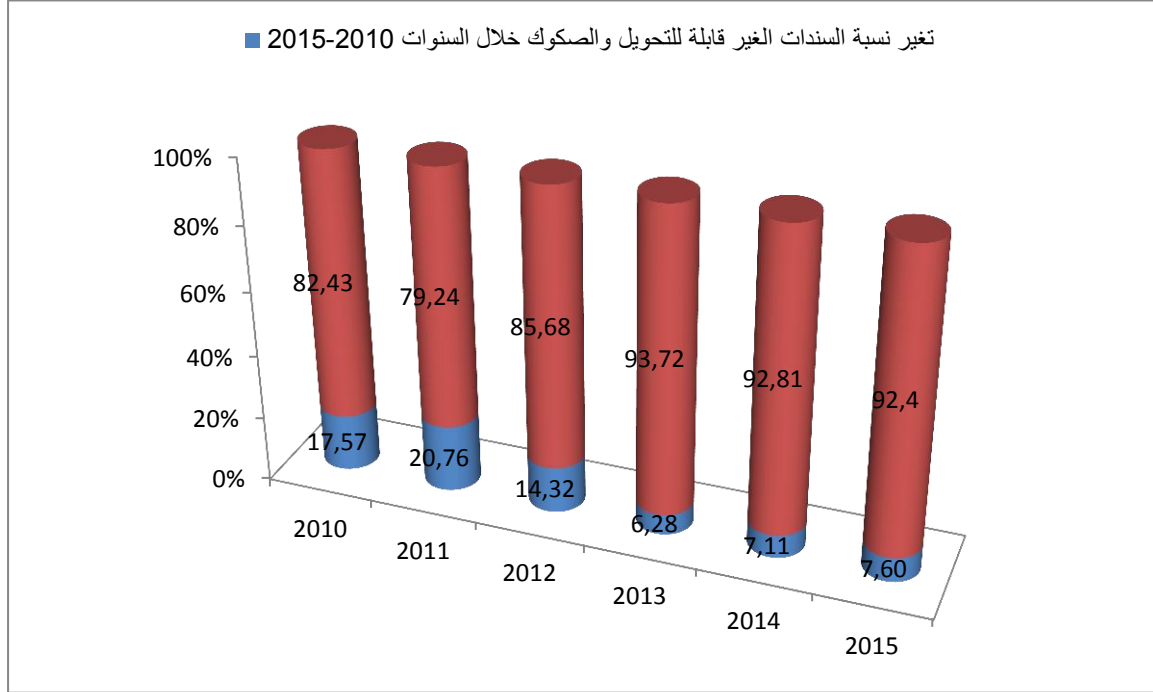


المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم(06-6).

يمثل الشكل رقم(34) نسبة تطور السندات القابلة للتحويل لشركة الدار العقارية، خلال الفترة 2015/2010، حيث يتضح ان السندات القابلة للتحويل لشركة الدار العقارية، تشكل مصدرا من مصادر التمويل الخارجي للشركة، إلا أن نسبة مساهمته في تلبية الاحتياجات المالية للشركة خلال فترة الدراسة، لم تتعدى النسبة 1,73 % من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، اي ما يعادل قيمة 693.876 ألف درهم اماراتي، والتي اقتصرت على سنة 2011، حيث أصدرت الشركة خلال شهر مارس 2011 سندات إلزامية التحويل (سندات قابلة للتحويل) بقيمة إجمالية تبلغ 2.8 مليار درهم، إلى جهة ذات علاقة (حامل السند) تحمل السندات القابلة لتحويل بفائدة سنوية تبلغ 4%، تدفع على أساس نصف سنوي، ثم تحويل جزء كبير من هذه السندات بشكل إلزامي إلى أسهم عادية في الشركة بتاريخ 2011/12/15، أي أن السندات المتبقية يتم تحويلها بتاريخ 2013/12/15 أو قبل ذلك التاريخ بالاتفاق بين الشركة وحامل السند، وبسعر متغير منصوص عليه في الاتفاقية، ونظرا لطبيعة هذه المعاملة تم عرض هذه السندات كمطلوبات مالية وفقا لمعايير محاسبة ذات العلاقة، كذلك خلال مارس 2007 قامت الشركة بإصدار سندات قابلة للتحويل بشكل شهادات ائتمان / صكوك المضاربة (الصكوك القابلة للتحويل) بقيمة إجمالية تبلغ 9.29 مليار درهم، وتحمل الصكوك معدل ربح سنوي بنسبة 5.767% وتستحق هذه الصكوك في 2011، وقامت الشركة خلال الفترة باسترداد الصكوك.

ثانيا: تطور سندات/الصكوك غير قابلة للتحويل لشركة- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010
الصكوك غير قابلة للتحويل تأخذ صفة السندات العادية التي لا يمكن تحويلها إلى أسهم، وتحمل عائد متمثل بسعر الفائدة المحدد عند الإصدار، ويشكل التزاما طويل الأجل، ومصدر تمويل شركة - الدار العقارية- خلال فترة 2015/2010، وهذا ما سيتم توضيحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(35): نسبة تطور سندات/ الصكوك غير قابلة للتحويل(ضمن عنصر المطلوبات غير المتداولة) لشركة- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم(06-6).

يتضح من الشكل رقم(35)، الذي يمثل نسبة تطور الصكوك غير قابلة للتحويل لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010، أن السنة 2011 تشهد أعلى نسبة مساهمة للسندات/صكوك غير القابلة للتحويل في تمويل شركة الدار العقارية، حيث شكلت نسبة 20,76% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، أي بمعدل زيادة قدرها 3.36% مقارنة بسنة 2010، لتراجع هذه النسبة تدريجيا وتشهد أدنى مستوى لها سنة 2013، بمعدل 6,28% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، وللاشارة فإن شركة الدار العقارية أصدرت خلال سنة 2008 سندات غير قابلة للتحويل بشكل شهادات ائتمان / صكوك الإجارة، وهي صكوك غير قابلة للتحويل بقيمة إجمالية تبلغ 3.75 مليار درهم، تحمل معدل ربح يوازي سعر الفائدة الساري بين مصارف دولة الإمارات العربية المتحدة، تم سدادها بالكامل في غضون سنة 2013، وقد ازدادت نسبة اعتماد شركة الدار العقارية وارتفع حجم مواردها الخارجية من السندات والصكوك غير قابلة للتحويل سنة 2014، فبلغت نسبتها 7,11% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، حيث أصدرت شركة الدار العقارية في ديسمبر 2013 صكوك الإجارة بقيمة إجمالية 2.75 مليار درهم، تحمل هذه الصكوك نسبة ربح قدرها 4.248% سنويا، وتستحق السداد في 2018، كما أصدرت الشركة سندات غير قابلة للتحويل خلال ماي 2009، بقيمة إجمالية بلغت 4.59 مليار درهم، تحملت هذه السندات فائدة سنوية قدرها 10.75% وتم سدادها في

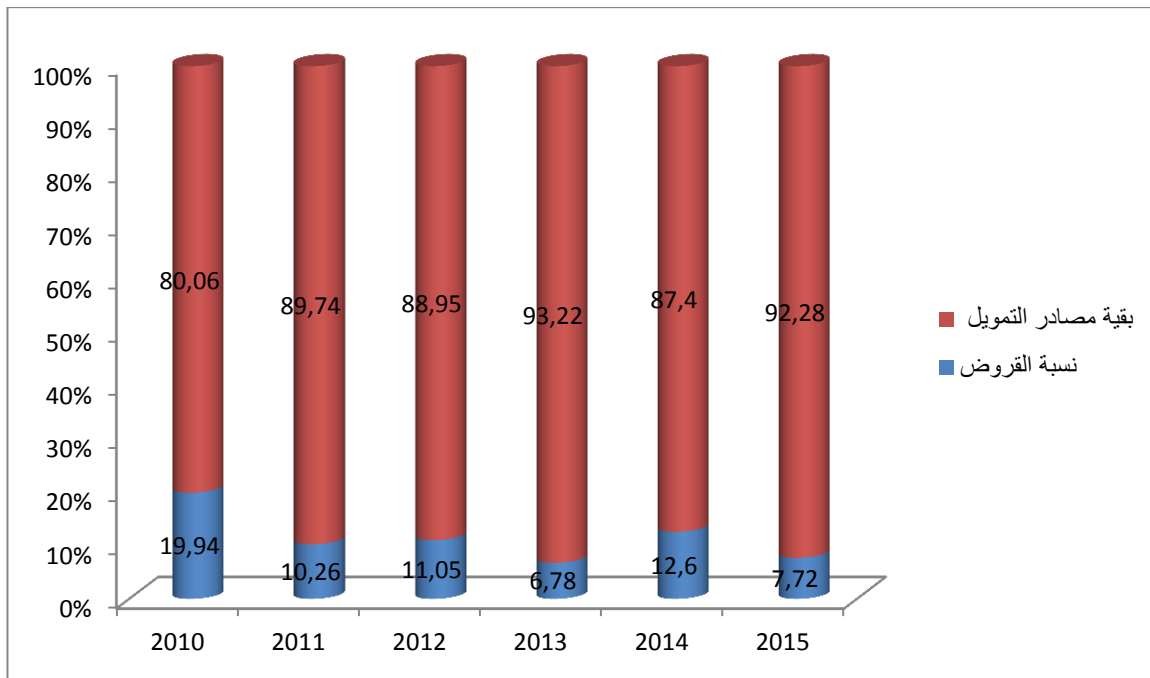
2014، مما أدى إلى انخفاض في قيمة السندات القابلة للتحويل سنة 2015، فبلغت قيمتها 2.745.405 ألف درهم اماراتي.

ثالثاً: تطور القروض لشركة- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010

تعتبر القروض المتوسطة والطويلة الأجل أحد وسائل تمويل العمليات الاستثمارية لشركة الدار العقارية، مثل عمليات التوسع، أو الاحلال والتجديد، وغيرها من العمليات التي تستدعي توفر موارد مالية معتبرة، مما يجعل الشركة أنها تلجأ إلى جهات تمويل معينة، مثل البنوك، فتحصل بذلك على القروض، والتي تضمنت قروض حكومية وقروض لأجل وتسهيلات بموجب عقد الإجارة وتمويلات بموجب عقد المرابحة، وكذلك تمويلات بموجب عقد المضاربة، ويمكن التعرف على تطور إجمالي القروض لشركة الدار العقارية خلال السنوات 2015/2010، من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(36): نسبة تطور قروض (ضمن عنصر المطلوبات غير المتداولة) لشركة

- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم(06-6).

يتضح من خلال الشكل رقم(36) الذي يمثل نسبة تطور قروض شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 ما يلي:

شهدت نسبة اعتماد شركة الدار العقارية على التمويل الخارجي باستخدام القروض المتوسطة والطويلة الأمد، اتجاها نحو الانخفاض على العموم خلال فترة الدراسة، حيث كانت أعلى نسبة تمويل

بهذا النوع من القروض سنة 2010 بمعدل 19.94% من إجمالي مصادر التمويل، ويتراجع هذا المعدل ليصل إلى أدنى نسبة تمويل سنة 2013 قدر بـ 6,78% من إجمالي مصادر تمويل الشركة، أي ما يعادل قيمة 2.964.794 ألف درهم اماراتي، لتشهد سنة 2014، زيادة في نسبة مساهمة القروض المتوسطة والطويلة الأمدية في تغطية الاحتياجات المالية لشركة الدار العقارية بمعدل 5,82% مقارنة بسنة 2013، حيث وقعت شركة الدار العقارية على تسهيلات قرض من أحد البنوك المحلية بقيمة 1.25 مليار درهم، يتحمل فائدة بمعدل ليبور زائداً هامش بنسبة 1% يسدد على أربع أقساط ابتداء من 15 ديسمبر 2014، كما وقعت في جوان 2014 على تسهيلات ثنائية مع بنوك محلية بمبلغ 3.2 مليار درهم، تتكون هذه التسهيلات من مبلغ 1.8 مليار درهم على شكل تسهيلات ائتمانية متجددة على فترة ثلاث سنوات، ومبلغ 1.4 مليار درهم على شكل قروض لأجل على فترة 05 سنوات، وبلغت القروض التي تم تسديدها خلال سنة 2014 قيمة 10.44 مليار درهم، لتتخفص سنة 2015 نسبة الاعتماد على القروض المتوسطة والطويلة الأمدية، كمصدر من مصادر تمويل الشركة لتصل نسبتها إلى 7.72%، أي ما يعادل قيمة 2.790.080 ألف درهم اماراتي.

رابعاً: تطور باقي المطلوبات غير المتداولة لشركة- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010

تتضمن باقي المطلوبات غير المتداولة لشركة الدار العقارية، كل من المحتجزات الدائنة، ومخصص نهاية مكافأة الموظفين، ومطلوبات مالية أخرى، حيث توفر المحتجزات الدائنة إحدى الآليات تمويل شركة الدار العقارية، فكلما زاد الدفع الآجل الذي يمكن الحصول عليه من موردي الشركة، زاد تحسن وضع التدفق النقدي الخاص بها، أما فيما يتعلق بمكافأة نهاية الخدمة الخاص بموظفي شركة الدار العقارية فالشركة تقوم بتكوين مخصص لها، ودفع المساهمات المطلوبة للهيئة العامة للمعاشات والتأمينات الاجتماعية وفقاً للقانون الاتحادي رقم 2 لدولة الإمارات العربية المتحدة الصادر عام 2000، المتعلق بالمعاشات والتأمينات الاجتماعية، ويتم تحميل هذه المساهمات في الربح أو الخسارة خلال فترة الخدمة للموظفين.

تتمثل المطلوبات المالية الأخرى لشركة الدار العقارية في الذمم التجارية الدائنة وتكاليف المقاولين المستحقة ومنح حكومية مؤجلة ومطلوبات أخرى.

كما يمكن توضيح تطورات التي مرت بها باقي المطلوبات غير المتداولة لشركة- الدار العقارية

- خلال الفترة 2015/2010 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(06-7) : تطور باقي المطلوبات غير المتداولة لشركة- الدار العقارية - خلال الفترة

2015/2010

الوحدة: ألف درهم إماراتي

السنوات	2015		2014		2013		2012		2011		2010	
	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)
محتجزات دائنة	0,42%	150 462,00	0,38%	147 184,00	0,30%	130 842,00	1,59%	508 874,00	3,70%	1 486 290,00	3,04%	1 437 878,00
مخصص مكافأة نهاية الخدمة للموظف	0,32%	115 875,00	0,26%	101 919,00	0,22%	96 901,00	0,17%	53 413,00	0,12%	46 981,00	0,10%	48 744,00
مطلوبات مالية أخرى	0,06%	20 424,00	0,07%	28 376,00	0,08%	35 031,00	0,13%	41 376,00	0,10%	38 406,00	0,11%	52 600,00
مجوع باقي المطلوبات غير المتداولة	0,79%	286 761,00	0,72%	277 479,00	0,60%	262 774,00	1,88%	603 663,00	3,92%	1 571 677,00	3,25%	1 539 222,00
الاجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات	100,00%	36 140 676,00	100,00%	38 549 130,00	100,00%	43 728 047,00	100,00%	32 040 707,00	100,00%	40 117 914,00	100,00%	47 344 182,00

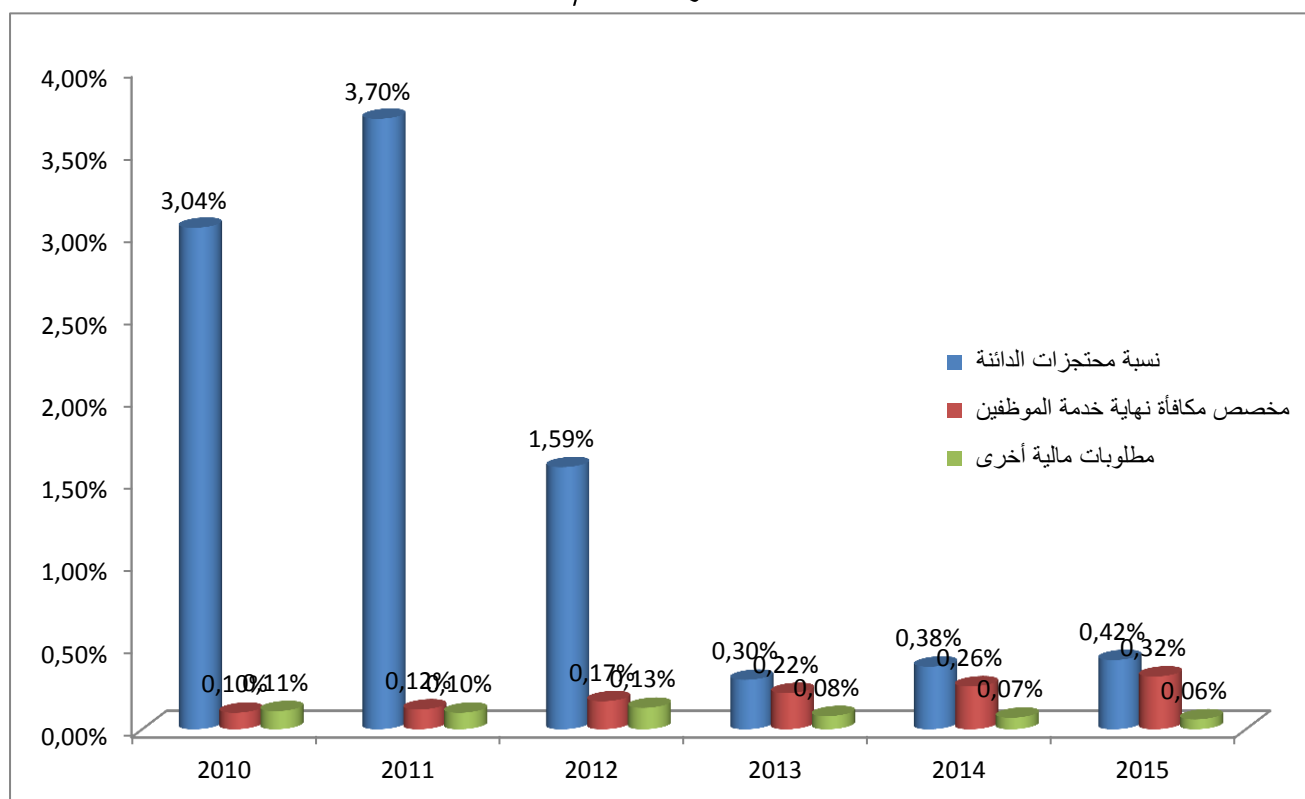
المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقارير المالية لشركة - الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010.

