

واقع أسواق رأس المال الإسلامية (الأسهم، الصكوك) في الدول العربية
دراسة حالة دولة الإمارات العربية المتحدة - سوق دبي المالي وناسداك دبي -

**The reality of the Islamic Capital Markets (Shares, Sukuk) in the Arab countries.
United Arab Emirates (UAE) Case Study
- Dubai Financial Market and NASDAQ Dubai -**

خبابة حسان

جامعة سطيف 1 (الجزائر)، hkhababa@yahoo.com

تاريخ النشر: 2023/05/20

تاريخ القبول: 2023/05/07

تاريخ الاستلام: 2023/03/07

ملخص:

انطلاقاً من أن الصناعة المالية الإسلامية أصبحت ملاذاً آمناً للمؤسسات المالية والمستثمرين والاقتصادات على حد سواء، لما تتمتع به من مزايا إيجابية مقارنة بأنظمة التمويل التقليدية وما يشوبها من اختلالات كشفتها أزمات مالية سابقة وأثبتتها الأزمة المالية العالمية الأخيرة (2007-2008)، تعد أسواق رأس المال الإسلامية بما فيها من أسواق إصدار وأسواق تداول وما تتضمنه من أدوات مالية إسلامية سواء كانت في شكل أسهم لشركات إسلامية أو صكوك إسلامية من بين كثير من صيغ التمويل الإسلامي الحل الناجع لمشكلة تمويل الاستثمارات في الدول العربية لما لها من دور ريادي في تعبئة الفوائض المالية نحو تمويل مشروعات تنموية تعود بالنفع على الأفراد والاقتصادات بشكل عام.

من هذا المنطلق تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على واقع أسواق رأس المال الإسلامية في الدول العربية فيما يتعلق بأسهم الشركات الإسلامية والصكوك الإسلامية مع التركيز على تجربة الإمارات العربية المتحدة كحالة خاصة.
كلمات مفتاحية: أسواق رأس المال الإسلامية، الشركات الإسلامية، الصكوك الإسلامية، التمويل الإسلامي.

تصنيف JEL: G21، E44.

Abstract:

Commencing from the fact that the Islamic financial industry has become a safe haven for financial institutions, investors and economies alike, due to its positive advantages compared to traditional financing systems and their imbalances that were exposed by previous financial crises and proved by the recent global financial crisis (2007-2008), the Islamic capital markets, including the issuance markets and trading markets, and the Islamic financial instruments and what they contain, whether in the form of shares of Islamic companies or Islamic Sukuk, are considered among many forms of Islamic finance as an effective solution to the problem of financing investments in Arab countries because of their pioneering and leading role in mobilizing financial surpluses towards financing development projects that benefit individuals and economies in general.

From this standpoint, this study aims to highlight the reality of the Islamic capital markets in the Arab countries with regard to the shares of Islamic companies and Islamic Sukuk, with a focus on the experience of the United Arab Emirates as a special case.

Keywords: Islamic capital markets, Islamic companies, Islamic Sukuk, Islamic finance

JEL Classification: G21، E44.

1. مقدمة:

يعد وجود أسواق رأس المال الإسلامية في الدول العربية ضرورة ملحة تملئها الحاجة الماسة إلى مصادر تمويل لمختلف الاستثمارات خاصة في ظل تنامي دور القطاع الخاص وانحصار دور القطاع العام في الدول العربية، كما تملئها مبادئ الشريعة الإسلامية حيث تقع على حكومات الدول العربية مسؤولية توفير مناخ استثمار شرعي في كافة الاتجاهات سواء تعلّق الأمر بالمصارف الإسلامية، أو شركات التأمين التكافلي، أو أسواق رأس المال الإسلامية، فمن الضروري استحداث منظومة مالية متكاملة يجد فيها المستثمر المسلم مبنغاه سواء من حيث تحقيق عوائد أو من حيث تجنب شبهة التحريم التي تشوب المنظومة المالية التقليدية بما فيها أسواق رأس المال التقليدية.

في هذا السياق تهدف الدراسة إلى تسليط الضوء على أسواق رأس المال العربية بشكل عام للوقوف على ما حققته تلك الأسواق والإخفاقات التي تكتنفها، كما تهدف الدراسة إلى صب الاهتمام على الصكوك الإسلامية إجمالاً على المستويين: العالمي والعربي، إلى جانب ذلك تهدف الدراسة إلى تركيز الاهتمام على دولة الإمارات العربية المتحدة ضمن سوق دبي المالي وناسداك دبي من خلال الوقوف على الإنجازات التي تحققت على مستوى السوقين المذكورين وبالتحديد فيما يتعلّق بالصكوك الإسلامية وأسهم الشركات الإسلامية.

لاستكمال الدراسة تم الاعتماد على منهجية بسيطة تنطوي على قسمين: أحدهما نظري يؤطر للجوانب النظرية لموضوع الدراسة، والآخر عملي يركز على الإسقاطات النظرية في الواقع العملي. هذا الأخير يركز على أربعة محاور رئيسية: يتطرق فيها المحور الأول إلى أسواق رأس المال العربية وفق ما تتيحه قاعدة بيانات صندوق النقد العربي استناداً إلى جملة من معايير التحليل المتعارف عليها في هذا الإطار.

أما المحور الثاني من الجزء العملي فيركز على الصكوك الإسلامية على الصعيد العالمي إجمالاً وعلى صعيد الدول العربية إجمالاً وبشكل منفرد، كما يركز المحور الثالث على دراسة الحالة ذات الصلة بدولة الإمارات العربية المتحدة من خلال سوق دبي المالي وناسداك دبي فيما يتصل بالصكوك الإسلامية. أما المحور الرابع فقد خصص للتركيز على أسهم الشركات الإسلامية المدرجة ضمن سوق دبي المالي وناسداك دبي.

1.1 إشكالية البحث:

إن مسألة تحول الأسواق المالية من الصورة التقليدية إلى تلك الإسلامية ليست غائبة على صعيد الدول العربية بل حاضرة وبقوة في بعض الأسواق كسوق دبي المالي وناسداك دبي والسوق السعودية وسوق الكويت وغائبة على الإطلاق في أسواق أخرى كأسواق: الجزائر، تونس والمغرب. في هذا السياق تتبلور مشكلة هذه الدراسة من خلال السؤال الرئيسي التالي:

ما هو واقع أسواق رأس المال الإسلامية (الصكوك والأسهم) في الدول العربية عموماً وبدولة الإمارات العربية المتحدة تحديداً ضمن سوق دبي المالي وناسداك دبي؟ كتجربة رائدة في هذا المجال من خلال تسليط الضوء على صورتين أساسيتين للتمويل الإسلامي في أسواق رأس المال الإسلامية: أسهم الشركات الإسلامية والصكوك الإسلامية.

2.1 أسئلة البحث:

للإحاطة بمختلف جوانب الدراسة نطرح الأسئلة الفرعية الموالية:

- كيف يبدو واقع أسواق رأس المال العربية عمومًا؟
- كيف يبدو واقع الصكوك الإسلامية على الصعيدين: العالمي والعربي؟
- كيف يبدو واقع الصكوك الإسلامية في دولة الإمارات العربية المتحدة (سوق دبي المالي وناسداك دبي)؟
- كيف يبدو واقع الشركات الإسلامية في دولة الإمارات العربية المتحدة (سوق دبي المالي وناسداك دبي)؟

3.1 فرضيات البحث:

- للإجابة على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية:
- تتسم بعض أسواق رأس المال العربية بتطور إيجابي في حين تسجل أسواق أخرى جموداً أو تراجعاً في نشاطها.
- تسجل الصكوك الإسلامية عمومًا تطوراً إيجابياً مضطرباً على الصعيدين: العالمي والعربي.
- تسجل الصكوك الإسلامية في دولة الإمارات العربية المتحدة ضمن سوق دبي المالي وناسداك دبي تنامياً بما عزز مكانتها في السوقين.

- تسجل الشركات الإسلامية في دولة الإمارات العربية المتحدة ضمن سوق دبي المالي وناسداك دبي تطوراً إيجابياً لافتاً.

2. أسواق رأس المال الإسلامية، مفهومها، أهميتها، وظائفها، خصائصها:

1.2 مفهوم سوق رأس المال الإسلامي:

انطلاقاً من الدور الهام لأسواق رأس المال الإسلامية في تحريك عملية التنمية في الدول الإسلامية إجمالاً والدول العربية على وجه التحديد فقد تم تعريف سوق المال بما فيه من سوق نقد وأخرى لرأس المال من وجهة نظر إسلامية على أنها " سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"¹. من جهة أخرى عرّفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي على أنه " السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والمنتجات والخدمات المتوفرة فيه تلزم التزاماً تاماً بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرّمة شرعاً مثل التعامل بالربا والمقامرة، والغرر وما شابه ذلك"².

وفق التعريفين السابقين واستناداً إلى التقسيم التقليدي لأسواق رأس المال فإن سوق رأس المال الإسلامي لا يمكنها الخروج عن ذلك التقسيم من حيث كونها في الواقع نتاج تكامل أدوار كل من سوق الإصدار والتداول، حيث ينصب دور سوق الإصدار على إفراس الأدوات المالية الإسلامية الكفيلة بنقل الفوائض المالية من فئة الفائض إلى فئة العجز وفق أسلوب التمويل المباشر، في حين تتكفل سوق التداول بمهمة طرح الأوراق المالية المصدرّة والمكتتب فيها للتداول من أجل تمكين ممتلكيها من استرجاع سيولتهم المستثمرة من جهة، ومن جهة أخرى تمكين من لم يحالفهم الحظ في تملك أوراق مالية على مستوى سوق الإصدار من استثمار سيولتهم في أوراق مالية معروضة للتداول ضمن السوق الثانوي.

من هذا المنظور يعتمد نجاح سوق الإصدار ضمن سوق رأس المال الإسلامي على عدة عوامل أبرزها التشريعات المستمدة من مبادئ الشريعة الإسلامية والتي تنظّم كفاءات إصدار الأوراق المالية من منظور إسلامي من جهة، ومن جهة أخرى ضرورة وجود منظومة مصرفية إسلامية قادرة على دعم هذه السوق في الاضطلاع بمهامها، ولعل من بين أوجه الدعم تلك إمكانية قيام بعض المصارف الإسلامية بمهام بنوك الاستثمار المتعارف عليها ضمن أسواق رأس المال التقليدية من حيث اضطلاعها بمهمة تقديم النصح والاستشارة المالية لكافة الشركات والجهات الراغبة في إصدار أوراق مالية إسلامية خاصة فيما يرتبط بتحديد

طبيعة الورقة المالية الأنسب للإصدار وفق ما يناسب حاجة الجهة المصدرة، مع الحرص على القيام بتلك العملية ضمن أنسب الفترات الزمنية حتى يكتب النجاح للعملية، كما يمكن للمصرف الإسلامي المساعدة في ضبط الجوانب الشرعية للورقة المالية لما تتوفر عليه المصارف الإسلامية من هيئات رقابة شرعية.

إلى جانب ما ذكر يمكن للمصارف الإسلامية أن تعوّض بنوك الاستثمار في مسائل تحديد السعر الأنسب للورقة المالية، في إتمام الإجراءات التنفيذية لعملية الإصدار كالحصول على تأشيرة الإصدار من الجهة المخولة قانوناً بذلك وهي في العادة هيئة الأوراق المالية، حتى تتبع العملية بكافة الإجراءات ذات الصلة بإنجاح عملية الاكتتاب من خلال الترويج للعملية، وتحديد شبابيك تصريف الأوراق المالية، فنجاح العملية مرهون في الواقع بمدى جدية التحضير المسبق من قبل الجهة المصدرة والجهود التي يبذلها المصرف الإسلامي كمؤطر للعملية.

2.2 أهمية أسواق رأس المال الإسلامية:

انطلاقاً من أن وجود أسواق رأس مال إسلامية أضحت ضرورة ملحة من أجل دعم التنمية الاقتصادية في الدول العربية والإسلامية، تكتسي تلك الأسواق أهمية بالغة لما لها من مزايا شكّلت فرقا بينها وبين أسواق رأس المال التقليدية، وتكمن تلك الأهمية في جوانب مختلفة يمكن ذكر بعض منها فيما يلي:

- ساهم وجود أسواق رأس المال الإسلامية في الاستجابة لرغبات وتطلّعات المستثمرين المسلمين من حيث توفير سبل واسعة لاستثمار فوائضهم المالية من خلال أدوات مالية إسلامية تتوفر فيها متطلبات الشريعة الإسلامية.

- توفر أسواق رأس المال الإسلامية بدائل تمويل شرعية تعني الشركات وكافة الجهات الراغبة في الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لإتمام استثماراتها من اللجوء إلى أدوات مالية تقليدية ربوية متاحة ضمن أسواق رأس المال التقليدية، أو باللجوء إلى قروض ربوية من بنوك تقليدية، وهو الأمر الذي من شأنه ترجيح كفة التمويل الإسلامي بكافة صوره على حساب التمويل التقليدي بكافة أشكاله وماله من آثار سلبية على الأفراد والشركات والاقتصادات بشكل عام.

- تستمد أسواق رأس المال الإسلامية أهميتها من مبادئ الشريعة الإسلامية فيما يتعلّق بكيفيات إقامة أنشطة اقتصادية تقوم في الأصل على مبدأ المشاركة الذي يتيح خيارات واسعة أمام أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي من أجل إقامة مشروعات تحقق العدالة بين كافة الأطراف من حيث توزيع العوائد وتحمل الخسائر إن وجدت.

- تعد أسواق رأس المال الإسلامية آلية مكتملة لدور المصارف الإسلامية التي تحقق نجاحات معتبرة على الصعيد العالمي سواء من حيث حجم أعمالها أو عدد مؤسساتها العاملة في حقل التمويل الإسلامي، فبقاء أسواق رأس المال في الدول العربية والإسلامية على صورتها الحالية من شأنه خلق صورة مشوهة لهيكل أسواق المال في الدول العربية والإسلامية كونها حققت تطوراً إيجابياً في شقها الأول متجسداً في أسواق النقد وما تتضمنه من مصارف إسلامية، وتحتاج في الواقع إلى تحقيق تطور أكبر في شقها الثاني متمثلاً في أسواق رأس المال الإسلامية، فتكامل الشقين في صورتهم الإسلامية يعكس الدور الحقيقي لسوق المال الإسلامية .

3.2 وظائف سوق رأس المال الإسلامي:

يمارس سوق رأس المال الإسلامي مجموعة أدوار ذات نفع بالنسبة للعديد من الأطراف: الأفراد، الشركات، والاقتصاد ككل، ومن خلال تلك الأدوار اكتسبت تلك السوق خصوصيات ميزتها عن أسواق رأس المال التقليدية ومن بين تلك الأدوار نذكر:

- يضطلع سوق رأس المال الإسلامي بمهمة تعبئة المدخرات في البلاد الإسلامية نحو مختلف الاستثمارات بما يحقق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة من منطلق كونها توفر أدوات شرعية من شأنها استقطاب الوحدات ذات الفائض المالي.
- يساهم سوق رأس المال الإسلامي في تنمية الوعي الاستثماري لدى الأفراد من خلال تأصيل ثقافة الاستثمار المالي التي طالما شكّلت عائقاً أمام معظم أسواق رأس المال العربية نتيجة لعزوف الأفراد عن التعامل معها.
- تتكفل سوق رأس المال الإسلامية في شقها الثاني متجسداً في سوق التداول بمهمة توفير السيولة نتيجة انفرادها بمسألة تسهيل الأصول المالية التي تقع ضمن ملكية الأفراد وكافة الجهات المستثمرة في السوق وهو ما يساهم حقيقة في توفير مقادير ضخمة من السيولة على مستوى الاقتصاد.