لإبراز نسبة تطور باقي المطلوبات غير المتداولة ومدى اعتمادها في تمويل شركة الدار

العقارية خلال الفترة 2015/2010 ندرج الشكل التالي:

الشكل رقم(37): نسبة تطور باقي المطلوبات غير المتداولة لشركة- الدار العقارية - خلال

الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم(06-7).

يمثل كل من الجدول رقم(06-7)، والشكل رقم(37) تطور باقي المطلوبات غير المتداولة

لشركة الدار العقارية، خلال الفترة 2015/2010، ويتضح من خلالهما ما يلي:

- أن مساهمة باقي المطلوبات غير المتداولة في تمويل شركة الدار العقارية كانت هامشية إلى حد ما، خلال فترة الدراسة، إذ أنها لم تتعدى النسبة 3,92% من إجمالي مصادر تمويل الشركة، فشكلت بذلك أعلى نسبة تحققت سنة 2011، واحتلت المحتجزات الدائنة الجزء الأكبر منها بنسبة 3,70%، فيما تليها كل من مخصص نهاية مكافأة الموظفين والمطلوبات المالية الأخرى بالنسب 0,12% و 0,10% على التوالي.

- شهدت مساهمة باقي المطلوبات غير المتداولة، خلال السنوات المالية تراجعاً ووصلت نسبتها إلى 0,80% سنة 2015، بعد أن شهدت أدنى مساهمة لها في تمويل احتياجات الشركة سنة 2013 بمعدل لم يتجاوز 0,60%.

الفرع الثاني: تطور المطلوبات المتداولة لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

تمثل المطلوبات المتداولة في شركة الدار العقارية، المبالغ المتوجبة الدفع خلال سنة واحدة، وتتضمن: سندات قابلة للتحويل، صكوك غير قابلة للتحويل، قروض، محتجزات دائنة، دفعات مقدمة إلى العملاء، ذمم تجارية دائنة وذمم دائنة أخرى، مطلوبات مالية أخرى، جميعها مدرجة في بيان المركز المالي للشركة حسب درجة استحقاقها من الأبطء درجة استحقاق إلى الأسرع درجة استحقاق، ساهمت في تمويل نشاط الشركة بنسب متفاوتة يمكن الكشف عنها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (06-8): تطور المطلوبات المتداولة لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة

2015/2010

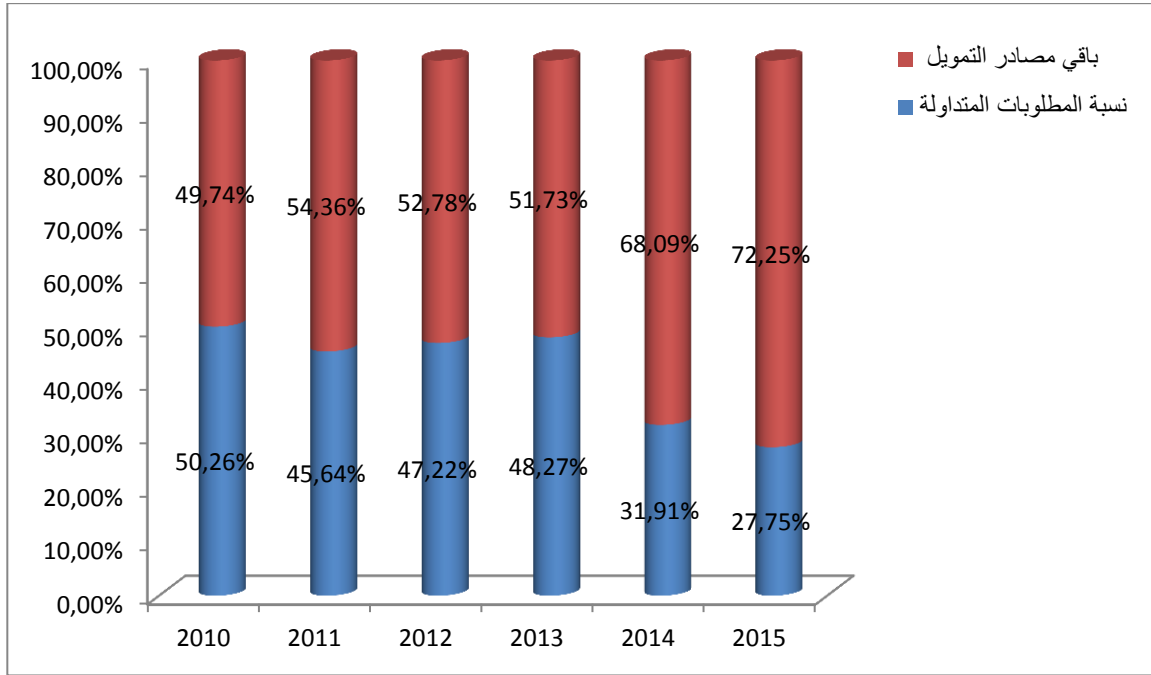
الوحدة: ألف درهم إماراتي

2015		2014		2013		2012		2011		2010		شركة الدار العقارية
النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	النسبة (%)	المبلغ (درهم)	
	-		-		-	2,19%	702 588,00	0,08%	31 177,00	9,16%	4 338 320,00	سندات قابلة للتحويل
0,03%	9 983,00	0,03%	9 983,00	10,62%	4 644 771,00	11,84%	3 795 049,00		-		-	صكوك غير قابلة للتحويل
1,11%	401 344,00	4,05%	1 562 398,00	7,85%	3 431 542,00	4,33%	1 387 954,00	12,66%	5 080 133,00	22,12%	10 472 532,00	قروض
1,34%	484 675,00	2,16%	832 739,00	2,97%	1 300 727,00	2,03%	651 879,00		-		-	محتجزات دائنة
2,33%	842 825,00	3,63%	1 398 392,00	7,19%	3 144 168,00	6,65%	2 129 549,00	11,82%	4 740 002,00	5,68%	2 687 581,00	دفعات مقدمة إلى العملاء
22,94%	8 291 875,00	22,04%	8 496 404,00	19,63%	8 583 052,00	20,17%	6 461 788,00	21,09%	8 460 191,00	13,03%	6 171 089,00	ذمم تجارية دائنة وذمم دائنة أخرى
0,00%	-	0,00%	1 136,00	0,01%	3 512,00		-		-	0,27%	127 590,00	مطلوبات مالية أخرى
27,75%	10 030 702,00	31,91%	12 301 052,00	48,27%	21 107 772,00	47,22%	15 128 807,00	45,64%	18 311 503,00	50,26%	23 797 112,00	مجموع مطلوبات متداولة
100,00%	36 140 676,00	100,00%	38 549 130,00	100,00%	43 728 047,00	100,00%	32 040 707,00	100,00%	40 117 914,00	100,00%	47 344 182,00	اجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقارير المالية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010.

كما يمكن إظهار نسبة مساهمة إجمالي المطلوبات المتداولة وتطورها لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (38) : نسبة تطور المطلوبات المتداولة لشركة -الدار العقارية-
خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (8-06).

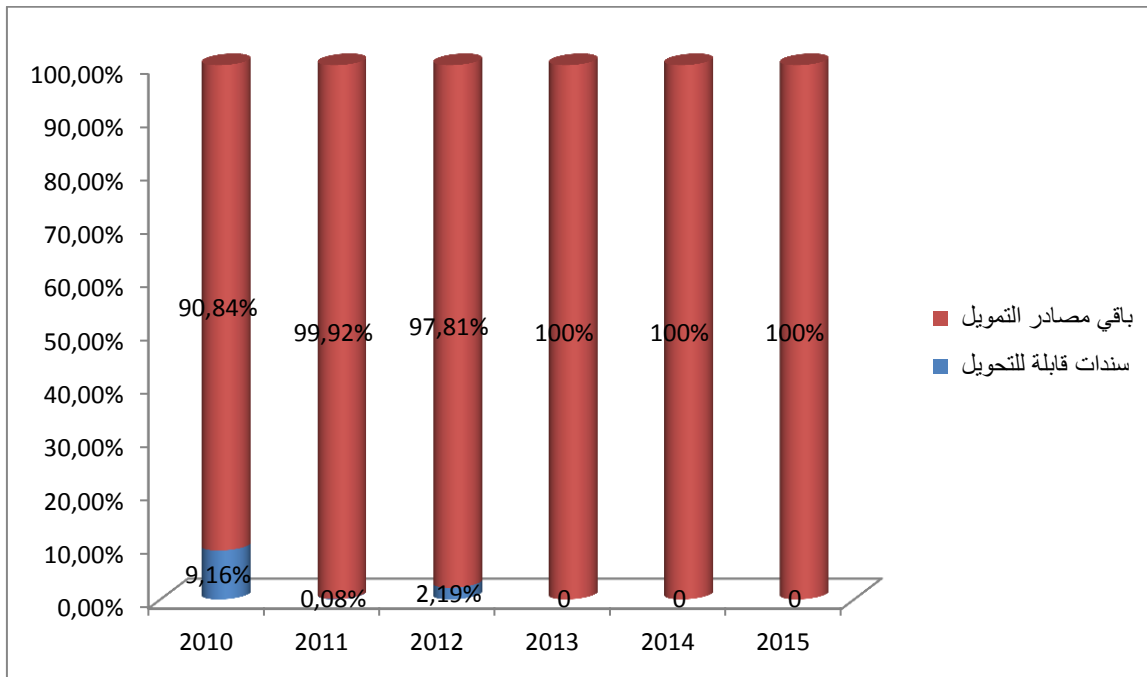
يمثل الجدول رقم (8-06)، والشكل رقم (38)، تطور المطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، حيث يتبين من خلالهما، أن المطلوبات المتداولة تشكل النسبة الأكبر في تمويل الشركة والتي فاقت نصف مصادر تمويلها خلال سنة 2010، فقد مثلت 50,26% من إجمالي حقوق المساهمين، أي ما يعادل قيمة 23.797.112 ألف درهم اماراتي، لتتراجع نسبة مساهمة المطلوبات المتداولة في التمويل بمعدلات منخفضة، حيث شكلت نسبة 45,64% و 47,22% و 48,27%، ثم 31,91% خلال السنوات 2011، 2012، 2013، 2014 على التوالي، لتشهد شركة الدار العقارية أقل نسبة تمويل بالاعتماد على مصادر التمويل القصيرة الأجل سنة 2015 بمعدل 27,75%، أي ما يعادل 10.030.702 ألف درهم اماراتي.

عموما فإن الانخفاض المسجل في معدلات المطلوبات المتداولة كان أقل حدة مقارنة بانخفاض المطلوبات غير المتداولة، فمصادر التمويل قصيرة الأجل تكون خدمة الديون فيها أقل كلفة ومخاطرة، وسبب هذه التغيرات في قيم المطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية وتطور معدلات مساهمتها في تلبية الاحتياجات المالية للشركة خلال الفترة 2015/2010، يعود بالأساس إلى تغير العناصر المشكلة لهذا النوع من المصادر، والتي نتناولها في النقاط التالية:

أولاً: تطور السندات القابلة للتحويل لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

تمثل السندات القابلة للتحويل ضمن عنصر المطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، أداة دين قصير الأجل، تلجأ إليها الشركة لتمويل مشاريعها، فهي توفر عائدا جيدا لها، مقابل مخاطرة مقبولة، ويمكن توضيح التطورات التي مرت بها السندات القابلة للتحويل لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(39): نسبة تطور السندات القابلة للتحويل(ضمن عنصر المطلوبات المتداولة)
شركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم(8-06).

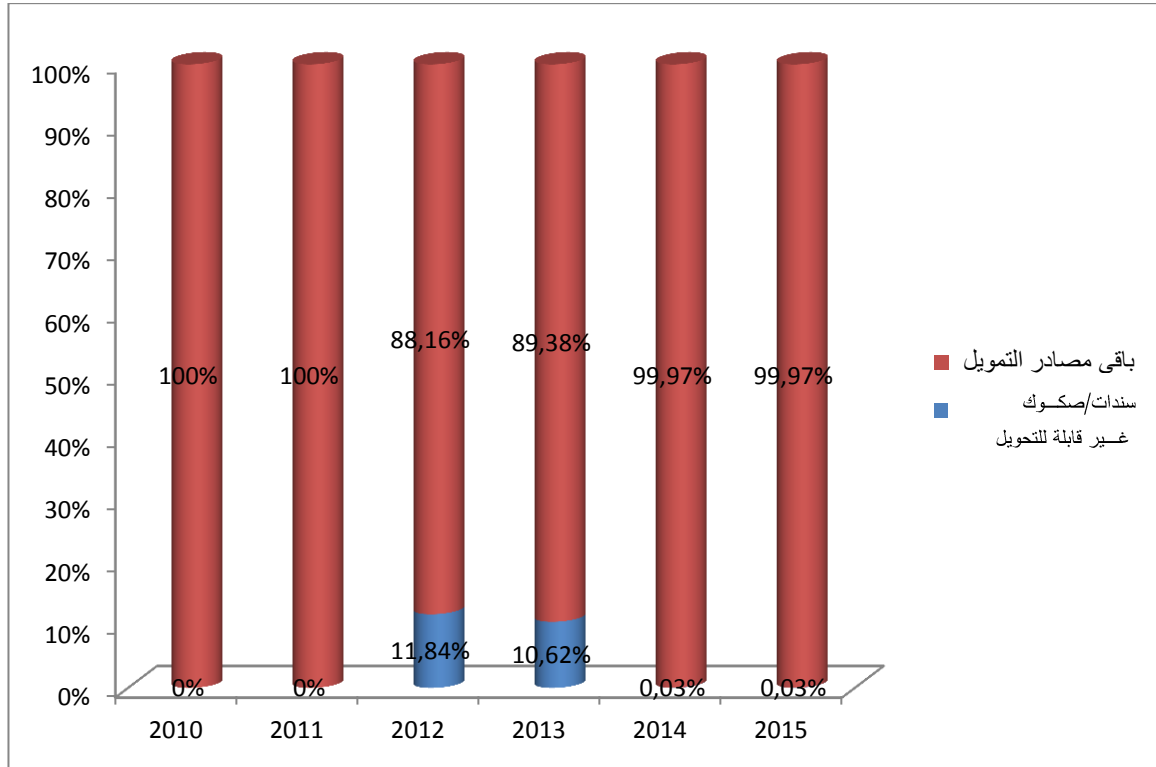
من خلال الشكل رقم(39)، الذي يمثل نسبة تطور السندات القابلة للتحويل لشركة الدار العقارية في الفترة 2015/2010، يتضح أن السندات القابلة للتحويل شهدت نسبة مساهمة كبيرة سنة 2010 في تلبية الاحتياجات المالية القصيرة الأجل لشركة الدار العقارية، مقارنة بالسنوات الموالية لفترة الدراسة، حيث شكلت سنة 2010 نسبة تمويل بالسندات القابلة للتحويل معدل 9,16% من إجمالي مصادر تمويل شركة الدار العقارية، أي ما يعادل قيمة 4.338.320 ألف درهم اماراتي، لتتراجع نسبة الاعتماد عليها كمصدر تمويل الشركة في السنتين 2011 و2012، بحيث أنها شكلت نسبة 0,08% و2,19% على التوالي، من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، أي ما يعادل قيمة 31.177 ألف درهم اماراتي سنة 2011، وقيمة 702.588 ألف درهم اماراتي سنة 2012، في حين أنها لم تصدر عن شركة الدار العقارية أي سندات للتحويل خلال السنوات 2013، 2014، 2015.