4.2 خصائص أسواق رأس المال الإسلامية:

- تنفرد أسواق رأس المال الإسلامية بجملة من الخصائص ميزتها عن أسواق رأس المال التقليدية، وهي تلك الخصائص التي استمدتها في الواقع من مبادئ الشريعة الإسلامية المنظمة للمعاملات الاقتصادية بشكل عام والمعاملات المالية بشكل خاص، في هذا الصدد يمكن التطرق لبعض أبرز خصائص سوق رأس المال الإسلامية من خلال ما يلي:
- تتميز أسواق رأس المال الإسلامية بخلوها من كافة أشكال المعاملات المحرمة شرعاً، فمن شروط قيام هذه السوق وجوب خلوها تماماً من الربا، الغرر، القمار، وغيرها من المحظورات الشرعية، فما يميز هذه السوق عن الأسواق التقليدية كونها " سوق تتضمن فقط الشركات التي يكون نشاطها مشروعاً ولا توافق على إدراج شركات يشوب تعاملها شيء من الحرام"³.
- تنفرد الأسواق المالية الإسلامية بوجود هيئات الرقابة الشرعية التي تتكفل بالنظر في سلامة كافة الإجراءات المتبعة داخل السوق من وجهة نظر شرعية. من هذا المنظور تعد هيئة الرقابة الشرعية " جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصصين تُعهد إليهم مهمة توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية حتى تكون فتاواها ملزمة لتلك المؤسسات."⁴
- وفق هذا التعريف واستناداً إلى الواقع تتكفل هيئات الرقابة الشرعية ضمن أسواق رأس المال الإسلامية بالإشراف والرقابة على كافة الإجراءات والمعاملات للتأكد من التزامها بمبادئ الشريعة الإسلامية وفق الفتاوى الصادرة عن جهات الفتوى المخولة بذلك، وهو ما يساهم في اكتشاف كافة مواطن الخلل التي قد تشوب بعض الإجراءات أو المعاملات قصد لفت انتباه الجهات المعنية بضرورة اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة وفق ما تقتضيه الشريعة الإسلامية، كما أن وجودها إلى جانب المختصين في الشؤون الاقتصادية والمالية من شأنه إيجاد حلول لكثير من الإشكاليات التي قد تصادف عند بعض التطبيقات العملية، إلى جانب تكفلها بإيجاد صيغ تمويل إسلامي مبتكرة تساهم في تنويع المحفظة الإسلامية وهو ما من شأنه "تعزيز الثقة لدى المستثمرين وجمهور المتعاملين بهذه المؤسسات، لاطمئنانهم بأن جميع أنشطة وأعمال هذه المؤسسات مطابقة لأحكام الشريعة"⁵.
- تعد أسواق رأس المال الإسلامية مجال خصب لإصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية التي تمثل في الواقع أوعية لنقل الفوائض المالية في المجتمعات الإسلامية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز بهدف تمويل استثماراتها وتعد تلك الأدوات " حصة شائعة في مال مُجمع بقصد استثماره للحصول على ربح، يصدرها الشخص المستثمر بصفته مضارباً، أو يصدرها شخص آخر لحساب المستثمر، قابلة للتداول والتحويل إلى نقود"⁶.

إن من شروط قيام سوق رأس مال إسلامية وجود أدوات مالية مصممة وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، خالية من كافة المحظورات الشرعية وهي الأدوات التي تشترك في بعض الخصائص مع الأدوات المالية التقليدية وتختلف عنها اختلافاً جذرياً فيما تتضمنه من جوانب شرعية لا تحققها الأدوات المالية التقليدية، ولعل هذا الجانب يمثل عامل جذب للمستثمر المسلم الراغب في

خوض عملية الاستثمار بعيدا عن المحظورات الشرعية بما يساهم في تعبئة الفوائض المالية لدى المسلمين لخدمة التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول العربية والإسلامية إجمالاً.

- تتسم أسواق رأس المال الإسلامية بوجود ضوابط أخلاقية تملئها الشرعية الإسلامية تتلخص في وجوب خلو تلك السوق من جميع التعاملات اللأأخلاقية، أي تلك التي تتناقى مع مبادئ الشرعية الإسلامية كالبيع الصوري أو الظاهري، البيع على المكشوف التي طالما سببت أزمات على صعيد أسواق رأس المال التقليدية.

3. نظرة عامة على أداء أسواق رأس المال العربية:

يمكن عرض أداء أسواق رأس المال العربية بغض النظر عن طبيعتها من حيث كونها إسلامية أو غير ذلك، أو كانت إسلامية بشكل كلي أو جزئي، لأن من الأسواق ما يمزج بين الإسلامي والتقليدي، وذلك من خلال عرض نتائج أسواق التداول فيها على اعتبار أن ما يتداول ضمن هذه الأسواق هو في الأصل نتاج نشاط عمليات الإصدار ضمن الأسواق الأولية والتي لا تتوافر عن أنشطتها معلومات مجمعة يمكن عرض تطورها بشيء من التفصيل.

وفق هذا التصور يعرض الجدول (01) بيانات تفصيلية عن الأسواق العربية عند نهاية الربع الثاني من العام 2022 تعكس

نشاط هذه الأسواق والذي يمكن النظر إليه من عدة زوايا نعرضها فيما يلي:

أ- فيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية: تشير بيانات الجدول (01) إلى وصول هذا العدد إلى 1452 شركة عند نهاية السداسي الأول من العام 2022، كما تشير الإحصاءات المتاحة ذات الصلة بالأسواق العربية إلى استقرار هذا العدد خلال الفترة (2010-2021) حيث وصل عدد الشركات المدرجة فيها مع نهاية العام 2010 إلى 1371 شركة⁷.

يشير عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية إلى عدم وجود تناسب بين حجم الاقتصاديات العربية وعدد الشركات المدرجة في أسواقها، كونها حديثة النشأة في معظمها ولم تتبوأ بعد الدور المنوط بها على مستوى الاقتصاديات العربية، فبالنظر للإمكانات المالية والمادية لمعظم الدول العربية كان بالإمكان أن يكون عدد الشركات المدرجة أكبر بكثير من ذلك العدد الذي يسجله الواقع، ولعل الأمر يعود إلى سيادة أسلوب التمويل بالوساطة المالية على حساب التمويل باللائوساطة المالية، إلى جانب ذلك عزوف شركات القطاع الخاص لاسيما العائلية منها عن دخول البورصة وهو ما ساهم في الحد من نشاط أسواق الإصدار والتداول معاً في الدول العربية، هذه الأخيرة شهدت خلال عام 2013 ما يعادل 24 عملية إصدار بمبلغ قدره 3.596 مليار دولار⁸.

ب- تعد أحجام التداول في الأسواق العربية مؤشر مهم على مدى نشاط هذه الأسواق حيث شهدت هذه الأسواق مجمعة مع نهاية السداسي الأول من العام 2022 حجم تداول تجاوز بقليل 248 مليار دولار أمريكي، في حين سجلت تلك الأسواق خلال العام 2014 حصيلة تداول فاقت 800 مليار دولار، وهو ما يمثل تراجعاً بما نسبته 69%، ولعل الأمر يعود بالدرجة الأولى إلى الأزمة التي يمر بها الاقتصاد العالمي جرّاء تبعات جائحة كوفيد 19. في ذات السياق شكّل حجم تداول العام 2014 تطوراً لافتاً إذا ما قورن بذلك المسجل خلال عام 2010 والذي قدر بنحو 349 مليار دولار أي بزيادة بلغت 56%، ولعل الأمر يعزى في تلك الفترة إلى زيادة اهتمام بعض الحكومات العربية لاسيما الخليجية منها بمسألة تطوير أسواقها إدراكاً منها لأهميتها على مستوى الاقتصاد، كما يعود الأمر إلى زيادة الإقبال الجماهيري والمؤسسي على الاستثمار في الأوراق المالية.