فخلال سنة 2007 أصدرت شركة الدار العقارية، سندات قابلة للتحويل بقيمة اجمالية بلغت 9291124 ألف درهم اماراتي، حملت معدل ربح بنسبة 5,767% سنويا، تدفع فصليا، وكان تاريخ استحقاقها 10 نوفمبر 2011، هذه السندات مضمونة برهن على جزء من الأراضي المملوكة من قبل الشركة، ويمكن تحويل السندات بناء على رغبة حاملها، في أي وقت قبل تاريخ الاسترداد المحدد على أساس تحويل كل سند بقيمة 1000 دولار أمريكي، وفي سنة 2011 قامت شركة الدار العقارية باسترداد هذه السندات.

كما قامت الشركة بإصدار سندات قابلة للتحويل، خلال سنة 2011 بقيمة اجمالية بلغت 28مليار درهم، تدفع على أساس نصف سنوي، وفي ديسمبر 2011 تم التحويل جزئيا مبلغ 21 مليار درهم اماراتي من السندات القابلة للتحويل، وتحويل السندات المتبقية في 24 فيفري 2014.

ثانيا: تطور السندات/الصكوك غير قابلة للتحويل لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
تشكل السندات/الصكوك غير قابلة للتحويل، ثاني مورد مالي قصير الأجل، تعتمد عليه شركة الدار العقارية في تغطية احتياجاتها المالية، ومن خلال الشكل التالي يمكن التعرف على التطورات الخاصة بالسندات والصكوك غير القابلة للتحويل خلال الفترة 2015/2010 .

الشكل رقم (40) : نسبة تطور السندات/صكوك غير القابلة للتحويل(ضمن عنصر المطلوبات المتداولة) لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010



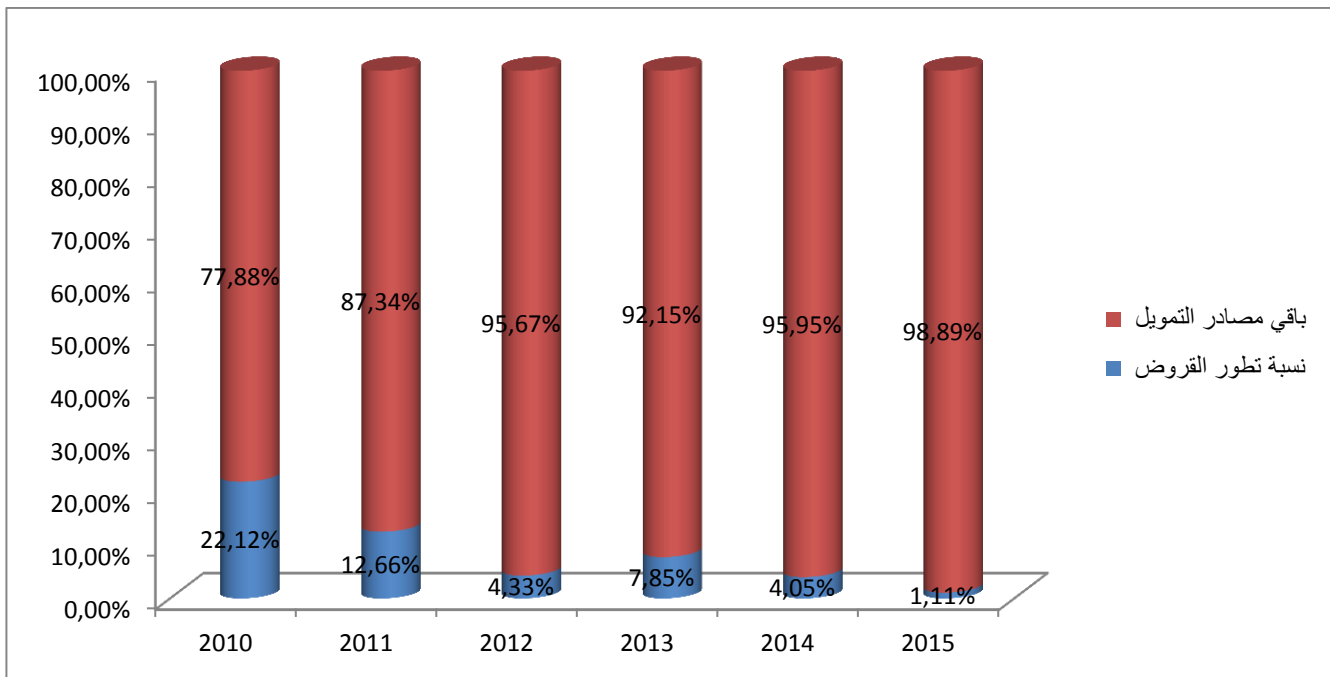
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم(06-8).

يمثل الشكل رقم(40) : نسبة تطور السندات/صكوك غير القابلة للتحويل من إجمالي مصادر تمويل شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 الذي يتضح من خلاله، أن نسبة السندات/صكوك غير القابلة للتحويل القصيرة الأجل شهدت تراجعا خلال الفترة 2015/2012، حيث شكلت نسبة 11,84 % النسبة الأعلى من المصادر المالية المتاحة لشركة الدار العقارية والتي ادرجت في هذا البند ضمن بيان مركزها المالي لسنة 2012، بالمقارنة مع بقية السنوات وهي ما تعادل قيمة 3.795.049 ألف درهم اماراتي، وتراجعت نسبة مساهمتها في تمويل نشاط الشركة سنة 2013، لتصبح بمعدل مساوي لـ 10,62% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، اي ما يعادل قيمة 4644771 ألف درهم اماراتي، وتشهد نسبة التمويل بالسندات/صكوك غير القابلة للتحويل، استقرارا خلال السنتين 2014،2015 بمعدل متدني لم تتجاوز نسبته 0,03% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات للشركة، وهو ما يعادل قيمة 9.983 ألف درهم اماراتي، في حين أنه لم تشكل أي نسبة مساهمة بالاعتماد على السندات/صكوك غير القابلة للتحويل في تمويل الشركة دار العقارية خلال السنتين 2010 و2011.

ثالثاً: تطور قروض شركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

تمثل القروض الجزء الجاري من ذلك القرض الذي يستحق خلال سنة واحدة من القروض الطويلة الأجل، أي القسط الجاري المستحق من القرض طويل الأمد، والذي لم يتم تسديده بعد، وقد شهدت القروض ضمن عنصر الموجودات المتداولة لشركة الدار العقارية، خلال السنوات 2015/2010، تطورات يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (41) : نسبة تطور قروض (ضمن عنصر المطلوبات المتداولة) شركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على بيانات الجدول رقم (06-8).

يوضح الشكل (41) نسبة تطور قروض شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 حيث تشكل نسبة القروض المدرجة ضمن عنصر المطلوبات المتداولة، النسبة الأعلى من مصادر التمويل الخارجي لشركة الدار العقارية خلال سنة 2010، تمثلت في معدل 22,12%، من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات للشركة، وهو ما يعادل قيمة 10.472.532 ألف درهم إماراتي تشهد بعدها تراجعاً في نسبة مساهمتها في تمويل نشاط الشركة، حيث شكلت النسب 12,66% و 4,33% و 7,85% ثم نسبة 4,05% خلال السنوات 2011، 2012، 2013، 2014، على التوالي، كما عرفت تراجعاً آخر سنة 2015، لتصبح نسبة مساهمة القروض القصيرة الأمد في تمويل الشركة لا تتعدى النسبة 1,11%، وهو ما يعادل قيمة 401.344 ألف درهم إماراتي، يعزى الانخفاض في التمويل

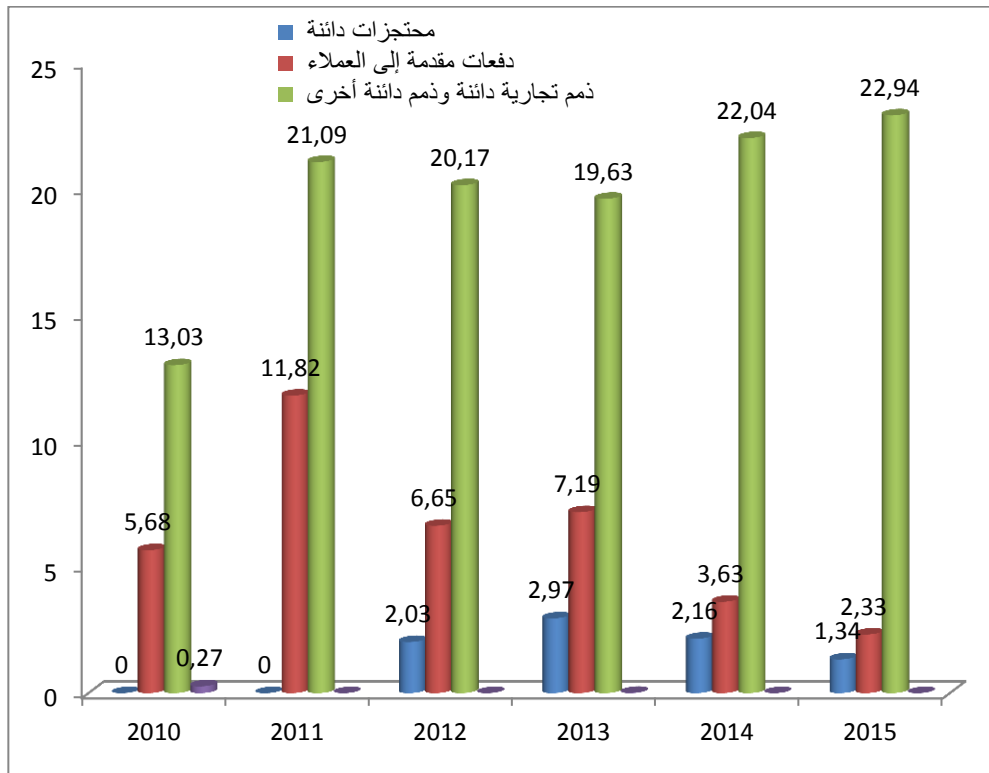
بالقروض عموماً إلى التوجه الذي اتخذته شركة الدار العقارية بزيادة اعتمادها على مصادر داخلية في تغطية احتياجاتها المالية.

رابعاً : تطور باقي المطلوبات المتداولة لشركة- الدار العقارية - خلال الفترة 2015/2010

تشمل باقي المطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية، المحتجزات الدائنة، والدفعات المقدمة من العملاء، الذمم التجارية الدائنة و ذمم دائنة أخرى، ومطلوبات مالية أخرى، ساهمت بنسب متفاوتة في تمويل شركة الدار العقارية ومثلت التزامات قصيرة الأمد خلال الفترة 2015/2010، ويمكن إبراز نسبة تطور باقي المطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية من سنة 2010 إلى سنة 2015 من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (42) : نسبة تطور باقي المطلوبات المتداولة لشركة- الدار العقارية -

خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على بيانات الجدول رقم (06-8).

يمثل الشكل رقم (42) نسبة تطور باقي المطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية من سنة 2010 إلى سنة 2015، ويتضح من خلاله ما يلي :

- شكلت المحتجزات الدائنة ضمن مصادر التمويل القصير الأجل، نسبة ضعيفة في تلبية احتياجات شركة الدار العقارية، حيث شهدت استقرارا إلى حد ما، في مساهمتها لتوفير الموارد المالية للنشاط التشغيلي للشركة، خلال السنوات 2012، 2013، 2014، وانحصرت هذه النسب ما بين 2,03 % و 2,97%، من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، وتراجعت نسبة المحتجزات الدائنة سنة 2015، والتي شكلت مصدر مالي لشركة الدار العقارية، بنسبة 1,34 % من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، أي ما يعادل قيمة 484.675 ألف درهم اماراتي، في حين لم تشكل المحتجزات الدائنة، مصدر لتمويل شركة الدار العقارية خلال السنتين 2010، 2011.

- تعتبر الدفعات المقدمة من العملاء من المصادر المالية لشركة الدار العقارية التي شهدت نسبة متغيرة خلال الفترة 2015/2010، فقد حققت نسبة زيادة سنة 2011 بمعدل 6,14% من إجمالي مصادر تمويل الشركة مقارنة بسنة 2010، وشكلت سنة 2013 نسبة 7,19% من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، أي ما يعادل قيمة 3.144.168 ألف درهم اماراتي، وتناقصت نسبة الدفعات المقدمة من العملاء خلال السنتين المواليين، حيث شهدت أدنى نسبة مساهمة في تمويل نشاط شركة الدار العقارية وذلك سنة 2015، بمعدل لم يتجاوز النسبة 2,33%، أي ما يعادل قيمة 842.825 ألف درهم اماراتي، وقد مثلت الدفعات المقدمة من العملاء، الأقساط المتحصل عليها من العملاء مقابل بيع عقارات للشركة، كما شملت صافي الدفعات المقدمة المستلمة من حكومة أبوظبي مبلغ 409 مليون درهم اماراتي.

- أما فيما يتعلق بالذمم التجارية الدائنة وذمم دائنة أخرى، فقد شكل مصدرا ماليا للشركة فاقت نسبته، معدل مساهمة الدفعات المقدمة من العملاء في تمويل شركة الدار العقارية خلال فترة 2010/2015 حيث مثل النسب 13,03% و 21,09% و 20,17% ثم نسبة 19,63% خلال السنوات 2010، 2011، 2012، 2013 على التوالي من إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات، ويشهد زيادة هامشية بنسبة 0,9% سنة 2015 مقارنة بسنة 2014.

- لم تساهم المطلوبات المالية الأخرى بشكل كبير في تمويل شركة الدار العقارية، خلال السنوات 2015/2010، حيث اقتصرت مساهمتها على السنتين 2010 و 2013 نسبة 0,27% و 0,01% على التوالي من مجموع حقوق المساهمين والمطلوبات، وهي نسبة هامشية بقيمة تعادل 127.590 ألف درهم اماراتي سنة 2010، و 3.512 ألف درهم اماراتي سنة 2013.

المبحث الثالث: أثر استخدام الصكوك على بعض مؤشرات الأداء المالي لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

إن اعتماد الشركات على إعداد قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) غير كافي لقياس أداء الشركة، لهذا يتطلب استخدام مؤشرات مالية والقيام بعملية التحليل والتفسير لهذه المؤشرات، فهي تعتبر عملية ضرورية، لكون أن أرقام القوائم المالية لا تدل إلا عن قيام الموجودات والمطلوبات وباستخدام النسب المالية وتحليلها، بالاعتماد على القوائم المالية لشركة الدار العقارية المدرسة بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010، باستخدام النسب المالية يمكن أن يعزز من فرص التوصل إلى قياس مدى كفاءة السياسة المالية لشركة الدار العقارية باستخدامها للصكوك كأداة تمويلية قصيرة / طويلة الأجل وذلك من خلال مقارنة النسب المالية خلال السنوات محل الدراسة، ويمكن حصر هذه النسب المالية، في 05 مجموعات: نسب السيولة، نسب قياس كفاءة النشاط، نسب الربحية، نسب المديونية، الرفع المالي ونسب السوق، وسوف نركز في هذا المبحث على بعض المؤشرات وقياس العلاقة التي تربط عملية إصدار الصكوك بالأداء المالي لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

المطلب الأول: حساب وتطور نسبة التداول لشركة-الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

قبل التطرق إلى نسبة التداول لشركة الدار العقارية خلال 2015/2010 تجدر الإشارة إلى معرفة مفهوم نسبة التداول.

الفرع الأول: حساب نسبة التداول

تعتبر نسبة التداول إحدى مؤشرات نسب السيولة، هذه الأخيرة هي مجموعة النسب التي تقيس قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، من خلال توفير السيولة المناسبة⁽¹⁾.

نسبة التداول هي أكثر النسب المالية شيوعاً لقياس سيولة المؤسسة، لذلك فهي تعتبر كهامش أمان من خلال معرفة قدرة الموجودات المتداولة على تغطية المطلوبات المتداولة، وتحسب كالاتي⁽²⁾ :

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{إجمالي الموجودات المتداولة}}{\text{إجمالي المطلوبات المتداولة}}$$

(1) التحليل المالي والمؤشرات المالية، شرح نظري وعملي كامل على الموقع الإلكتروني :

<http://www.doubleclick.com.org> (consulté le 26/04/2017 à 4h.00)

(2) سمير عباس أحمد، عبدالعالي حنظل : " استخدام النسب المالية كأداة لتقييم كفاءة الأداء، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الجامعة، العدد الثاني والثلاثون 2012، ص254.

وتعبر هذه النسبة عن عدد المرات التي تستطيع فيها الأصول المتداولة (الموجودات المتداولة) تغطية الخصوم المتداولة (المطلوبات المتداولة)، وكلما زادت هذه النسبة دلّ ذلك على مقدرة المنشأة على مواجهة أخطار الالتزامات المتداولة المفاجئة دون الحاجة لتسييل أي أصول ثابتة أو الحصول على اقتراض جديد، لكن هذه الزيادة يمكن أن تكون مقبولة إلى درجة معينة، فقد يكون ارتفاع النسبة نتيجة زيادة بند الأصول المتداولة بسبب تراكم المخزون، وعدم تصريفه، وقد تكون زيادة النسبة بسبب زيادة بند النقدية، بصورة مبالغ فيها، مما يدل على عدم استخدام الشركة الجيد للسيولة لديها وتقييد الربحية نتيجة لذلك أو ربما بسبب زيادة تراكم بند العملاء نتيجة عدم استخدام سياسات جيدة في التحصيل ومتابعة العملاء المدينين⁽³⁾.

ويرى البعض أن الحد الأدنى المقبول لهذه النسبة هو 1/2 مرة⁽⁴⁾.

الفرع الثاني : تطور نسبة التداول لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

ولغرض احتساب نسبة التداول لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، تم إعداد الجدول الآتي الذي يتضمن عرض النتائج اللازمة المتعلقة بهذه النسبة:

جدول رقم (07) : تطور نسبة التداول لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

الوحدة: ألف درهم إماراتي

2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنة / اسم الحساب
15.972.973	18.977.891	24.189.945	15.673.988	21.252.632	28.115.840	إجمالي الموجودات المتداولة
10.030.702	12.301.052	21.107.772	15.128.807	18.311.503	23.797.112	إجمالي المطلوبات المتداولة
1.59	1.54	1.14	1.03	1.16	1.18	نسبة التداول (مرة)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على التقارير السنوية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010.

⁽³⁾ وليد نبيه : " هل تريد الاستثمار؟ " مقال منشور على الموقع الإلكتروني :

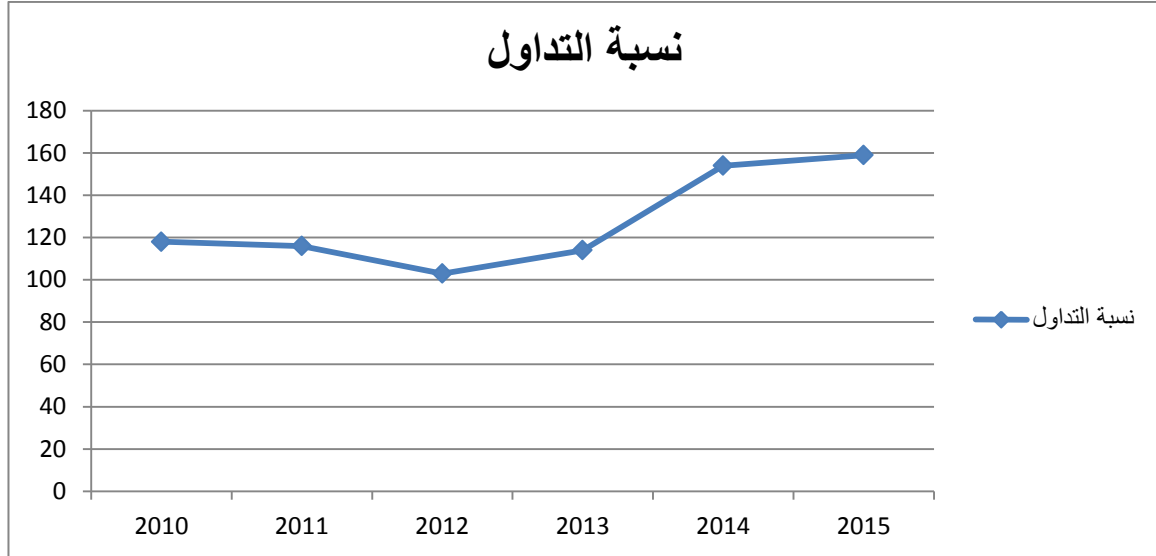
[http://www.siironline.org/alabwab/edare\(Consulté le 26/04/2017 à 7h43min\)](http://www.siironline.org/alabwab/edare(Consulté le 26/04/2017 à 7h43min))

⁽⁴⁾ دليل التحليل المالي على الموقع الإلكتروني :

<http://financial.analysis.guide.net> (consulté le 26/04/2017 à 4h 15min)

كما يمكن تبيان تطور نسبة التداول لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 من الشكل التالي:

الشكل رقم (43) : تطور نسبة التداول لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (07).

يمثل الجدول رقم (07) والشكل رقم (43) تطور نسبة التداول لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، والمبالغ مقومة بألف درهم إماراتي، حيث يتضح أن نسبة التداول مرت بمرحلتين مختلفتين، مرحلة انخفاض من سنة 2010 إلى سنة 2012، ومرحلة الزيادة من 2013 إلى 2015، فبالرغم من تناقص إجمالي المطلوبات المتداولة خلال السنتين 2011 و 2012 بقيمة 5.485.609 ألف درهم إماراتي، ثم بقيمة 3.182.696 ألف درهم إماراتي على التوالي، إلا أن المرحلة الأولى شهدت انخفاضا في نسبة التداول من 1.18 مرة سنة 2010 إلى أدنى نسبة تداول قدرت بـ 1,3 مرة سنة 2012، ويعزى سبب هذا الاتجاه إلى انخفاض إجمالي الموجودات المتداولة لشركة الدار العقارية، التي شكلت قيمة 28.115.840 ألف درهم إماراتي سنة 2010، لتصل إلى أدنى قيمة لها وهي 15.673.988 ألف درهم إماراتي سنة 2012، أما المرحلة الثانية فقد شهدت فيها نسبة التداول نموا، لتحقق معدل 1,14 مرة سنة 2013 وترتفع بمعدل 0,4 مرة سنة 2014 زيادة عما حققته السنة السابقة، وتشهد سنة 2015 أعلى نسبة تداول قدرت بـ 1.59 مرة، نتيجة لانخفاض حجم المطلوبات المتداولة للشركة خلال هذه السنة إلى أدنى مستوى، والذي بلغ قيمة 10.030.702 ألف درهم إماراتي، وبما أن الحد الأدنى المقبول لهذه النسبة هو 1/2 مرة، فإن نسبة تداول شركة الدار العقارية تعتبر مقبولة خلال الفترة 2015/2010، ويتطلب المحافظة على نسبة تداول مقبولة، ضرورة الزيادة في حجم الموجودات

المتداولة مقابل التخفيض في المطلوبات المتداولة، وسيؤدي هذا الإجراء إلى تعزيز قدرة الشركة الدار العقارية على مواجهة أخطار سداد الالتزامات المتداولة والوفاء بها في تواريخ استحقاقها.

المطلب الثاني: حساب وتطور نسبة المديونية للشركة-الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

قبل التعرف على تطور نسبة المديونية لشركة الدار العقارية وتأثير حجم استخدام الصكوك على أداءها المالي خلال فترة الدراسة 2015/2010، لابد من معرفة كيفية حساب نسبة المديونية.

الفرع الأول: حساب نسبة المديونية

تعتبر نسبة المديونية إحدى نسب الرافعة المالية، هذه الأخيرة تقيس مدى اعتماد في تمويل استثماراتها على الديون، من خلال الاقتراض أو استخدام أي أداة مالية (كالخيارات المالية أو العقود المستقبلية) التي ينتج عنها تضخيم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر وبالتالي فذف المجموعة من النسب تهتم بالملاءة على الأجل الطويل من خلال هيكل رأس المال ومعدلات التغطية، وتكمن أهمية هذه النسب في قدرتها على تقييم الهيكل التمويلي على الشركة في تاريخ معين من حيث اعتماده على مصادر التمويل الداخلية أو الخارجية⁽¹⁾.

تقاس نسبة المديونية باستخدام العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الخصوم}} \times 100 \text{ £}$$

حيث أن مجموع الديون تعبر عن مجموع المطلوبات الغير متداولة والمطلوبات المتداولة لشركة الدار العقارية وأن الخصوم تعبر عن مجموع المطلوبات وحقوق المساهمين لشركة الدار العقارية، وتعبر نسبة المديونية على درجة التمويل الخارجي في هيكل الشركة، فنتائج النسب العالية قد تدل على ضائقة مالية وعدم القدرة على الوفاء، والقيم المنخفضة تدل على عدم قدرة الشركة على استغلال نسب الرفع⁽²⁾.

⁽¹⁾ شرح التحليل المالي وتطبيقه العملي على برنامج ERP مقال منشور على الموقع الإلكتروني . le [http://ae.linkedin.com\(consulté](http://ae.linkedin.com(consulté) 26/04/2017 à 8h 22min)

⁽²⁾ Mohamed bisharah : Financial statement analysis. Sur site : [http://www.katakji.com/media\(consulté](http://www.katakji.com/media(consulté) le 26/04/2017 à 6h 30 min)

الفرع الثاني: تطور نسبة المديونية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

لحساب نسبة المديونية لشركة الدار العقارية خلال السنوات 2015/2010، يتم إعداد الجدول الآتي، الذي يحتوي على عرض نتائج مرتبطة بحساب نسبة المديونية لشركة الدار العقارية، والتطورات الحاصلة في هذه النسبة خلال فترة الدراسة.

جدول رقم (08): تطور نسبة المديونية لشركة العقارية خلال الفترة 2015/2010

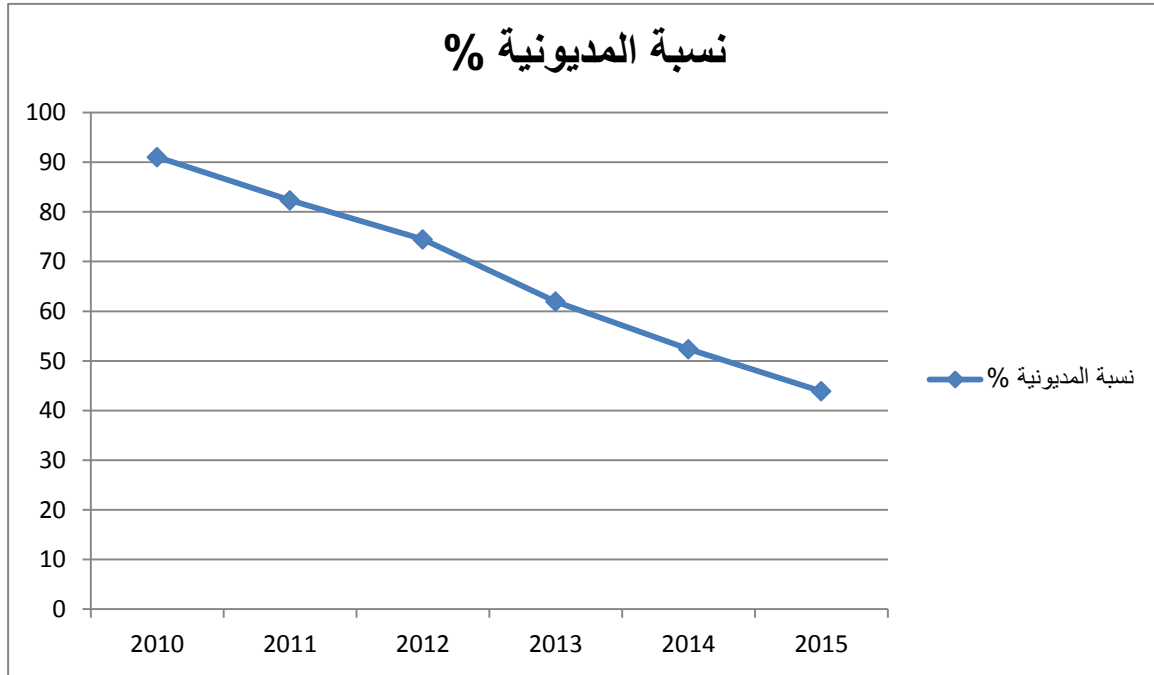
الوحدة: بألف درهم إماراتي

2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
15.852.948	20.175.748	27.080.088	23.861.200	33.024.339	43.097.397	مجموع الديون
36.140.676	38.549.130	43.728.047	32.040.707	40.117.914	47.344.182	مجموع الخصوم
43.86	52.34	61.93	74.47	82.32	91.03	نسبة المديونية (%)

المصدر من إعداد الطالبة اعتمادا على التقارير السنوية لشركة العقارية خلال الفترة 2015/2010.

كما يمكن توضيح تطور نسبة المديونية لشركة الدار العقارية للسنوات 2015/2010 من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (44) : تطور نسبة المديونية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (08).

يمثل الجدول رقم (08) والشكل رقم (44) تطور نسبة المديونية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، والمبالغ مقومة بألف درهم إماراتي، حيث شهدت هذه النسبة تناقصا مستمرا، وبمعدلات متقاربة، فشكلت النسبة 91.03% أعلى معدل لمديونية شركة الدار العقارية خلال فترة الدراسة والتي تحققت سنة 2010، ما يعبر عن اعتماد الشركة في تمويل نشاطها بنسبة كبيرة على الديون التي بلغت قيمتها 43.097.397 ألف درهم إماراتي، وبذلك فإن هذه الديون احتوت الجزء الأكبر من إجمالي خصوم الشركة، الذي كان مساويا لـ 47.344.182 ألف درهم إماراتي، لتشهد نسبة المديونية سنة 2011 تراجعاً بمعدل 8,71%، مقارنة بسنة 2010، نتيجة للانخفاض في قيمة الديون لسنة 2011 بقيمة 10.073.058 ألف درهم إماراتي مقارنة بسنة 2010، ثم تناقصت مرة أخرى قيمة ديون الشركة سنة 2012 بما يعادل 9.136.139 ألف درهم إماراتي، مما سمح بتحقيق نسبة مديونية أقل، والتي كانت مساوية لـ 74.47%، لتشهد سنة 2013 ارتفاعاً في قيمة الديون بزيادة قدرها 3.218.888 ألف درهم إماراتي، مقارنة بسنة 2012، إلا أن هذه الزيادة في الديون لم يؤثر على تراجع نسبة المديونية التي بلغت 61.93%، ويعزى ذلك إلى ارتفاع إجمالي الخصوم البالغ 43.728.047 ألف درهم إماراتي لسنة 2013، والناجم عن الزيادة في حقوق الملكية، أما بقية سنوات الدراسة، فقد شهدت شركة الدار العقارية انخفاضا في إجمالي ديونها بـ 6.904.340 ألف درهم إماراتي ثم بـ 4.322.800 ألف درهم إماراتي خلال سنتين 2014 و 2015 على التوالي، لتحقق أدنى نسبة مديونية سنة 2015 بمعدل 43.86%.

إن هذا الانخفاض في نسبة المديونية خلال فترة الدراسة يعبر عن قدرة شركة الدار العقارية على دفع التزاماتها تجاه الدائنين وغيرهم من الأطراف الأخرى على الأمدين الطويل والقصير كانت مقبولة.