الجدول رقم (01): بيانات الأسواق العربية الربع الثاني 2022

الدولة (السوق)	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	حجم التداول (مليون دولار أمريكي)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	معدل دوران الأسهم %
المملكة الأردنية	173	25 994.10	774.40	293.00	3.00
مملكة البحرين	044	29 374.00	130.50	164.90	0.40
تونس	078	9 602.80	182.80	70.70	1.90
المملكة العربية السعودية	204	3 051 223.00	131 963.00	11 697.00	4.30
سلطنة عمان	117	57 669.20	603.40	1 048.60	1.00
الكويت	167	144 482.10	13 810.00	14 098.20	9.60
لبنان	028	14 346.00	143.10	5.30	1.00
مصر	224	33 930.00	10 379.00	21 782.00	30.60
المملكة المغربية	075	64 685.50	998.60	10 309.00	1.50
أبو ظبي	082	542 428.00	68 900.00	42 262.00	12.70
دبي	067	143 573.00	7 239.00	9 852.00	5.00
قطر	049	187 840.00	12 914.40	11 862.30	6.90
السودان	067	195.81	0.20	1.00	0.10
الجزائر	006	402.80	0.0269	0.0003	6.70
فلسطين	047	4 744.90	106.20	102.40	2.20
سوريا	024	1 443.90	5.05	7.00	0.30
الأسواق مجتمعة	1 452	4 311 935.11	248 149.6769	123 555.4003	/

المصدر: النشرة الفصلية الربع الثاني 2022 لصندوق النقد العربي حول أداء الأسواق المالية العربية، ص ص 10-40، متاحة على الموقع:

<http://www.amf.org.ae>

من زاوية أخرى وبالتعمّن في بيانات الجدول (01) فيما يتعلّق بالأسواق العربية منفردة نجد أن السوق السعودية تستحوذ على النصيب الأكبر من إجمالي حجم التداول في الأسواق العربية مجتمعة، حيث شكّل هذا المؤشر عند نهاية السداسي الثاني من العام 2022 ما يناهز 132 مليار دولار أمريكي وهو ما يشكّل حوالي 53% من إجمالي حجم التداول في الأسواق العربية مجتمعة. ضمن هذا الإطار شكّل حجم التداول في السوق السعودية خلال العام 2014 ما نسبته 70% بما يعكس الحجم المعتبر لهذه السوق وفي ذلك مؤشر على صغر حجم باقي الأسواق العربية والتي تشكّل في مجموعها 30% فقط من إجمالي حجم التداول خلال عام 2014 و 47% خلال السداسي الثاني من العام 2022.

في ذات السياق استحوذت دولة الإمارات العربية المتحدة بسوقها: أبو ظبي ودبي مجتمعين على 30.68% من إجمالي حجم التداول وجاءت في المرتبة الثانية، تلتها في المرتبة الثالثة دولة الكويت بنسبة 5.56% وجاءت دولة قطر في المرتبة الرابعة بنحو 5.20%، وحلّت مصر في المرتبة الخامسة بما يعادل 4.18%. بطرح النسب السابقة من النسبة الإجمالية (100%) نجد أن باقي الأسواق العربية تسجل حجم تداول في حدود 1.2% وفي ذلك مؤشر على ضآلة نشاط تلك الأسواق وصغر حجمها وهو الأمر الذي يستدعي حلاً.

ج- القيمة السوقية: تعد مؤشراً دالاً على حجم وقيمة السوق وعاملاً محدداً لأهميته على مستوى الاقتصاد، فبالرجوع إلى بيانات الجدول (01) يلاحظ حدوث تطور لافت في القيمة السوقية الإجمالية للأسواق العربية، حيث وصلت قيمتها مع نهاية السداسي الأول من العام 2022 إلى ما يزيد عن أربعة تريليون دولار أمريكي (4 311 11.935 مليون دولار أمريكي) بما يشكل زيادة نسبتها 350% مقارنة بالقيمة المسجلة مع نهاية العام 2014 (1 231 473.46 مليون دولار أمريكي) وبزيادة بلغت 19% مقارنة بتلك المسجلة خلال 2010.

شكّلت السوق السعودية ما نسبته **70.76%** من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية، تلتها الإمارات العربية المتحدة في المرتبة الثانية ممثلة في سوق دبي وأبو ظبي مجتمعين، وقطر والكويت في المرتبتين الثالثة والرابعة على التوالي. يعود التطور الإيجابي للقيمة السوقية للأسواق العربية إلى طبيعة الشركات المدرجة في بعض الأسواق الخليجية من حيث قيمتها السوقية.

د- معدّل دوران الأسهم: يقيس هذا المؤشر مدى نشاط السوق ودرجة سيولتها، حيث بلغ على مستوى الأسواق العربية مجتمعة ما يعادل **5.75%** وهو المعدل الذي يعد بعيداً عن المعدلات المحققة على صعيد الأسواق الناشئة والتي حققت **157.4%** أو ذلك المحقق على مستوى الأسواق المتطورة والذي بلغ **156.5%**.

في هذا الصدد تفرد السوق المصرية بتسجيل أعلى نسبة على الإطلاق بلغت **30.6%**. أمّا باقي الأسواق العربية فقد سجلت نسباً متفاوتة تعد دون المستوى المطلوب حيث تعكس بعض النسب جمود بعض الأسواق العربية كأسواق: البحرين، لبنان، المغرب، سوريا، فلسطين، تونس. المُلفت للانتباه السوق السعودية التي سجلت نسبة بلغت **4.3%** وهو ما يعد تراجعاً واضحاً ضمن هذه السوق نتيجة تطور قيمتها السوقية وتراجع أحجام التداول فيها خلال الفترة الأخيرة. في حين سجلت تلك السوق ما نسبته **62%** في **2014** وما يعادل **70%** في الثمانية أشهر الأولى من العام **2015**.

هـ - الأهمية النسبية للأسواق العربية: مؤشر إضافي يقيس مدى نشاط وأهمية سوق رأس المال إجمالاً وسوق التداول بالتحديد بالنسبة للاقتصاد، فبالاستناد إلى البيانات المتاحة ضمن قاعدة بيانات صندوق النقد العربي يمكن التطرق إلى هذه المسألة خلال عام **2020** لعدم توفر المعلومات المجمّعة ذات الصلة بالنسبة لعام **2021** والسادسي الأول من عام **2022**.

الجدول رقم (02): الأهمية النسبية للبورصات العربية خلال **2020**.

بورصة عمان	سوق أبو ظبي	سوق دبي	بورصة البحرين	بورصة تونس
41.80 %	48.00 %	-	63.80 %	21.60 %
بورصة الجزائر	السوق السعودية	سوق الخرطوم	سوق دمشق	سوق مسقط
00.20 %	306.10 %	03.50 %	10.40 %	68.90 %
بورصة قطر	بورصة فلسطين	بورصة الكويت	البورصة المصرية	بورصة الدار البيضاء
90.30 %	20.20 %	99.30 %	13.70 %	54.60 %

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد **2021**، الجداول الإحصائية، ص **376**. متاح على الموقع: www.amf.org.ae

تشير بيانات الجدول (02) إلى تفاوت الأهمية النسبية للأسواق العربية من دولة عربية إلى أخرى، حيث من بين تلك الأسواق ما يحقق معدلات مقبولة نسبياً ومن بين تلك الأسواق ما لا يحقق نتائج إيجابية تذكر، فقد تصدرت القائمة كل من السوق السعودية وسوق الكويت والسوق القطرية، بنسب كانت على التوالي: **306.10%**، **99.30%**، **90.30%**.

أمّا إذا نظرنا إلى الأسواق العربية مجتمعة خلال العام **2013** لوجدنا أن أهميتها بالنسبة للاقتصاديات العربية تحقق نسبة **46%** في الوقت الذي يصل فيه هذا المعدل على صعيد الأسواق المتقدمة إلى أكثر من **90%**، حيث تسجل البورصة الأمريكية **110%** والبورصة الفرنسية **106%**.