المطلب الثالث: حساب وتطور نسبة العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

تعتبر الربحية هدف أساسي لبقاء عمل الشركة واستمرارها وغاية يتطلع إليها المساهمون، فهي عبارة عن العلاقة بين الأرباح التي تحققها الشركة والاستثمارات التي ساهمت في هذه الأرباح، لذا نجد أن جهدا كبيرا يوجه نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن للمساهمين لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة.

الفرع الأول : حساب العائد على حقوق الملكية

تستخدم نسب الربحية لتقييم قدرة الشركة على توليد الأرباح من أنشطتها التشغيلية مقارنة بالنفقات وغيرها من التكاليف التي تتكبدها خلال فترة محددة من الزمن، وهي أداة هامة لقياس كفاءة المنشأة في استخدام الموارد الموجودة في حوزتها بكفاية.

وتدل نسب الربحية التي لها قيمة أعلى مقارنة بالفترات السابقة أن الشركة تحقق زيادة في المبيعات وبالتالي زيادة في الأرباح، ومن بين نسب الربحية لدينا نسبة العائد على حقوق المساهمين⁽¹⁾، وتقاس هذه النسبة وفق العلاقة التالية⁽²⁾:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}}$$

تعبر هذه النسبة عن العائد الذي يحققه الملاك عند استثمار أموالهم بالشركة وهي أهم نسب الربحية المستخدمة، حيث أنه بناء على هذه النسبة قد يقرر الملاك الاستمرار في النشاط أو تحويل الأموال إلى استثمارات أخرى تحقق عائدا مناسباً.

الفرع الثاني: تطور العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

(1) فهمي مصطفى : نسب الربحية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني <http://smefinancial.wordpress.com> consulté le 26/04/2017 à 20h-9min

(2) وليد نبيه: " هل تريد الاستثمار؟"، مقال منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.siironline.org/alabwab/edare>(Consulté le 26/04/2017 à 7h43min)

حتى يتمكن من حساب تطور العائد على حقوق الملكية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، لابد من عرض بعض النتائج المالية المتعلقة بصافي الربح وحقوق ملكية المساهمين والمرتبطة بحساب نسبة العائد على حقوق الملكية للشركة والجدول التالي يتضمن هذه النتائج.

جدول رقم (09) : تطور العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

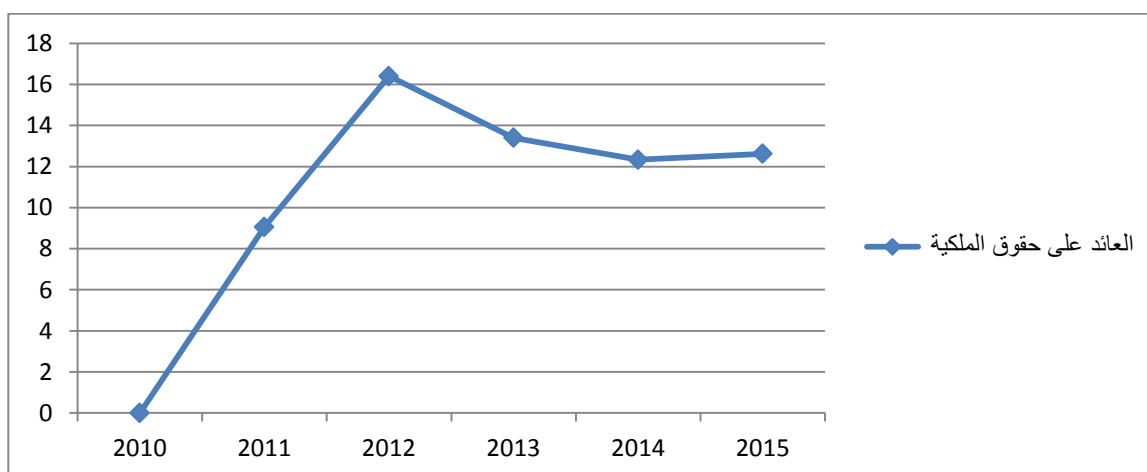
الوحدة: بألف درهم إماراتي

2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
2.559.867	2.266.353	2.225.195	1.340.658	642.491	(-12.658.414) خسارة	صافي الربح
20.287.728	18.373.382	16.647.95	8.179.507	7.093.575	4.246.785	حقوق الملكية
12.62	12.33	13.40	16.40	9.06	-	العائد على حقوق الملكية (%)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على التقارير المالية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010.

والشكل التالي يوضح تطور العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

الشكل رقم(45): تطور العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على معطيات الجدول رقم(09).

يبين كل من الجدول رقم (09) والشكل رقم (45) تطور العائد على حقوق الملكية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، والمبالغ مقومة بألف درهم إماراتي، فقد مر العائد على حقوق الملكية

بمرحلتين، مرحلة الارتفاع، شملت السنتين 2011 و2012، وانتقل العائد على حقوق الملكية بنسبة 7,34%، لتشهد سنة 2012 أعلى نسبة له وهي 16.04%، فقد تميزت سنة 2012 بأداء تشغيلي ومالي قوي، حيث بلغ صافي الربح 1.340.658 ألف درهم إماراتي، بزيادة نسبتها 108.7% مقارنة بسنة 2011، مما أدى إلى نمو العائد على السهم الذي بلغ 0.30 درهم مقارنة بـ 0.15 درهم لسنة 2011، نتيجة لارتفاع إيرادات الشركة الناتج عن إبرام شركة الدار العقارية لصفقتين مع حكومة أبوظبي وشركة مبادلة للتنمية مجموعهما 36.2 مليار درهم إماراتي، ساهما بشكل كبير في تحقيق صافي ربح قدره 642.491 ألف درهم إماراتي، وبذلك استطاعت شركة الدار العقارية أن تتخطى الأوضاع الصعبة التي مرت بها في السنوات السابقة، من خلال تخفيض حجم الخسائر المتراكمة، وخاصة الخسارة التي تحملتها الشركة سنة 2010 قدرها 12.658.414 ألف درهم إماراتي، والذي كان سببها الأوضاع الحرجة والمتقلبة لسوق العقارات في دولة الإمارات العربية المتحدة، مما نتج عنه تحمل أعباء الاستهلاك وتكاليف التمويل وأدى إلى خسارة السهم بواقع 4.39 درهم إماراتي.

لتشهد شركة الدار العقارية المرحلة الثانية، التي تمثلت في تراجع معدل العائد على حقوق الملكية، بالنسبة 3% و1.07%، خلال السنتين 2013 و2014 على التوالي، وتحقق استقرار نسبي في السنتين 2014 و2015، حيث سجلت زيادة هامشية في نسبة العائد على حقوق الملكية قدرت بـ 0.29% سنة 2015 مقارنة بسنة 2014، هذا الانخفاض في معدل العائد على حقوق الملكية ناتج عن الزيادة في حقوق ملكية شركة الدار العقارية خلال السنوات 2013، 2014، 2015، حيث قدرت هذه الزيادة بـ 8.468.452 ألف درهم إماراتي، 1.725.423 ألف درهم إماراتي و1.914.346 ألف درهم إماراتي على التوالي.

المطلب الرابع: أثر استخدام الصكوك على بعض مؤشرات -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

من خلال هذا المطلب، سيتم دراسة وتحليل تأثير استخدام الصكوك على بعض المؤشرات المتعلقة بأداء شركة المساهمة الممثلة في الدار العقارية، خلال فترة الدراسة من 2010 إلى 2015 وبالتحديد نسبة الارتباط بين حجم استخدام الصكوك وهذه المؤشرات، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS.

الفرع الأول: وسائل المعالجة وتحليل المعلومات

تمثلت المعلومات المستخدمة في هذه الدراسة في بعض المؤشرات المرتبطة بشركة الدار العقارية وهي مؤشر نسبة التداول، مؤشر نسبة المديونية ومؤشر العائد على حقوق الملكية، سنويا خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2015، وإجمالي استخدامات الصكوك من قبل شركة المساهمة الممثلة في الدار العقارية، المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية من الفترة 2015/2010، وللحصول على معلومات الدراسة تم الاعتماد على التقارير المالية لشركة الدار العقارية من سنة 2010 إلى 2015، وبغرض الحصول على نتائج دقيقة وصحيحة تم استخدام برنامج SPSS، لمعالجة البيانات، حيث استعمل في الانحدار الخطي البسيط للظاهرة المدروسة .

أولا : المتغيرات المستخدمة في الدراسة

تمثلت هذه المتغيرات فيما يلي:

- 1- الصكوك: يمكن التعبير عنها بقيمة استخدامها السنوي من قبل شركة المساهمة ممثلة في الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، وهو متغير مستقل.
- 2- مؤشر الأداء المالي لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010 : يقاس أداء شركة الدار العقارية بعدة مؤشرات، وارتأينا في هذه الدراسة الاعتماد على مؤشر من مؤشرات السيولة ممثل في نسبة التداول ومؤشر من مؤشرات الرفع المالي ممثل في نسبة المديونية، ومؤشر من مؤشرات الربحية ممثل في العائد على حقوق الملكية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، وكلها متغيرات تابعة.

ثانيا : النموذج الإحصائي المستخدم

تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يستخدم لتحديد العلاقة بين المتغير التابع Y_t

والمتغير المستقل X ، وصيغة النموذج كالاتي : $Y_t = B_0 + B_1X_{1t} + B_2X_{2t} + \dots + B_kX_{kt} + U$

حيث أن : $T = 1 \dots n$ ، $K = 1 \dots m$

U_t : متغير عشوائي يسمى حد الخطأ (القيمة المقدرة لحد الخطأ)

B_k : قيمة معاملات الانحدار

H_0 : فرضية صفرية: أي المتغير المفسر ليس له علاقة بالمتغير التابع.

H_1 : الفرضية البديلة: أي المتغير المفسر له علاقة بالمتغير التابع.

كما يوفر برنامج SPSS مجموعة من المعلومات تتمثل فيما يلي:

- إحصائية **(t) statistique**: يعبر هذا المؤشر عن اختيار قيمة معامل من المعاملات، أي معرفة ما إذا كان المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع أم لا، وبصفة عامة إذا كان : $t > 2$ فإن هناك احتمال قدره 95% بأن تقبل الفرضية H_1 ، وترفض الفرضية H_0 أي أن المتغير المفسر له دور في تفسير تغيرات المتغير التابع.
- الاحتمال: **Probabilité**: هذا المؤشر يمكننا من قبول أو رفض إحدى الفرضيتين حيث أنه إذا كانت قيمة الاحتمال أقل من 0.05، فهذا معناه قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 .
- معامل الانحدار **R**: هذا المؤشر يقيس جودة النموذج فيما يخص مدى ارتباط المتغير التابع بالمتغيرات المفسرة التي يحتويها النموذج $0 < R < 1$ ، فكلما اقتربت النتيجة من 1 كلما كان النموذج ذو دقة عالية .
- معامل الانحدار المعدل **R2**: هذا المؤشر يستعمل إذا كان عدد المقدرات في النموذج أكبر أو تساوي 2، ففي هذه الحالة، يكون أدق من R لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية.

الفرع الثاني: دراسة أثر استخدام الصكوك على نسبة التداول لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة
2015/2010

من خلال هذه الدراسة يتم تحديد درجة الارتباط بين الاستخدامات السنوية للصكوك مع نسبة
التداول لشركة المساهمة ممثلة في الدار العقارية والمدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال
السنوات 2015/2010 بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS.

أولاً : دراسة الارتباط بين استخدام الصكوك ونسبة التداول لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة
2015/2010

بفرض أن:

USE SUK : استخدام الصكوك من شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

IND TR : نسبة التداول لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

باستخدام برنامج SPSS، يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين :

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين استخدام الصكوك USE SUK ونسبة التداول IND TR .

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين استخدام الصكوك USE SUK ونسبة التداول IND TR .

من خلال الاستعانة بالمعطيات المتعلقة باستخدام الصكوك السنوية ونسبة التداول، المتحصل

عليها من التقارير السنوية لشركة الدار العقارية للفترة 2015/2010، المبينين في الجدول

رقم (06) والجدول رقم (07)، تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (10) : نتائج الارتباط بين استخدام الصكوك ونسبة التداول لشركة -الدار

العقارية- خلال الفترة 2015/2010

نسبة التداول		مجم الصكوك
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	
ليست معنوية	0.154	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات البرنامج SPSS.

بناء على بيانات الجدول رقم (10) الذي يمثل نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط بين استخدام الصكوك ونسبة التداول يتضح أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول واستخدام الصكوك لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

ثانياً: تحليل نتائج دراسة أثر استخدام الصكوك على نسبة التداول لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

لتحليل أثر استخدام الصكوك على نسبة التداول لشركة العقارية خلال الفترة 2015/2010، ولإثبات صحة إحدى الفرضيتين تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط في البرنامج الإحصائي SPSS، لتحليل العلاقة بين المتغير المستقل المتمثل في استخدام الصكوك والمتغير التابع والمتمثل في نسبة التداول، وقد جاءت نتائج التحليل كما هي موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (11) : نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط بين استخدام الصكوك ونسبة التداول في شركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

مستوى الدلالة الإحصائية Sig. variation	خطأ التقدير القياسية Erreur standard de l'estimation	معامل التحديد معدل R-deux ajusté	معامل التحديد R-deux	معامل الارتباط R	النموذج
0.154	0.18690	0.295	0.436	0.660	1

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتماداً على مخرجات البرنامج SPSS.

من خلال الجدول رقم (11) المتعلق بنتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط بين استخدام الصكوك ونسبة التداول في شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 أن نسبة التحديد تساوي 0.436، وهي تدل على أن استخدام الصكوك في شركة الدار العقارية تفسر ما نسبته 43.6% من التغيير في نسبة التداول وأن النسبة المتبقية والتي تقدر بـ 56.4% ترجع لاستخدام أدوات مالية أخرى، كما يتضح عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية، ذلك أن قيمة مستوى الدلالة 0.154 وهي غير دالة إحصائية، مما يعني عدم وجود تأثير لاستخدام الصكوك على نسبة التداول في شركة الدار العقارية خلال فترة الدراسة.

الفرع الثالث: دراسة أثر استخدام الصكوك على نسبة المديونية لشركة -الدار العقارية- خلال
الفترة 2015/2010

سيتم دراسة الارتباط بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية لشركة المساهمة ممثلة في الدار
العقارية والمسجلة بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال السنوات 2015/2010 بالاستعانة بالبرنامج
الإحصائي SPSS .

أولاً: دراسة الارتباط بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية لشركة-الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010
بفرض أن:

USER SUK: الصكوك المستخدمة سنويا لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

IND debt : نسبة المديونية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

باستخدام برنامج SPSS، يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين :

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين استخدام الصكوك USE SUK ونسبة المديونية IND debt .

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين استخدام الصكوك USE SUK ونسبة المديونية IND debt .

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة باستخدام الصكوك سنويا ونسبة المديونية، المتحصل عليهما من
التقارير السنوية لشركة المساهمة الممثلة في الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 المبينة في
الجدول رقم (06) والجدول رقم (09)، تتحصل على النموذج المقدر كما هو مبين بالجدول :

الجدول رقم (12) : نتائج الارتباط بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية لشركة -

الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

نسبة المديونية		جـم الصكوك
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	
معنوية	0.005	

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على مخرجات البرنامج SPSS.

يمثل الجدول رقم (12) نتائج الارتباط بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 ويتضح من خلاله وجود علاقة ارتباط طردية معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين نسبة المديونية وحجم استخدام الصكوك لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 خلال فترة الدراسة .

ثانياً: تحليل نتائج دراسة أثر استخدام الصكوك على نسبة المديونية لشركة -الدار العقارية- خلال
الفترة 2015/2010

لمعرفة أثر استخدام الصكوك على نسبة المديونية في شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، ولاختبار الفرضيتين تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط في البرنامج الإحصائي SPSS، لتحليل العلاقة بين المتغير المستقل المتمثل في استخدام الصكوك والمتغير التابع والمتمثل في نسبة المديونية، وقد جاءت نتائج التحليل كما هي موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (13) : نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط بين استخدام الصكوك ونسبة

المديونية في شركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

مستوى الدلالة الإحصائية Sig. variation	خطأ التقدير القياسية Erreur standard de l'estimation	معامل التحديد معدل R-deux ajusté	معامل التحديد R-deux	معامل الارتباط R	النموذج
0.005	6.90108	0.885	0.884	0.940	2

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتماداً على مخرجات البرنامج SPSS.