يمكن تفسير تدني النسب السابقة بعاملين أساسيين: يكمن الأول في ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول العربية لاسيما الخليجية منها، وينطوي العامل الثاني على صغر القيمة السوقية لأسواقها مقارنة بناتجها المحلي الإجمالي.

غير أنه وفي سنة **2020** حسب بيانات صندوق النقد العربي فإن الأسواق العربية مجتمعة سجلت ما نسبته **159.9%** ويعزى هذا الارتفاع إلى التحسّن الملحوظ في إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية التي بلغت عند نهاية **2020** ما مقداره

3.2178 تريليون دولار أمريكي، كما يعزى ارتفاع تلك النسبة إلى تراجع حجم الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية خلال عام 2020.

4. موقع أسواق رأس المال الإسلامية (الصكوك الإسلامية) من أسواق رأس المال العربية:

تتسم معظم الدول العربية بوجود أسواق مالية تقليدية بما فيها من أسواق نقد وأسواق لرأس المال، هذه الأخيرة منها ما ظل على صورته التقليدية وبشكل كامل كما هو الحال بالنسبة لدول كتونس، المغرب، لبنان، سوريا، ومنها ما مزج بين التقليدي والإسلامي كالحرين، قطر، دبي، أبو ظبي، وسوق مسقط، ومن بين تلك الأسواق ما وازن بين سوق رأس المال الإسلامي والتقليدي كسوق الكويت، المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة. وللإحاطة بكافة جوانب الدراسة يمكن التطرق إلى هذه المسألة من زاويتين: تتعلق الأولى بمكانة الصكوك الإسلامية والشركات الإسلامية ضمن أسواق رأس المال العربية عموماً وفي دولة الإمارات العربية المتحدة كحالة خاصة من خلال سوق دبي المالي وناسداك دبي.

1.4 نظرة عامة على إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً وعربياً:

تعد الصكوك الإسلامية أكثر الأدوات المالية الإسلامية انتشاراً، لما تلعبه من دور ريادي في حشد المدخرات المالية نحو تلبية مختلف الاحتياجات التمويلية وفي آجالها المختلفة، لما تتمتع به تلك الصكوك من مزايا إيجابية جعلت منها بديلاً استثمارياً ناجحاً مقارنة بباقي البدائل الاستثمارية الأخرى لاسيما التقليدية منها، إلى جانب ذلك تحقق تلك الصكوك متطلبات الشريعة الإسلامية وهو ما يحقق رغبة شريحة واسعة من ذوي الفائض من المسلمين في استثمار فوائضهم المالية في صيغ استثمار شرعية.

تشير الإحصاءات المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية عالمياً إلى نمو حجم إصداراتها بنحو 32 مرة في سنة 2009 وبنحو 115 مرة في سنة 2013 وبنحو 149 مرة في نهاية 2020 مقارنة بسنة 2001 حيث بلغ حجم الإصدار فيها ما مقداره 1 000 172 دولار أمريكي، في هذا الإطار يعد العام 2020 سنة الذروة من حيث حجم إصدار الصكوك الإسلامية بما فاق 174 مليار دولار وفق معطيات الجدول (03).

لقد سجلت الفترة (2001-2021) نمواً هائلاً في حجم إصدارات الصكوك الإسلامية كما يبيّنه الجدول (03) حيث وصل إجمالي الإصدار مع نهاية 2020 إلى 1.42 تريليون دولار أمريكي، خاصة في الفترة التي أعقبت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي عصفت بالنظام المالي العالمي وحلّفت نتائج سلبية معتبرة شكّلت في الواقع دفعة قوية للصكوك الإسلامية من حيث تزايد التوجه العالمي نحو التمويل الإسلامي بصفة عامة والصكوك الإسلامية بصفة خاصة، كونها أثبتت فعاليتها قبل وفي ظل الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

الجدول رقم (03): حجم الإصدارات العالمية من الصكوك المحلية والدولية خلال الفترة (2001-2021)

الوحدة: مليون دولار أمريكي				
(2012)	(2011)	(2010)	(2009)	(2008-2001)
137 599	93 173	53 125	37 927	141 351
(2017)	(2016)	(2015)	(2014)	(2013)
116 717	88 318	67 818	107 833	135 557
(2021-2001)	(2021)	(2020)	(2019)	(2018)
1 032 611	188 121	174 641	145 702	123 150

Sources:

- International Islamic Financial Market (2021), A comprehensive study of the global Sukuk Market. IIFM, 10 th Edition, July 2021, P 29.
- International Islamic Financial Market (2022), A comprehensive study of the global Sukuk Market. IIFM, 1 1th Edition, August 2022, P 29.

لقد تنوعت إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا وعربيا بين صكوك محلية وأخرى دولية، وكان لكل دولة نصيب من حجم الإصدار العربي وينسب متفاوتة مثلما يوضحه الجدول (04).

الجدول رقم (04): عدد وحجم الإصدارات من الصكوك المحلية والدولية في الدول العربية خلال الفترة (2001-2021)

الصكوك الدولية			الصكوك المحلية			عالميا
النسبة إلى إجمالي حجم الإصدار العالمي	حجم الإصدار (مليون دولار أمريكي)	عدد الإصدارات	النسبة إلى إجمالي حجم الإصدار العالمي	حجم الإصدار (مليون دولار أمريكي)	عدد الإصدارات	
-	381 751	728	-	1 281 229	12 050	عالميا
57.80%	220 677	401	17.77%	218 470	724	عربيا
4.50%	17 189	111	2.11%	25 229	381	البحرين
4.37%	16 695	26	1.78%	21 838	36	قطر
21.05%	80 353	88	11.10%	136 402	220	السعودية
24.51%	93 564	145	0.70%	8 631	17	دولة الإمارات
1.78%	6 777	24	0.07%	818	2	الكويت
0%	0	0	0.04%	483	4	الأردن
0%	0	0	0.02%	253	2	اليمن
1.56%	5 969	6	0.26%	3 238	13	عمان
0.03%	130	1	1.66%	20 449	45	السودان
0%	0	0	0.03%	324	3	مصر
0%	0	0	0.01%	105	1	المغرب

Source: International Islamic Financial Market (2022), A comprehensive study of the global Sukuk Market. IIFM, IIFM, 1 1th Edition, August 2022, PP 57-62.

في هذا الإطار وفيما يتعلق بالصكوك الدولية، بلغ عدد الإصدارات عالميا إلى غاية 31 ديسمبر من العام 2021 ما يعادل 728 عملية إصدار وبحجم إصدار فاق 381 مليار دولار، أما على الصعيد العربي فقد وصل عدد تلك الإصدارات إلى 401 عملية بنحو 220 مليار دولار، تصدرت فيها دولة الإمارات العربية المتحدة الدول العربية بعدد إصدارات بلغ 145 عملية وبحجم إصدار فاق 93 مليار دولار وهو ما يمثل نحو 24% من إجمالي حجم الإصدار عالميا و42% عربيا، تلتها في ذلك مملكة البحرين بعدد إصدارات قدره 111 وبحجم إصدار تجاوز 17 مليار دولار أمريكي. أما في المرتبة الثالثة فقد جاءت المملكة العربية السعودية بحجم إصدار فاق 80 مليار دولار وبعمليات إصدار بلغ عددها 88 عملية، لتحل دولة قطر في المرتبة الرابعة بحجم إصدار فاق 16 مليار دولار من خلال 26 عملية إصدار، وتأتي في المرتبتين: الخامسة والسادسة كل من الكويت وسلطنة عُمان بأحجام إصدار كانت على التوالي: 6.777 و5,969 مليار دولار.

ما يمكن ملاحظته أيضا في هذا الإطار أن المملكة العربية السعودية سجلت حجم إصدار من الصكوك الدولية في الفترة الممتدة بين جانفي من العام 2013 ونهاية شهر جويلية من العام 2014 بلغ 11.552 مليار دولار فاق إجمالي ما أصدرته المملكة خلال الفترة ما بين 2001 وجانفي 2013، حيث أصدرت خلال الفترة المذكورة ما يعادل 9.99 مليار دولار¹¹. في ذات السياق يلاحظ أن حجم إصدار الصكوك الدولية على مستوى دولة قطر ومملكة البحرين سجل نمو ضعيفا بين جانفي من العام 2013 ونهاية شهر جويلية من العام 2014 مقارنة بالفترة ما بين 2001 وجانفي 2013، حيث لم يتجاوز حجم الإصدار الجديد 50 مليون دولار بالنسبة لمملكة البحرين و1.25 مليار دولار بالنسبة لدولة قطر¹².