يوضح الجدول رقم (13) نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية في شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 حيث تم إدخال مجموع استخدامات الصكوك كمتغير مستقل ونسبة المديونية كمتغير تابع، حيث تم اختبار الفرضية باستخدام النموذج القياسي لاختبار الانحدار الخطي البسيط لدى شركة الدار العقارية خلال فترة الدراسة وكانت نتائجه أن قيمة معامل التحديد مساوية 0.884 وهي تدل على أن حجم استخدام الصكوك في شركة الدار العقارية تفسر ما نسبته 88.4% من التغير في نسبة المديونية، وأن النسبة المتبقية والتي تقدر بـ 11.6 ترجع لمصادر أخرى، أما بالنسبة لمستوى الدلالة فنجد أنه يساوي 0.005 وهي قيمة أقل من النسبة المقبولة

إحصائياً وهي 0.05، ومنه توجد علاقة طردية بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية وشركة الدار العقارية خلال فترة الدراسة.

وبناء على ما سبق أنه كلما ارتفع حجم استخدام الصكوك ارتفعت نسبة المديونية، وتشير هذه النتيجة إلى أن الصكوك استخدمت كأداة دين قصير ومتوسط وطويل الأمد وبزيادة حجم استخداماتها سيؤدي إلى زيادة حجم الديون، وبذلك ارتفاع نسبة المديونية بشركة الدار العقارية .

الفرع الرابع: دراسة أثر استخدام الصكوك ومعدل العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية-

خلال الفترة 2015/2010

إن دراسة الارتباط بين الاستخدامات السنوية للصكوك وأثرها على معدل العائد على حقوق الملكية في شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 تمت بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS.

أولاً: دراسة الارتباط بين حجم الصكوك المصدرة ومعدل العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

بفرض أن:

USER SUK: الصكوك المصدرة سنوياً لشركة المساهمة ممثلة في الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 .

IND ROE: نسبة العائد على حقوق الملكية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

الفرضيتين المختبرتين هما:

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين استخدام الصكوك USE SUK ونسبة العائد على

حقوق الملكية IND ROE .

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين استخدام الصكوك USE SUK ونسبة العائد على

حقوق الملكية IND ROE .

بالاستعانة بالمعطيات المتعلقة باستخدام الصكوك ونسبة العائد على حقوق الملكية السنوية لشركة

الدار العقارية المحصل عليها من التقارير السنوية لشركة الدار العقارية المبينة في الجدول رقم (06)

والجدول رقم (10) لنحصل على النموذج المقدر كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (14): نتائج الارتباط بين استخدام الصكوك ومعدل العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار
العقارية- خلال الفترة 2015/2010

نسبة العائد على حقوق الملكية		حجم الصكوك
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	
ليست معنوية	0.111	

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على مخرجات البرنامج SPSS.

اعتمادا على نتائج الجدول رقم (14) الذي يمثل نتائج الارتباط الخطي بين حجم استخدام الصكوك ونسبة العائد على حقوق الملكية، يتبين أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد على حقوق الملكية وحجم استخدام الصكوك في شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

ثانيا: تحليل نتائج دراسة أثر استخدام الصكوك على نسبة العائد على حقوق الملكية لشركة -الدار
العقارية- خلال الفترة 2015/2010

جدول رقم (15): تحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط بين استخدام الصكوك ونسبة العائد على حقوق
الملكية في شركة -الدار العقارية- خلال الفترة 2015/2010

النموذج	معامل الارتباط R	معامل التحديد R-deux	معامل التحديد معدل R-deux ajusté	خطأ التقدير القياسية Erreur standard de l'estimation	مستوى الدلالة الإحصائية Sig. variation
3	0.713	0.509	0.386	4.47707	0.111

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على مخرجات البرنامج SPSS.

من خلال الجدول رقم (15) الذي يوضح نتائج دراسة أثر استخدام الصكوك على نسبة العائد على حقوق الملكية في شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010 تحصلنا على بعض النتائج التي تفيدنا في تفسير العلاقة بين هذين المتغيرين، حيث أن معامل الارتباط بين المتغير المستقل المتمثل في استخدام الصكوك والمتغير التابع والمتمثل في معدل العائد على حقوق الملكية يساوي 0.713

وبما أن معامل التحديد R2 يكون أدق من معامل الارتباط R لأنه يؤخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية فنجد أن معامل التحديد يساوي 0.509 وهي تدل على أن استخدام الصكوك تفسر ما نسبته 50.9% من نسبة العائد على حقوق الملكية وأن النسبة المتبقية والتي تقدر بـ 49.1% ترجع لمصادر أخرى، كما يتضح من خلال نتائج التحليل عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استخدام الصكوك ومعدل العائد على حقوق الملكية وفقا للاختبار عند مستوى المعنوية 5%، حيث بلغت قيمة مستوى المعنوية 0.111 وهي أكبر من مستوى المعنوية المقبول 0.05 وعليه فهي غير دالة إحصائية، مما يعني عدم وجود تأثير لاستخدام الصكوك على نسبة العائد على حقوق الملكية في شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

خلاصة الفصل الثالث :

تناول هذا الفصل دراسة تطبيقية حول استخدام الصكوك في تمويل شركة الدار المساهمة ممثلة في الدار العقارية مدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010، حيث تم التطرق لماهية سوق أبوظبي للأوراق المالية وأهدافها ومبادئها، ذلك لكونها سوق مدرجة بها عدد من شركات المساهمة لاسيما تلك الشركات التي تتعامل بالأسهم الشرعية.

من خلال الفصل تناولنا عدة مزايا لإدراج شركات المساهمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية منها الترويج والدعاية، التقييم العادل، إضافة إلى الحصول على التمويل الإضافي مما يوفر لها فرص تمويل نشاطاتها الإنتاجية والتوسعية، من بين هذه الشركات تم دراسة حالة تطبيقية حول استخدام الصكوك من قبل شركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، وهي شركة مساهمة مسجلة في سوق أبوظبي للأوراق المالية تم في هذا الفصل عرض وتحليل الهيكل التمويلي لشركة الدار العقارية من خلال عرض قوائمها المالية لـ 06 سنوات من 2015/2010 وتحليلها بغرض تحديد حجم استخدام الصكوك كأداة تمويلية وقياس أثرها على بعض مؤشرات الأداء المالي لشركة الدار العقارية .

من خلال هذا الفصل تم التوصل إلى وجود علاقة بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية في حين كانت النتائج مغايرة بالنسبة لاستخدام الصكوك من خلال علاقتها بنسبة التداول ونسبة العائد على حقوق الملكية ويرجع عدم قدرة الصكوك في التأثير على هذه المؤشرات إلى السياسة التمويلية التي انتهجتها شركة الدار العقارية من خلال زيادة اعتمادها على إجمالي حقوق المساهمين في تمويل نشاطها وتقليص حجم المطلوبات المتداولة وغير المتداولة والتي لها علاقة بحجم استخدام الصكوك باعتبارها أداة دين.



من خلال هذا البحث، توصلنا إلى أن سوق الأوراق المالية تؤدي دورا أساسيا ومهما في تحريك الاقتصاد ككل، فهي ذلك المجال الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، وفي ظل التطورات التي شهدتها من ظهور لأدوات مالية حديثة، برزت الصكوك كإحدى هذه الأدوات التي عرفت رواجاً كبيراً وقبولاً واسعاً في أوساط المستثمرين، نظراً لتعددّها وتنوعها، وتميزها بخصائص ساهمت في زيادة قدرتها على توفير السيولة اللازمة للمتعاملين، وتمويل مختلف المشاريع والشركات.

حاولنا من خلال هذا البحث دراسة أثر استخدام الصكوك في تمويل شركات المساهمة، لكونها غالباً ما تكون شركات عملاقة، تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تعجز عنها مقدرات الأفراد، بل قد تعجز عنها بعض اقتصاديات الدول، الأمر الذي يتطلب إيجاد تجمعات اقتصادية كبيرة تقوم على أسس وضوابط، كما هو الحال بالنسبة لسوق أبوظبي للأوراق المالية.

لقد تم التطرق من خلال هذا البحث إلى المفاهيم النظرية للصكوك، ولأسواق الأوراق المالية وشركات المساهمة، وحاولنا استخلاص نتائج أثر استخدام الصكوك في تمويل شركات المساهمة من خلال دراسة حالة شركة مساهمة ممثلة في الدار العقارية المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010.

نتائج اختيار الفرضيات:

- **الفرضية الأولى:** تعتبر الصكوك إحدى الأدوات المالية الحديثة والمبتكرة، فهي ورقة مالية تتفق مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار وتتميز 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 مايقودنا إلى قبول الفرضية.

- **الفرضية الثانية:** إن ميزة الشرعية أعطى للصكوك درجة عالية من الأمان وساهم في نموها وازدهارها، من خلال استخدامها وإصدارها من قبل الحكومات والشركات في توفير الأموال اللازمة لإقامة مشاريعهم الاستثمارية، مما ساعد في تيسير تدفق الأموال وزاد في تنويع مصادر التمويل للمتعاملين في السوق ولا سيما شركة المساهمة الدار العقارية بسوق أبوظبي للأوراق المالية، خلال الفترة 2015/2010، من خلال استخدام أدوات تمويلية جديدة لاقت رواجاً في أسواق المال العالمية، وهذا مايقودنا إلى صحة الفرضية الثانية.

- **الفرضية الثالثة:** تعتمد شركة المساهمة الدار العقارية في تمويلاتها على مصادر متنوعة، ومنها الصكوك التي تم إصدارها وتداولها في سوق أبوظبي للأوراق المالية، فكلما زاد حجم الصكوك المستخدمة في تمويل شركة الدار العقارية، انعكس أثرها على أداءها المالي بالإيجاب في بعض المؤشرات وتتمثل في نسبة المديونية، وبالسلب في علاقتها بمؤشرات أخرى، ومنها نسبة التداول ونسبة العائد على حقوق الملكية، وهذا ما يقودنا الى رفض الفرضية الثالثة جزئياً.

نتائج البحث:

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

نتائج البحث المتعلقة بالدراسة النظرية:

- التصكيك هو عبارة عن تجميع لأصول مالية مدرة لعوائد وتحويلها إلى أوراق مالية، وتبرز أهميته في كونه يؤدي إلى تنمية المال ورواجه.
- الصكوك هي ورقة مالية تمثل شهادات متساوية القيمة، وحصة شائعة في ملكية موجودات عينية كانت أم منافع أم خدمات تحقق لصاحبها دخلاً دورياً وتصدر وفق عقد شرعي استناداً لصيغ التمويل الإسلامي.
- تختلف الصكوك عن الأسهم والسندات وتتفق معها في عدة نقاط، غير أنها تعد ورقة مستقلة بحد ذاتها.
- الصكوك كغيرها من أوراق الدين، تتوقف جاذبية الاستثمار فيها على العائد أولاً ومن ثم مرونة وكلفة الاستثمار فيها.
- إن الصكوك تعتبر وسيلة فعالة في مواجهة الأزمات المالية نظراً للمزايا التي تحققها والخصائص التي تميزها والتي من أهمها أنها أداة قابلة للتسييل، ما يكسبها القدرة على جذب العديد من المتعاملين.
- تعتمد آلية إصدار وتداول الصكوك على وجود أطراف عديدة رئيسية كانت من هيئة الرقابة الشرعية والجهة المصدرة، وكيل الإصدار والشركة ذات الغرض الخاص والمستثمرين وغيرهم، وأطراف مساعدة من وكالات التصنيف الائتماني العالمية ومدير ومستشار الإصدار وضامنو الاكتتاب وأمين الحفظ وضامنو تحصيل مستحقات حملة الصكوك وجهة تحصيل محفظة الصكوك.
- ينبغي إصدار الصكوك على أساس مشروعات تجارية أو صناعية جديدة وان أصدرت على أساس مشروع قائم فالواجب أن تمثل الصكوك ملكية تامة لحملتها في موجودات حقيقية.

- إن تنوع وتعدد هياكل إصدار الصكوك، من شأنه أن يوفر حلولاً متنوعة للشركات الراغبة في الاستفادة من تقنية التصكيك الإسلامي في أسواق الأوراق المالية.
- صلاحية استخدام الصكوك في تعبئة الموارد اللازمة، يعود لتنوعها، وتعددتها، فتصنف حسب العقود إلى صكوك قائمة على عقد الشراكة، صكوك قائمة على عقد البيع وصكوك قائمة على عقد الإجارة، وهذا التنوع ساعد في انتشارها وقبولها دولياً.
- 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.
- إذا كانت الصكوك قد لقيت اعترافاً دولياً كمنتج مالي يستجيب لتعبئة الموارد وتمويل المشاريع، فالتعامل بهذه الصكوك أفرز العديد من المخاطر، منها ما تختص به دون غيرها من الأوراق المالية من بينها مخاطر مرتبطة بصيغ التمويل، ومنها مخاطر تقليدية تشترك فيها مع بقية الاستثمارات وتشمل مخاطر مالية ومخاطر التشغيل.
- إن حداثة صناعة الصكوك وعدم نضجها بالشكل الكافي، جعلها تواجه مجموعة من التحديات القانونية والشرعية والتنظيمية والتي قد تحد من نموها محلياً وعالمياً.
- يتم تداول الصكوك بسوق 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.
- لسوق الأوراق المالية خصائص تميزها بشكل كامل عن باقي الأسواق وله وظائف مهمة على المستويين الاقتصادي الكلي والجزئي، كتعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية، وتيسير عملية تداول الأوراق المالية بتنشيط عمليتي الاستثمار وتوفير السيولة، وحماية المستثمرين من المخاطر المختلفة.
- إضافة إلى الصكوك، تمثل الأسهم والسندات المالية التي تصدرها منشآت الأعمال، السلعة الرئيسية في سوق الأوراق المالية، فمنها ما يثبت حق ملكية كالأسهم العادية، وأخرى تمثل أداة دين كالسندات.
- تتداول في سوق الأوراق المالية أدوات حديثة من المشتقات المالية والأوراق المضمونة بأصول وهي نتيجة للتطور والابتكار الحاصل في سوق الأوراق المالية.
- تعد شركات المساهمة من المؤسسات المتعاملة في السوق، تلعب دوراً فعالاً في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية بين أطرافها.

- شركات المساهمة هي شركات تجارية يتكون رأس المال فيها من عدد من الحصص، وتتألف من المساهمين يكتبون فيها بأسمهم قابلة للإدراج في أسواق الأوراق المالية وتتمتع بمجموعة من الخصائص أهمها تقسيم رأسمالها إلى أسهم متساوية.
- تظهر أهمية شركات المساهمة في الميدان الاقتصادي، لأنها تمكن من القيام بالمشاريع الكبرى التي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة.
- تحتاج شركات المساهمة إلى مختلف أشكال التمويل في شتى الاتجاهات والمجالات، كما تختلف صور التمويل التي تعرض لها تبعا لاختلاف طبيعة العمل وتنوع الغاية من التمويل المطلوب.
- تتنوع شركات المساهمة لعدة أنواع فمنها شركات المساهمة العامة والخاصة وذات المسؤولية المحدودة وشركة التوصية بالأسهم.

نتائج البحث المتعلقة بالدراسة التطبيقية:

تناول البحث في الجانب التطبيقي لدراسة استخدام الصكوك في تمويل شركة الدار العقارية بسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2015/2010، وقد تبين من خلال هذه الدراسة جملة من النتائج متمثلة فيما يلي:

- تتداول في سوق أبوظبي للأوراق المالية، ادوات مالية متنوعة تتمثل اساسا في: الأسهم والسندات بما فيها السندات الحكومية وسندات الشركات، والمشتقات، والصكوك.
- تتنوع الشركات المساهمة المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية وتتعدد حسب القطاعات منها الخدمات، الصناعة، الطاقة، البنوك والعقار وغيرها.
- مر تطور الهيكل المالي لشركة الدار العقارية بعدة مراحل خلال الفترة 2015/2010 وتعددت مصادر تمويلها، من أسهم، وسندات وصكوك قابلة لتحويل وأخرى غير قابلة للتحويل، وقروض.
- شكلت نسبة التداول كإحدى مؤشرات السيولة نسبا متزايدة فاقت مستوى الحد الأدنى المقبول، خاصة في السنوات الأخيرة من فترة الدراسة، ليدل على أن حجم إجمالي المطلوبات المتداولة في تناقص، إلا أن الدراسة أثبتت عدم وجود علاقة في استخدام الصكوك على نسبة التداول لشركة الدار العقارية نظرا لاعتبار الصك أداة دين، وتوجه الشركة إلى تخفيض اعتمادها على مصادر تمويل خارجية خلال الفترة 2015/2010.
- شهدت نسبة المديونية كإحدى مؤشرات الرافعة المالية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، تناقصا مستمرا نتيجة لانخفاض المتتالي في إجمالي المطلوبات خلال فترة الدراسة، ونظرا لاعتماد الشركة على الصكوك كمورد تمويل خارجي، والذي يعد عنصرا من

مطلوبات الشركة، فإن ذلك سوف يؤدي إلى تراجع استخدامها كأداة تمويلية، وهذا ما يفسر وجود أثر إيجابي بين استخدام الصكوك ونسبة المديونية وهي النتيجة التي تم التوصل إليها.