فيما يتعلّق بإصدارات الصكوك المحليّة عالمياً وإلى غاية 31-12-2021 تشير بيانات الجدول (04) إلى تسجيل 12050 عملية إصدار حيث بلغ حجم تلك الإصدارات أكثر من تريليون دولار أمريكي، أما عربياً فقد وصل عدد الإصدارات إلى 724 عملية بقيمة ناهزت 218 مليار دولار وهو ما يمثل 17.77% من مجموع الإصدار العالمي.

بالتعمّن في ذات البيانات نجد أن ترتيب الدول العربية قد تغير مقارنة بالصكوك الدولية سواء من حيث عدد عمليات الإصدار أو حجمها، ففيما يتعلّق بعدد عمليات الإصدار فقد تصدرت مملكة البحرين قائمة الدول العربية المُصدرة للصكوك المحليّة من حيث عدد عمليات الإصدار والتي بلغت 381 عملية. أما من حيث حجم الإصدار فقد فاق 25 مليار دولار تبوّأت به المرتبة الثانية عربياً، وهو ما يشكّل نحو 11% من إجمالي حجم الإصدار العربي من الصكوك المحليّة. في الإطار نفسه جاءت المملكة العربية السعودية في المرتبة الثانية من حيث عدد عمليات الإصدار التي بلغ عددها 220 عملية أما من حيث حجم الإصدار بقدر بنحو 136 مليار دولار مكّنتها من تبوّأ المرتبة الأولى عربياً. أما المرتبة الثالثة عربياً من حيث عدد وحجم الإصدار فكانت من نصيب دولة قطر بعمليات إصدار بلغ عددها 36 عملية بما قيمته أكثر من 21 مليار دولار أمريكي.

تعكس الأرقام السابقة نجاعة الصكوك الإسلامية في توفير الحجم اللازم من التمويل على الصعيد المحليّ مقارنة بباقي الأدوات المالية التقليدية، وهو الأمر الذي يفسّر التوجّه المضطرد لمعظم دول العالم خاصة ماليزيا نحو تبني هذا النمط من التمويل في سد احتياجاتها التمويلية.

تعكس أحجام إصدار الصكوك المحليّة عالمياً وعربياً ميول المستثمرين إلى حيّزة هذا النوع من الصكوك رغبة منهم في الاستثمار بالعملة المحليّة بدلا من العملات الأجنبية تفاديا لمخاطر تقلبات سعر الصرف.

تنوعت إصدارات الصكوك عالمياً وعربياً بين: صكوك مريحة، مشاركة، إجارة، البيع الآجل، صكوك الوكالة، الصكوك الهجينة، صكوك المضاربة، المبادلة الإسلامية، الاستصناع وصكوك السّلم. لكن ما يهم في هذه الدراسة الصكوك المُصدرة لأجل طويل والقابلة للإدراج والتداول ضمن سوق رأس المال متجسدة في السوق الثانوي من منظور الشريعة الإسلامية، كون مثل هذه الإصدارات من شأنها المساهمة في توفير القدر الكافي من رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مختلف الاستثمارات.

2.4 واقع الصكوك الإسلامية المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي:

للإحاطة بواقع الصكوك الإسلامية المدرجة ضمن الأسواق العربية عموماً ودولة الإمارات العربية المتحدة تحديداً يمكن الاستناد إلى المعلومات المتاحة على مستوى المواقع الرسمية للأسواق العربية إلى جانب ما يتيح موقع السوق المالية الإسلامية الدولية من بيانات.

تعتبر دولة الإمارات العربية المتحدة وإمارة دبي تحديداً بيئة خصبة لتنمية وتطوير الصكوك الإسلامية وباقي الأدوات المالية الإسلامية لما توفره تلك البيئة من ظروف مواتية لذلك سواء كان ذلك على الصعيد التشريعي أو على صعيد المؤسسات أو فيما يتعلّق بجاهزية المستثمرين للتعامل بصيغ التمويل والاستثمار الإسلامي لما يوفره من مزايا لا تتوفر في الأدوات المالية التقليدية. في هذا الإطار حرصت حكومة إمارة دبي على تبني إجراءات تحفيزية للمعاملات المالية الإسلامية كان من بينها الاعتراف بعقود التمويل الإسلامي ضمن القانون المدني، إلى جانب ضبط الجوانب التشريعية المنظمة للعمل المالي الإسلامي والصيرفة الإسلامية مع التركيز على ضرورة تلبية كافة الهيئات والمؤسسات المالية ذات الصلة بالتمويل الإسلامي لضوابط الحوكمة لما لها من أثر إيجابي في ضبط ممارسات جميع الأطراف بما يعود بالنفع على الاقتصاد بمختلف مفرداته من مؤسسات وأشخاص.

ففيما يتعلّق بسوق دبي المالي وناسداك دبي وإلى غاية الواحد والثلاثون من شهر ديسمبر من العام 2022 تم في الفترة الممتدة من 2004 إلى غاية 2020 تسجيل إدراج تسعة صكوك إسلامية في سوق دبي المالي مقومة بالدرهم الإماراتي بلغت قيمتها 7.7 مليار درهم مثلما تشير إلية بيانات الجدول (05)، في حين شهدت سوق ناسداك دبي في الفترة ما بين 2007

و2022 إدراج 168 صكاً مسعرة بالدولار الأمريكي حسب البيانات المتاحة على موقع سوق دبي المالي¹³ وبقيمة تزيد عن 116 مليار دولار أمريكي وفي ذلك دلالة واضحة على مكانة الصكوك الإسلامية ضمن سوق ناسداك دبي مقارنة بسوق دبي المالي سواء من حيث عدد الصكوك المصدرة أو القيمة الإجمالية لما تم إصداره. في هذا السياق من غير الممكن بيان تفاصيل الصكوك المدرجة ضمن سوق ناسداك دبي من خلال جدول تفصيلي كما هو الحال بالنسبة لسوق دبي المالي بالنظر للعدد الكبير لتلك الصكوك ويمكن في هذا الإطار الاطلاع على تفاصيلها على موقع السوق.

الجدول رقم (05): الصكوك الإسلامية المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2004-2020)

سوق دبي المالي (DFM) (2020-2004)				
رمز الصك في السوق	تاريخ إدراج الصك	القيمة الإجمالية للإصدار (درهم إماراتي)	عدد الصكوك المصدرة	القيمة الاسمية للصك وترتيبه
AMLAKSK2010	JUL 18, 2005	200 000 000	2 000	1- 100 000
DUBAIFRN1114	NOV 03, 2009	2 000 000 500	1 000	2- 2 500 000
DUBAIFXN1114	NOV 04, 2009	1 000 000 250	1 000 250	3- 1 000
DUBAIFXN0517	MAY 02, 2012	600 000 000	3 000	4- 200 000
DUBAIFXN0522	MAY 02, 2012	650 000 000	3 250	5- 200 000
DUBAIFXN0123	JAN 30, 2013	750 000 000	3 750	6- 200 000
DUBAIFXN0429	APR 29, 2014	750 000 000	3 750	7- 200 000
DUBAIFXN0930	SEP 09, 2020	5 000 000	5 000	8- 1 000
DGSI09	NOV 14, 2004	1 000 000 000	100 000	9- 10 000
		7 000 000 705		

المصدر: سوق دبي المالي، الأوراق المالية المدرجة (الصكوك)، متاح على الرابط: <http://www.dfm.ae/default.asp>

تعد النتائج المحققة على صعيد عمليات إدراج الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي وناسداك دبي مؤشر على حدوث تطور إيجابي ملحوظ في نشاط بعض أسواق رأس المال العربية وبالتحديد أسواق التداول فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، على اعتبار أن عمليات إدراج الصكوك الإسلامية في معظم الأسواق العربية تواجه بعض المقيدات من بينها:

- توسع عمليات إصدار الصكوك الإسلامية التي لا تجيز الشريعة الإسلامية تداولها ضمن الأسواق الثانوية إلا بتوفر شروط.
- ميول المستثمرين في الصكوك الإسلامية إلى تبني سياسة الاحتفاظ بالصكوك دون طرحها للتداول مما ساهم في تحجيم قيم تداول الصكوك المدرجة في الأسواق الثانوية في الدول العربية والإسلامية.