- تعد نسبة العائد على حقوق الملكية، احد مؤشرات الربحية لشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010، والتي شهدت تطورا ايجابيا، نتيجة للأرباح المحققة، والتي أدت إلى تقليص حجم الخسائر المتراكمة خلال فترة الدراسة، إلا أن أثر استخدام الصكوك على العائد على حقوق الملكية شكلت نتيجة سلبية، نتيجة لعدم استخدام الصكوك كمصدر من مصادر التمويل الداخلي للشركة الدار العقارية خلال الفترة 2015/2010.

التوصيات:

- ضرورة ايجاد بنية تشريعية منظمة لإصدار الصكوك وادراجها وتداولها، وكذا انشاء سوق ثانوية تتداول فيها هذه الصكوك.
- إنشاء أسواق مالية اسلامية يتم فيها تداول الصكوك وفق ضوابط شرعية.
- تطوير البيئة التشريعية لإصدار الصكوك والاستثمار فيها، من شأنه أن يوفر على الجهات المحلية جزء مهما من تكاليف إصدار هذه الأوراق من جهة، ويتيح للدولة الاستفادة من الأموال التي تغادرها على شكل عائدات لمصلحة المستثمرين الأجانب في هذه الصكوك من جهة أخرى.
- إن تطوير البيئة التشريعية للصكوك، يجب أن يطال آلية إدراجها في أسواق الأوراق المالية والاستثمار فيها، بما يحقق عائدا مجديا للمستثمرين، فأى إصدار للصكوك يجب أن يبنى على عقد شرعي من عقود المعاملات بضوابطه وشروطه، فهناك حاجة ماسة إلى مراجعة الصكوك بكافة أنواعها لتصبح أكثر انسجاما مع مقاصد شرعية.
- مراجعة هيكله بعض الصكوك وتطويرها بما يجعلها متوافقة ومتطلبات توفير الضمان وتوزيع المخاطر، حتى تلاقي القبول العام لها.
- بذل جهد إعلامي وترويجي لثقافة الاستثمار في الصكوك من طرف هيئات مراقبة عمليات أسواق الأوراق المالية، على أن الصكوك منتج جديد مستقل بحد ذاته عن باقي الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية، لاستقطاب الأموال الهاربة من التعامل في الأدوات المالية التقليدية، وتقديم مؤشرات عن سوق الصكوك على غرار مؤشرات أسواق الأوراق المالية مما ينشط سوق التداول.
- التوسع في استخدام الصكوك لتمويل الشركات، من خلال استخدامها كأداة تمويل مؤقت ودائم معا، مما يشكل زيادة موارد الشركات التي تطمح إلى تحسين ربحيتها، وزيادة عوائد حقوق مالكيها، وهذا ما يؤدي الى الإقبال عليها بشكل كبير.
- اضعاف صفة الالتزام والتطبيق للضوابط والمعايير الشرعية، وذلك بإصدارها على شكل قوانين.

- السعي الى توحيد المعايير الشرعية الخاصة بإصدار الصكوك بين هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، تحت رعاية مجمع الفقه الإسلامي العالمي، حتى يتمكن من تبنيها من قبل البنوك المركزية، والجهات الوصية الأخرى.
- ضرورة انشاء مراكز متخصصة تتكفل بإدارة وتنظيم الصكوك ووضع معايير فنية موحدة بين كافة المؤسسات، مع ضرورة اعداد المزيد من البحوث والدراسات وعقد المؤتمرات والندوات في قضايا المعاملات المالية المعاصرة، لتقييمها وتعديلها، أو ايجاد البدائل الشرعية لها.
- الاهتمام أكثر بتأسيس معاهد خاصة للتدريب لغرض تطوير الكوادر البشرية في مجال الصيرفة الإسلامية.

آفاق الدراسة:

- من خلال النتائج المتوصل إليها في هذا البحث، تبين بأن له جوانب هامة ومكملة لازالت في حاجة إلى المزيد من الدراسة والتحليل والتي يمكن أن تكون كمقترحات لأبحاث أخرى مستقبلية، ومنها:
- أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على مكونات التنظيمية للسوق المالية الإسلامية كآلية للرفع من كفاءة أدائها.
 - أثر تداول الصكوك على أداء الأسواق المالية العربية.
 - دور صكوك الإجارة في تمويل المشاريع الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.
 - مقومات إنشاء سوق ثانوية لتداول الصكوك الإسلامية.
 - امكانية انشاء سوق الصكوك في الجزائر -دراسة استشرافية-.

قائمة المراجع

أولاً : المراجع باللغة العربية

أ- القرآن الكريم .

ب- المعاجم :

1. ابن منظور، أبي الفضل جمال الدين: "لسان العرب"، مجلد (10) ، دار الصادر، بيروت، لبنان، 1900.
 2. الرازي محمد بن أبي بكر بن عبد القادر: "مختار الصحاح"، باب الصاد، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان
- ت- الكتب :
1. ابن الكثير الدمشقي : "تفسير القرآن الكريم"، دار طيبة للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الثانية 1999.
 2. أحمد بن محمد الخليل : "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، دون سنة نشر.
 3. أحمد طه العجلوني: "نظرية التمويل الإسلامي وأدواته ، مدخل مالي معاصر" ، النشر العلمي والترجمة، جامعة قصيم ، 2014.
 4. ارشد فؤاد التميمي : " الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات "، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2012.
 5. أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام: "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
 6. اسماعيل عبدالرحيم الشبيلي: " الأزمات المالية العالمية وموقف المنهج الإسلامي منها"، شركة ناس للطباعة، مصر، 2010.
 7. اكرم يا ملكي: "القانون التجاري، الشركات، دراسة مقارنة"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الاردن، الطبعة الثالثة، 2010.
 8. حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيزر جوال، علي أحمد فارس : "المشتقات المالية، عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
 9. حسني عبد العزيز جرادات: "الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، السنة 2011.
 10. حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، محفوظ أحمد جودة: "الأسواق المالية ، مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2012.
 11. حكيم براضية، جعفر هني محمد: "دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية"، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، الأردن، 2016.
 12. حيدر يونس الموسوي: "المصارف الإسلامية، أدائها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

13. خالد ابراهيم التلاحمة : "الوجيز في القانون التجاري، مبادئ القانون التجاري، الشركات التجارية، الاوراق التجارية و العمليات المصرفية"، دار وائل للنشر و التوزيع، الاردن الطبعة الثانية، 2007.
14. خالد امين عبد الله، حمزة بشير ابو عاصي: "محاسبة الشركات، اشخاص و اموال"، دار الفكر، الاردن، الطبعة الثانية، 2009.
15. دريد كامل آل شبيب: "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
16. رضوان حلوة حنان، هيثم العبادي، فوز الدين ابوجاموس : " محاسبة الشركات، أموال – اشخاص، التواصل النظري و التطبيق العملي "، إثناء للنشر و التوزيع، الأردن، 2009.
17. زعيم نصر داوود : " البنوك الإسلامية نحو اقتصاد اسلامي"، دار البداية ناشرون و موزعون، عمان، الأردن، 2012.
18. زهير الحدرب: "محاسبة الشركات"، دار البداية للنشر و التوزيع، الاردن، 2010.
19. زكريا سلامة عيسى شنطاوي: " الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر، الأردن، 2009.
20. سامر مظهر القنطججي: " فقه الابتكار المالي، بين التثبيت و التهافت، أصوله - قواعده - معايير"، الطبعة الثانية، 2016.
21. سامي يوسف كمال محمد : " الصكوك المالية الإسلامية، الأزمة - المخرج"، دار الفكر العربي، القاهرة مصر، 2010.
22. سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني : " النقود و البنوك و المصارف المركزية"، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010.
23. سمير عبد الحميد رضوان : " المشتقات المالية و دورها في ادارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها "، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
24. سمير عبدالحميد رضوان : " أسواق الأوراق المالية "، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، القاهرة - مصر، 1996 .
25. السيد عبد القادر متولي : "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" ، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
26. شعبان محمد إسلام البرواري : " بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سوريا 2002.
27. شقيري نوري موسي: " إدارة المشتقات المالية، الهندسة المالية"، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، الطبعة الأولى 2015.
28. الشيخ نظام : "الفتاوى الهندية"، دار الكتب العلمية، بيروت، الجزء الثالث، 2000.
29. طارق عبدالعال حماد: " المشتقات المالية، مفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية"، الدار الجامعية للطبع و النشر و التوزيع، 2011.

30. عاطف وليم اندراوس: "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006.
31. عباس كاظم الدعيمي: "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
32. عبد الله عبد العظيم هلال: "المحاسبة في شركات الأشخاص و الأموال"، المكتب الجامعي الحديث، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر 2006.
33. عبد الوهاب علي سعيد مكي: "تمويل المشروعات في ظل الإسلام"، دار الفكر العربي، الكويت، 1979.
34. علاء الدين أبي بكر الكاساني: "بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع"، دار الكتاب العربي، بيروت - لبنان، 1982.
35. ماهر كنج شكري، مروان عوض: "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، دار حامد للنشر، الأردن، 2004.
36. مبارك بن سليمان آل فواز: "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبدالعزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.
37. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الجزء الأول، 2005.
38. محمد ابراهيم الشبلي، طارق ابراهيم الشبلي: "مقدمة في الأسواق المالية والنقدية"، عمان، 2000.
39. محمد السيد سرايا: "محاسبة شركات الأموال"، المكتب الجامعي الحديث كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2008.
40. محمد الصالح الحناوي، جلال ابراهيم العيد: "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002.
41. محمد مطر: "إدارة الاستثمارات"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004.
42. محمد وجيه حنيني: "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
43. محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان: "المصارف الإسلامية، الأسس النظرية و التطبيقات العملية"، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008.
44. محمود محمد حمودة: "الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام"، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2009.
45. مصطفى كمال السيد طایل: "البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي"، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2012.

46. مصطفى كمال طه ، شريف مصطفى كمال طه : "بورصات الأوراق المالية" ، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية - مصر، 2009 .
47. منير ابراهيم الهندي : " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية "، منشأة المعارف، 1999.
48. منير إبراهيم الهندي: " الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية "، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
49. منير ابراهيم هندي : "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، المعارف للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2002.
50. منير ابراهيم هندي: "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2006.
51. منير ابراهيم هندي: " الأوراق المالية وأسواق المال"، مركز دالتا للطباعة الاسكندرية، مصر، 2012.
52. نادية فوضيل: " شركات الأموال في القانون الجزائري "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2008.
53. هاشم فوزي دباس العبادي : " الهندسة المالية وأدواتها "، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2008.
54. هويشار معروف : "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
55. وائل عودة العكشة، وليد زكريا صيام، ميشيل سعيد سويدان، حسام الدين مصطفى الخدّاش : "محاسبة الشركات، اشخاص و أموال"، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الاردن، الطبعة السادسة، 2011.
56. وسام ملاك : "البورصات والأسواق المالية العالمية"، دار المنهل اللبناني، ومكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2003.
- ث- المجلات والدوريات :

1. أحمد طرطار: فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمي، العدد17، أكتوبر2013.
2. بلعوز بن علي: " استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية "، مجلة الباحث، جامعة ورقلة ، العدد7، 2010.
3. بوطبة صبرينة، العربية مرادسي، أحمد رشاد : " الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل الاستثمارات و مواجهة انهيار أسعار البترول في الدول النفطية "، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد (56)، جانفي 2017.
4. سامر مظهر القنطججي : " فقه الابتكار المالي بين التثبث والتهافت "، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، الطبعة الثانية، 2016 .

5. سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز : "الدور التمويلي للمصارف الإسلامية ، التمويل بالصكوك"، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 38، المجلد العاشر، 2015.
 6. عادل حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين بدران: "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة"، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد السابع والثلاثون، المجلد العاشر، ديسمبر، 2014.
 7. عبد الباسط كريم مولود: "تداول الأوراق المالية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009.
 8. عبد الله بن محمد المطلق: "الصكوك"، مقال منشور في مجلة "البحوث الإسلامية"، العدد المائة، (من رجب 1434 هـ إلى شوال 1434 هـ).
 9. عقون عبد السلام: "تشخيص وإدارة الأزمات المالية من خلال القرآن و السنة"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 56، جانفي 2017.
 10. ماحي سعاد، لبيق محمد البشير: "مقاصد الشريعة الإسلامية و تطبيقاتها في الصكوك الإسلامية"، مقال منشور في مجلة "الاقتصاد الإسلامي العالمية"، التابعة للمجلس العام للبنوك الإسلامية، العدد 47، 2016.
 11. منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي 1988، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث
 12. منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة، القرار الخامس، جدة- المملكة العربية السعودية.
 13. الموساوي ضياء مجيد : "اليورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، منشورات image، 1998.
 14. ندوة الصكوك وإدارة الأموال الإسلامية، مجلة المصرفية الإسلامية، ضمن الفعاليات العلمية للهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بتاريخ 18 أبريل 2010.
 15. هند مهداوي، فاطمة صباح، رفيقة صباح : "واقع و آفاق السوق المالية الإسلامية، دراسة تجارب بعض البلدان الإسلامية والغربية"، مقال منشور في مجلة "الواحات للبحوث والدراسات"، العدد (12)، سنة 2011.
- ج- المذكرات والأطروحات :

1. أسامة عبد الحليم الجورية : "صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009.
2. أمال لمعش : "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، (2011-2012).
3. بن الضيف محمد عدنان : "الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة بسكرة، (2007-2008).

4. زاهرة علي محمد بني عامر : "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، جامعة اليرموك ،الأردن، 2008.
5. زكريا محمد صيام : "صكوك المضاربة ودورها في تفعيل قدرة البنوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاقتصادية في فلسطين" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة ، 2014.
6. زياد جلال الدماغ : "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، نحو تطبيق مقترح تمويلي لتطوير دور البنوك الإسلامية" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، الجامعة الإسلامية العالمية ،ماليزيا، 2010.
7. سميرة محسن : "المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالي" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، السنة الجامعية (2005-2006).
8. شافية كتاف : "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، الجزائر ، (2013- 2014).
9. عباس كاظم جاسم المدني: "اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008.
10. عبد الحميد فيجل: تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالي الإسلامي لرأس المال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة ،السنة الجامعية 2014/2015.
11. محمد عدنان بن الضيف: "الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر- بسكرة، للسنة الجامعية (2015- 2016).
12. محمد غزال: " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، السنة (2012 - 2013).
13. نبيل خليل طه سمور : "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، 2007.
14. نجلاء بنت محمد البقمي : "مخاطر الصكوك و آليات التحوط منها"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير مدعوم من برنامج دعم الأبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2013.

15. نورة بومدين: " الأسواق المالية في الدول الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر، السنة الجامعية (2011-2012).
- د- المؤتمرات والملتقيات والندوات :
1. أحمد محي الدين احمد: " التطبيقات المصرفية لصكوك الاستثمار "، دورة الصكوك، الإسكندرية، المنعقدة يومي (5 و6) يوليو 2008.
 2. اختر زيتي عبد العزيز: " الصكوك الإسلامية - التوريق - وتطبيقاتها المعاصرة و تداولها "، مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة التاسع عشرة بالإمارات العربية المتحدة.
 3. أسيد كيلاني: " الصكوك و آليات و تحديات و ترشيد "، بحث مقدم في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة، المنعقد يومي (8 و9) ديسمبر 2013.
 4. باسل الشاعر: " الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة "، مداخلة في إطار فعاليات مؤتمر " الصكوك الإسلامية و أدوات التمويل الإسلامي"، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة يومي (12 و13) ديسمبر 2013.
 5. بحوصي مجذوب، مولاي أسماء: " دور الأدوات المالية الإسلامية في تجنب الوقوع في الأزمات المالية في الأسواق المالية "، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري "، المدرسة العليا للتجارة المنعقدة يومي (12 و13) أفريل 2016.
 6. بلغنامي نجاة وسيلة ، عرابي محفوظ: " الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية ومزايا تطبيقاتها " مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة ، المنعقد أيام (12 و 13) أفريل 2016.
 7. بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود: " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية "، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول " الاقتصاد الإسلامي، الواقع ... ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية، المنعقد يومي (23 و24) فيفري 2011.
 8. بوشنافة الصادق ، موزاوي عائشة : " مكانة الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الافتراضي - عرض تجارب لأسواق مالية إسلامية "، بحث مقدم في إطار فعاليات الملتقى العلمي الدولي حول (الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية) جامعة المدية، الجزائر.
 9. حسان خبايا: " إدماج الصكوك الإسلامية في أسواق التداول العربية "، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري "، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد يومي (12 و13) أفريل 2016.

10. حسين حسين شحاتة : " أحكام و أسس حساب زكاة صكوك الاستثمار"، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة خلال الفترة (12و13) ديسمبر 2013.
11. دوابة أشرف محمد : " إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية "، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "المصارف الإسلامية اليمنية، الواقع وتحديات المستقبل"، صنعاء، المنعقد يومي (20 و 21) ماي 2010.
12. زاهرة بني عامر العيفة عبد الحق ،: " دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع للبنى التحتية "، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر الدولي حول "منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية"، جامعة الجزائر، المنعقد أيام (5 و 6) ماي 2014.
13. زاهرة علي بني عامر : " التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلامياً؟"، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك -الأردن، المنعقدة أيام (12 و 13) ديسمبر 2013.
14. سعد بن البار ، ساعد فيجل: "أدوات السوق المالية"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد يومي (12 و 13) أبريل 2016.
15. سعد بن البار، ساعد الفيجل: "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الكبرى مع التركيز على صكوك الإجارة الإسلامية"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر المنعقدة أيام (12 و 13) أبريل 2016.
16. سعد محمد بوهرارة ، اشرف وجدي دسوقي: " تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول"، بحث مقدم لندوة "الصكوك الإسلامية عرض و تقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المنعقدة يومي (24 و 25) ماي 2010.
17. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد : " دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مداخلة في إطار فعاليات المؤتمر الدولي الثامن حول " دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات" جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المنعقدة أيام(19 و 20) نوفمبر، 2013.
18. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: " العائد و المخاطرة بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية "، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر العالمي العاشر "الاقتصاد والتمويل الإسلامي الجوانب المؤسسية للإصلاحات الاقتصادية والنقدية والمالية"، قطر، المنعقد يومي (23 و 24) مارس 2015.

19. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف - الجزائر، المنعقد يومي (05 و06) ماي 2014.
20. سليمان ناصر، ربيعة زيد: "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر الدولي الخامس حول "الصيرفة الإسلامية و التمويل الإسلامي"، معهد الدراسات المصرفية، عمان - الأردن، المنعقدة أيام (06-08) أكتوبر 2012.
21. سمير عبد الحميد رضوان: "دراسة بشأن إصدار صكوك تنمية إسلامية كبديل للمعونة الأمريكية وسد الفجوة التمويلية في الموازنة العامة وتمويل التنمية الاقتصادية"، ورقة بحث مقدمة إلى ندوة "الصكوك وسبل تطبيقها في مصر"، المنعقدة في 14 مارس 2012.
22. شعيب يونس: "فعالية إدماج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الناشئة"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر المنعقد يومي (12 و 13) أبريل 2016.
23. صاري علي: "الهندسة المالية الإسلامية، إشكالية المخاطر وآليات المعالجة"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد يومي (12 و 13) أبريل 2016.
24. صفية أحمد أبو بكر: "الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر حول "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، المنعقد سنة 2009.
25. صلاح بسام محمود فياض، علي عبد الكريم محمد عبابنة: "الصكوك و أثارها على الواقع التطبيقي للعمل المصرفي الإسلامي في الأردن من وجهة نظر مصرفية"، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "الصكوك الإسلامية و أدوات التمويل الإسلامي"، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقد خلال يومي (12 و13) ديسمبر 2013.
26. طيب بولحية، عمر بوجمعة: " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية عرض التجربة الماليزية ومدى إمكانية استفادة الجزائر منها"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، المنعقد يومي (12 و13) أبريل 2016.
27. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي: "الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية"، بحث مقدم إلى ندوة "الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المنعقدة أيام (24-26) ماي 2010.

28. عبد الستار أوغدة : " المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها " ندوة "الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم"، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز، جدة، أيام (24 و 25) ماي 2010.
29. عبد العظيم جلال أبو زيد، معبد على الجارحي : " الصكوك قضايا فقهية واقتصادية " ، الدورة التاسع عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة ، 2009.
30. عبد القادر زيتوني : " التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر العلمي الدولي حول : " الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية ، عمان-الأردن المنعقد أيام (1 و2) ديسمبر 2010.
31. عبد المالك منصور: " العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة " ، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر " المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول " ، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي المنعقد أيام (31 ماي – 3 جوان) 2009.
32. عدنان محمد، يوسف ربابعة : " صكوك الاستصناع و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية " ، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر " الصكوك الإسلامية و أدوات التمويل الإسلامي" ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة أيام (12 و13) ديسمبر 2013 .
33. العرابي حمزة، أينال فوزي: " دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية الناشئة " ، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري" ، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، المنعقدة أيام (12 و13)، افريل، 2016.
34. عيسى مرازقة، محمد الشريف شخشاخ : " البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالي الإسلامي" ، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل" ، المركز الجامعي غرداية، المنعقد يوم (23 و24) فيفري 2011.
35. غزاري عماد : " الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشاريع الكبرى" ، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري" ، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر المنعقدة أيام (12 و13) افريل 2016.
36. قتيبة العاني : " نمو الصكوك الإسلامية بين التيسير الكمي والتحفيز النوعي " ، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي" ، جامعة اليرموك، الأردن، المنعقدة خلال الفترة (12 و13) ديسمبر 2013.
37. فتح الرحمان علي محمد صالح : " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية " ، بحث مقدم لمنندى "الصيرفة الإسلامية" ، بيروت، الجمهورية اللبنانية ، 2008.

38. كمال توفيق الحطاب: "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، بحث مقدم في إطار فعاليات مؤتمر (المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول)، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، المنعقد أيام (31ماي - 3 جوان) 2009.
39. محمد بن إبراهيم السحيباني: "هيكلية الصكوك الإسلامية"، عرض حلقه نقاش "الصكوك الإسلامية"، وحدة البحوث، كلية الشريعة، الرياض، 1429هـ .
40. محمد تقي العثماني: "الصكوك كأداة لإدارة السيولة"، الدورة العشرون للمجمع الفقه الإسلامي، المنعقد في مكة المكرمة، 2010.
41. محمد عبدالحليم عمر: "الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي"، بحث مقدم إل ندوة " الصناعة المالية الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة المنعقدة بالإسكندرية الأيام (15 - 18) أكتوبر 2000 .
42. محمد علي القرني: "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة و تداولها"، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشر بمجمع الفقه الإسلامي، التابع للمنظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
43. محمد علي القرني: "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر السابع " للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2008.
44. مرابط محمد، بوربيحة معاذ: "الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل وتطوير السوق المالية الإسلامية بالمملكة العربية السعودية، واقع وتحديات"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر المنعقد يومي (12 و 13) أبريل 2016.
45. مرزوق آمال: "الصكوك ودورها في تفعيل الأسواق المالية الإسلامية"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول: "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد يومي (12 و 13) أبريل 2016.
46. معطي الله خير الدين، شرياق رفيقة: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي حول "مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي"، جامعة قلمة، الجزائر 2012.
47. منذر قحف: "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، بحث مقدم من البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الثانية، جدة، السعودية، 2000.

48. موسى محمود بلا: " صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية"، المؤتمر الدولي حول الخدمات المصرفية والمالية الإسلامية" الممارسات الحدودية و التقاضي"، المنعقد يومي(15 و16) جوان 2010.
49. نزيه محمد الصادق المهدي: " الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات"، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر العلمي الخامس عشر حول "أسواق الأوراق المالية، البورصات، آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، المنعقد في مارس 2007.
50. نوال سمر، رفيق بشوندة: " دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية "، بحث مقدم في إطار فعاليات المؤتمر الدولي الثاني حول "المالية و المصرفية الإسلامية"، جامعة سيدي بلعباس، المنعقدة أيام (28 و30) جويلية 2015.
51. هناء محمد هلال الحنيطي: " دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية "، مداخلة في إطار فعاليات المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان -الأردن، المنعقد يومي (1 و2) ديسمبر 2010.
52. هند مهداوي، رفيقة صباغ: " الصكوك الإسلامية بين النظرية و التطبيق"، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية ادماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقدة أيام (12 و13) أبريل 2016.
53. ياسر المكحل، فتتى مايا: " دور الصكوك الإسلامية في التمويل، التجربة البريطانية"، مداخلة ضمن فعاليات مؤتمر حول "الصكوك الإسلامية و أدوات التمويل الإسلامي"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بالتعاون مع ولاية باهانج الماليزية، جامعة اليرموك، اربد-الأردن، المنعقد يومي(12 و13) ديسمبر 2013.
54. يوسف بن عبدالله الشبيلي: " إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود والديون وضوابطها الشرعية"، بحث مقدم إلى الندوة الدولية حول الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبدالعزيز، جدة، السعودية، المنعقدة يومي (24-26) ماي 2010.
- هـ: القوانين والتقارير :

1. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي رقم 60 (6/11) بشأن السندات.

2. قرارات المجلس الشرعي، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: " المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007.

3. قرارات المجلس الشرعي، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية للمعيار الشرعي رقم 7، صكوك الاستثمار، 2007.

4. قرارات المجلس الشرعي، هيئه المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2007)، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، صكوك الاستصناع.
5. التقرير السنوي 2015، سوق أبوظبي للأوراق المالية
6. التقرير السنوي لسوق أبوظبي للأوراق المالية لسنة 2013.
7. التقارير المالية السنوية لشركة الدار العقارية للسنوات من 2010 إلى 2015.

و : المواقع الإلكترونية :

1. <http://www.alifta/fatawa subjects as px ?langage name>.
2. http://bouhoot.blogs pot.com/2015/04/blog-post_96html..
3. <https://www.adx.ae/arabic/pages/about US/whow>
4. <https://www.adx.ae/arabic/pages/about ADX /pages/mission vision.aspx>
5. <https://www.adx.ae/arabic/pages/about ADX /pages/organization chart.aspx>
6. <https://www.adx.ae/arabic/pages/about Us/org chart.aspx>
7. <https://www.adx.ae/arabic/securities/pages/guetting Listed.aspx>
8. <https://www.adx.ae/arabic/pages/products and serv>.
9. <http://uae.orgaan.com/company/company profile/m>
10. <http://uae.orgaan.com/company/company/historic pc>
11. <http://mawdoo3.com/>
12. <http://www.socpa.org.sa/socpa/technical ressources/accounting strandards/As-010-aspix>.
13. <http://www.doubleclick.com.org>
14. <http://www.siironline.org/alabwab/edare>
15. <http://financial analysis guide . net>
16. Mohamed bisharah : Financial statement analysis. Sur site :
17. <http://www.katakji.com/media>
18. <http://ae.linkedin.com>
19. <http://smefinancial.wordpress.com>
20. <http://www.siironline.org/alabwab/edare>
21. <http://www.alarabiya.net>
22. <http://gulf.argaam.com/article/sectionarticles/sectionid/38/pageno>.

ثانيا : المراجع باللغة الأجنبية

1-FREDERIC S .MISHKIN : « THE ECONOMIC OF MONEY BANKING AND FINANCIAL MARKET » ,SIXTH EDITION EDDISON WESLEY, USA ,2001

2-INTERNATIONAL FINANCIAL ISLAMIC MARKET : SUKUK MARKET & OVERVIEW STRUCTURAL TRENDS, SEMINAR ON ISLAMIC CAPITAL AND MONEY MARKET, 6TH MAY 2014, JAKARTA.

2-INTERNATIONAL ISLAMIC FINANCIAL MARKET, SUKUK REPORT 5TH EDITION. MARCH 2016.

2-RODNEY WILSON : « INNOVATION IN THE STRUCTURING OF ISLAMIC SUKUK SECURITIES » ،2ENDBANKING AND FINANCE INTERNATIONAL CONFERENCE , LEBANESE AMERICAN UNIVERSITY,BEIRUT,(23ND•24TH) FEBREARY 2006.

3-STRUCTURING AND ITS EVALUATION » CONFERENC E ON (SUKUK AND ISLAMIC FINANCING INSTRUMENT) , JORDAN PERIOD (12-13) NOV 2013.



- REGRESSION
- /MISSING LISTWISE
- /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
- /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
- /NOORIGIN
- /DEPENDENT INDTR
- /METHOD=ENTER USERSUK.

- Régression

- [Ensemble_de_données0]

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	USERSUK	.	Entrée

a. Variable dépendante : INDTR

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,660 ^a	,436	,295	,18690

a. Valeurs prédites : (constantes), USERSUK

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,108	1	,108	3,091	,154 ^b
1 Résidu	,140	4	,035		
Total	,248	5			

a. Variable dépendante : INDTR

b. Valeurs prédites : (constantes), USERSUK

Coefficients

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	1,509	,150		10,051	,001
USERSUK	-3,121E-008	,000	-,660	-1,758	,154

a. Variable dépendante : INDTR

NEW FILE.

DATASET NAME Ensemble_de_données1 WINDOW=FRONT. REGRESSION
 /MISSING LISTWISE
 /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
 /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
 /NOORIGIN
 /DEPENDENT INDROE
 /METHOD=ENTER USERSUK.

Régression

[Ensemble_de_données1]

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	USERSUK	.	Entrée

a. Variable dépendante : INDROE

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,713 ^a	,509	,386	4,47707

a. Valeurs prédites : (constantes), USERSUK

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	83,101	1	83,101	4,146	,111 ^b
	Résidu	80,176	4	20,044		
	Total	163,278	5			

a. Variable dépendante : INDROE

b. Valeurs prédites : (constantes), USERSUK

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	16,941	3,596		4,711	,009
USERSUK	-8,659E-007	,000	-,713	-2,036	,111

a. Variable dépendante : INDROE

```

REGRESSION
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT INDDDEBT
/METHOD=ENTER USERSUK.

```

Régression

Remarques

Résultat obtenu		02-MAY-2017 10:11:03
Commentaires		
Entrée	Ensemble de données actif	Ensemble_de_données0
	Filtrer	<aucune>
	Poids	<aucune>
	Scinder fichier	<aucune>
	N de lignes dans le fichier de travail	6
Gestion des valeurs manquantes	Définition des valeurs manquantes	Les valeurs manquantes définies par l'utilisateur sont traitées comme manquantes.
	Observations prises en compte	Les statistiques sont basées sur des observations ne contenant aucune valeur manquante pour toute variable utilisée.

Syntaxe	REGRESSION	
	/MISSING LISTWISE	
Ressources	/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA	
	/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)	
	/NOORIGIN	
	/DEPENDENT INDDDEBT	
	/METHOD=ENTER USERSUK.	
	Temps de processeur	00:00:00,02
	Temps écoulé	00:00:00,02
	Mémoire requise	1356 octets
	Mémoire supplémentaire requise pour les diagrammes résiduels	0 octets

[Ensemble_de_données0]

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variabes introduites	Variabes supprimées	Méthode
1	USERSUK ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : INDDDEBT

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,940 ^a	,884	,855	6,90108

a. Valeurs prédites : (constantes), USERSUK

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	1450,924	1	1450,924	30,466	,005 ^b
1 Résidu	190,500	4	47,625		
Total	1641,424	5			

a. Variable dépendante : INDDEBT

b. Valeurs prédites : (constantes), USERSUK

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	41,308	5,543		7,452	,002
1 USERSUK	3,618E-006	,000	,940	5,520	,005

a. Variable dépendante : INDDEBT