- التوسع في عدد وقيمة الإصدارات من الصكوك الإسلامية قصيرة الأجل على حساب الصكوك الإسلامية طويلة الأجل الممكن إدراجها ضمن أسواق التداول.

5. مكانة الشركات الإسلامية في أسواق رأس المال العربية:

في هذا الإطار وانطلاقاً من المواقع الرسمية للأسواق العربية يمكن إبداء الملاحظات التالية:

- معظم الأسواق العربية لا تتيح على مواقعها مثل هذا التصنيف، عدا سوقي: دبي المالي وناسداك دبي اللذان يتيحان هذه المعلومات وبشكل تفصيلي.

- إذا نظرنا إلى الأسواق التي تضمنت شركات متوافقة مع الشريعة الإسلامية نجد أن القائمة انحصرت في بعض الأسواق العربية أغلبها خليجية كسوق مسقط بسلطنة عُمان وسوق دبي المالي وناسداك دبي بدولة الإمارات العربية المتحدة.

- من زاوية أخرى ما يلاحظ في هذا الإطار أن الشركات الإسلامية المدرجة ضمن الأسواق العربية تتراوح بين شركات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وشركات ينص نظامها على العمل وفق الشريعة الإسلامية.

- تعمقاً في هذا الموضوع يمكن النظر إلى هذه المسألة من منظور آخر يكمن في إجراء مقارنة بسيطة بين عدد الشركات الإسلامية المدرجة في الأسواق العربية وإجمالي الشركات المدرجة في تلك الأسواق يمكن التوصل إلى نتائج تعكس إرادة بعض الدول العربية في إقامة أسواق رأس مال إسلامية حقيقية تلبي تطلعات المستثمرين المسلمين.

- تعد الوضعية الحالية مؤشر على تنامي الوعي بضرورة التحول بأسواق رأس المال العربية من صورتها التقليدية إلى تلك الإسلامية بما يخدم المستثمر المسلم بصفة عامة والعربي بصفة خاصة وبما يخدم الاقتصاديات العربية لما يتمخض عن تطور تلك الأسواق من نتائج اقتصادية إيجابية على كافة المستويات.

يمكن أن تشكل التجارب العربية الناجحة نموذجاً تحتذي به باقي الأسواق العربية في تبني مسألة التحول تلك عن طريق تهيئة كافة الظروف الكفيلة بإنجاح الأمر ولعل أبرزها في هذا الصدد إعداد التشريعات المؤطرة للعملية والمستقاة من الشريعة الإسلامية.

1.5 مكانة الشركات الإسلامية في سوق دبي المالي وناسداك دبي:

تعد أسواق الإمارات العربية المتحدة عموماً أكثر أسواق رأس المال أهمية مقارنة بباقي الأسواق العربية وعلى كافة الأصعدة، سواء من حيث عدد الشركات المدرجة فيها، أو أحجام التداول المسجلة بها، أو ما تعلق بقيمتها السوقية، إلى جانب تبوئها مركزاً متقدماً من حيث عدد الشركات الإسلامية المدرجة فيها ولعل دولة الإمارات العربية المتحدة من الدول العربية السبّاقة والراعية للتمويل الإسلامي. في هذا الصدد يمكن إبراز موقع الشركات الإسلامية من سوق ناسداك دبي إجمالاً من خلال بيانات الجدول الموالي:

الجدول رقم (06): عدد الشركات الإسلامية المدرجة ضمن سوق ناسداك دبي عند الربع الثالث 2022

ناسداك دبي (NASDAQ DUBAI)			
الترتيب	الرمز	اسم الشركة	التصنيف
1	BARKA	مجموعة البركة المصرفية	متوافقة مع الشريعة
2	DEPA	ديبا	متوافقة مع الشريعة
3	HIK	الحكمة للصناعات الدوائية	متوافقة مع الشريعة
4	REIT	Emirates REIT (CEIC) PLC	متوافقة مع الشريعة
5	OC	Orascom Construction PLC	متوافقة مع الشريعة
6	ENBDREIT	ENBD REIT (CEIC) PLC	متوافقة مع الشريعة
7	BARKA	مجموعة البركة المصرفية	متوافقة مع الشريعة
8	DEPA	ديبا	متوافقة مع الشريعة
9	ENBDREIT	ENBD REIT (CEIC) PLC	متوافقة مع الشريعة
10	HIK	الحكمة للصناعات الدوائية	متوافقة مع الشريعة
11	OC	Orascom Construction PLC	متوافقة مع الشريعة
12	REIT	Emirates REIT (CEIC) PLC	متوافقة مع الشريعة

المصدر: سوق دبي المالي، الأوراق المالية المدرجة (الأسمه الإسلامية)، متاح على الرابط: <http://www.dfm.ae/default.asp>

استناداً إلى بيانات الجدول (06) يسجل سوق ناسداك دبي إدراج 12 شركة، جميعها متوافقة مع الشريعة الإسلامية تتوزع بين قطاعات مختلفة، أما إذا تعلق الأمر بسوق دبي المالي نجد أن القائمة أكبر حيث وصل عدد الشركات الإسلامية المدرجة ضمن هذه السوق إلى 45 شركة جميعها متوافقة مع الشريعة الإسلامية وتوزعت على مختلف قطاعات السوق غير أنه من غير الممكن عرضها ضمن جدول تفصيلي لكبر عددها وتوفر إمكانية الاطلاع على تفاصيلها ضمن موقع السوق.

يمكن القول إن الشركات الإسلامية تشكل دافع حقيقي لكل من سوق الإصدار وسوق التداول بالإمارات العربية المتحدة وهو ما يمكن تعميمه على باقي الأسواق العربية والإسلامية من أجل تعميم الاستفادة من المزايا التي تتيحها الأسهم المتوافقة مع

الشريعة الإسلامية بما يعود بالنفع على تلك الأسواق وكافة الأطراف ذات العلاقة بما من شركات مدرجة، مستثمرين، شركات وساطة مالية، وباقي الأطراف الاقتصادية حتى تعم الفائدة على تلك الاقتصادات إجمالاً.

6. تحليل النتائج:

استناداً إلى التحليل السابق على المستويين: النظري والعملي يمكن عرض وتحليل نتائج الدراسة من خلال المداخل التالية تمهيداً لمناقشة الفرضيات المطروحة.

- في الوقت الذي تسجل فيه بعض الأسواق العربية كسوقي: دبي المالي وناسداك دبي نتائج لافتة، تعاني بعض أسواق رأس المال العربية من ضيق في نشاطها لقلّة عدد الشركات المدرجة فيها، وعدم تنوع في الأدوات المالية المتداولة ضمنها ممّا ساهم في ضعف أحجام تداولاتها وجعل منها أسواق منقوصة السيولة، بعيدة عن مستويات الكفاءة المنشودة، لذلك يتطلّب الوضع تطوير وضبط التشريعات المنظمة لعمليات إصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية من خلال منحها مزايا تشجع الجهات الراغبة في إتمام عمليات إصدار من الإقبال عليها وتفضيلها على الأدوات المالية التقليدية.

- تحتاج عملية التحول من الصورة التقليدية لأسواق رأس المال إلى تلك الإسلامية كضرورة يملئها الواقع إلى تهيئة المناخ الاستثماري في معظم الدول العربية وهو الأمر الذي يتطلّب إعادة نظر في التشريعات والمؤسسات المؤطرة لعمل تلك الأسواق بما يعطيها دفعة إلى الأمام.

- اعتماداً على النجاح المحقق على صعيد التمويل الإسلامي في آجاله القصيرة من المفيد الاستفادة من هذه الطفرة من خلال دعم التمويل الإسلامي في آجاله الطويلة عن طريق إدراج أسهم الشركات الإسلامية إلى جانب الصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال العربية بما فيها من أسواق إصدار وأسواق تداول لأجل إنعاشها عن طريق ما يُصدر وما يتداول فيها من أوراق مالية إسلامية، لذا يتوجب على متخذي القرار والقائمون على الشؤون الاقتصادية والمالية في الدول العربية التركيز على هذه المسألة من خلال دعم عمليات إصدار الأسهم والصكوك الإسلامية بصفة عامة مع ضرورة التركيز على الصكوك الإسلامية طويلة الأجل سواء كانت لشركات، أو حكومية، أو صادرة عن مصارف إسلامية بما يوفر تنوعاً فيها ويخلق نشاطاً إضافياً على مستوى أسواق الإصدار والتداول معاً حتى تحقق عمقها واتساعها.

- ضرورة الاهتمام بمسألة تنوع الأدوات المالية الإسلامية المصدرة والمتداولة ضمن أسواق رأس المال العربية بما يمكن المستثمر في تلك الأسواق من تحقيق ميزة تنوع مكونات محفظته المالية، كون واقع تلك الأسواق يسجل طغيان الأدوات المالية التقليدية من أسهم وسندات على نشاط الإصدار والتداول في غالبية أسواق رأس المال العربية.

- ضرورة تفعيل دور أسواق العقود المستقبلية في صيغتها الإسلامية من خلال تكييف العقود المستقبلية التقليدية مع مبادئ الشريعة الإسلامية كأن يُرم العقد بين المتعاقدين - البائع والمشتري - مع اشتراط قبض مبلغ العقد عند التعاقد ويتم التسليم عند تاريخ التنفيذ على أن يكون موضوع العقد الحصول على السلع المتعاقد عليها وليس بيع مضمون عقد غير مملوك في الأصل وهو ما لا تجيزه الشريعة الإسلامية.

- ضرورة تفعيل دور أسواق الخيارات من خلال إخضاع الخيارات التقليدية لضوابط الشريعة الإسلامية من خلال تجريمها من جوانب التحريم فيها وهو ما يتطلّب تضافر جهود أهل الاختصاص في الشريعة الإسلامية وشؤون الأسواق المالية عموماً وأسواق رأس المال على وجه التحديد.

- فيما يتصل بفرضيات الدراسة أكدت البيانات المعتمد عليها صحة الفرضية الأولى القائلة بأن بعض أسواق رأس المال العربية تتسم بتطور إيجابي في حين تسجل أسواق أخرى جموداً أو تراجعاً في نشاطها، ولعل سوق دبي وناسداك دبي يندرجان ضمن الفئة الأولى في حين تندرج الجزائر ضمن الفئة الثانية على سبيل المثال وليس الحصر.

- في ذات السياق وفيما يتصل بالصكوك الإسلامية يمكن تأكيد صحة الفرضية الثانية والتي مفادها: إن الصكوك الإسلامية عموماً تسجل تطوراً إيجابياً على الصعيدين: العربي والعالمي ولقد تأكد ذلك من خلال النتائج الإيجابية اللافتة المسجلة خلال الفترة المدروسة.

- فيما يتعلّق بالصكوك الإسلامية في دولة الإمارات العربية المتحدة، تدعم النتائج المعروضة ضمن الدراسة تأكيد صحة الفرضية الثالثة القائلة بأن الصكوك الإسلامية في دولة الإمارات العربية المتحدة ضمن سوق دبي المالي وناسداك دبي تسجل تنامياً بما عزز مكانتها في السوقين.

- ضمن دولة الإمارات العربية المتحدة وفيما يتعلّق بالفرضية الثالثة التي تشير إلى أن الشركات الإسلامية ضمن سوق دبي المالي وناسداك دبي تسجل تطوراً إيجابياً لافتاً، يمكن تأكيد صحتها وذلك بالنظر للنتائج المتصلة بواقع عدد تلك الشركات ضمن السوقين.

رغم ما تحقق من نتائج إيجابية على مستوى بعض أسواق رأس المال العربية عموماً وسوق دبي المالي وناسداك دبي تحديداً فيما يتعلّق بالصكوك والشركات الإسلامية تظل بعض الإشكالات مطروحة على صعيد تلك الأسواق وتستدعي حلاً وتمثل في ذات الوقت محاور دراسات مستقبلية.

7. خلاصة:

يكتسي وجود أسواق رأس مال إسلامية في الدول العربية أهمية بالغة لما لها من دور ريادي في عرض بدائل تمويل إسلامية تمثل خيارات متنوعة أمام كافة الجهات الراغبة في إطلاق مشاريعها الاستثمارية بما يتوافق مع متطلبات الشريعة الإسلامية. في هذا الإطار من بين أسواق رأس المال العربية ما حقق نجاحاً لافتاً سواء تعلّق الأمر بالصكوك الإسلامية أو أسهم الشركات الإسلامية كما هو الحال بالنسبة لدولة الإمارات العربية المتحدة وبالتحديد سوق دبي المالي الذي تبوأ مراكز متقدمة من حيث عدد الشركات المدرجة فيه والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وسوق ناسداك دبي التي حققت نتائج لافتة فيما يتعلّق بعدد وحجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية، ومن أسواق رأس المال العربية ما يتواجد نظرياً فقط أو يحقق نتائج ضعيفة تكاد لا تذكر على الصعيدين: التقليدي والإسلامي. من هذا المنطلق يتطلّب واقع الأسواق العربية المتعثرة إعادة نظر شاملة، سواء من حيث التشريعات التي تحكم نشاطها أو البيئة التي تتواجد فيها، أو آليات عملها، دون إهمال الأدوات المالية التي تشكّل موضوعها، وهو الأمر الذي يستدعي من متخذي القرار أخذ زمام المبادرة في علاج الوضعية لاستغلال ما تتوفر عليه الدول العربية من طاقات مالية من شأنها تشكيل دفعة قوية لهذه الأسواق بما فيها من أسواق إصدار و أسواق تداول.

8. الهوامش والإحالات:

- 1- السعد أحمد.. الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، المملكة الأردنية، (2008)، ص 19.
- 2- Securities Commission of Malaysia, Islamic Capital Market in Malaysia, P 01, Available at: www.sc.com
- 3 - أبو شادي محمد إبراهيم، الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية، دار النهضة العربية، مصر، (2000)، ص 579.
- 4 - أحمد محي الدين أحمد. حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية، مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، (2003). ص 5.
- 5 - زيدان محمد.. تفعيل دور الرقابة الشرعية والتدقيق الشرعي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، الإمارات العربية المتحدة، (2009)، ص 18.
- 6 - صبري هارون محمد. أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، ضوابط الانتفاع والتصرف بما في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، (1999). ص 17.
- 7 - صندوق النقد العربي. التقرير الاقتصادي العربي الموحد: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، (2010)، ص 143.
- 8 - نفس المرجع السابق، ص 28.
- 9 - مجلة الاقتصاد والأعمال. السنة الرابعة والعشرون، عدد خاص بالمؤتمر السنوي الثامن للاستثمار وأسواق رأس المال بالدول العربية، ماي 2002، ص 119.
- 10 - مجلة الاقتصاد والأعمال: المصدر السابق، ص 120.
- 11- International Islamic Financial Market A comprehensive study of the global Sukuk Market. IIFM, 2013, Third edition, P 20.
- 12- International Islamic Financial Market (2013), Opcit P 15.
- 13 - سوق دبي المالي، الأوراق المالية المدرجة (الصكوك)، متاح على الرابط: <http://www.dfm.ae/default.aspx>