

دور الصكوك الإسلامية في تمويل شركات المساهمة

دراسة حالة شركة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018

The Role of Islamic SuKuks (Bonds) in Supporting Shareholding Companies : Damac Case Study (2014-2018)

مشرى فريد¹، برني ميلود^{2*}

MECHERI Farid¹, BORNİ Miloud²

¹ جامعة عبد الحفيظ بوصوف-ميلة، (الجزائر)، f.mecheri@centre-univ-mila.dz

² جامعة عبد الحفيظ بوصوف-ميلة، (الجزائر)، m.borni@centre-univ-mila.dz

النشر: 2020/06/30

القبول: 2020/06/29

الاستلام: 2020/06/16

ملخص:

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية المبتكرة والمستحدثة التي احتلت مكانة هامة في أسواق الأوراق المالية بمختلف أنواعها وأشكالها، حيث ساهمت في تغطية الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم شركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية، وتهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن خصائص الصكوك الإسلامية، أنواعها، إضافة إلى آليات إصدارها وتداولها واستخدامها كمصدر تمويلي. كما جاءت هذه الدراسة لمحاولة تحديد وإبراز دور الصكوك في تمويل شركة المساهمة داماك العقارية والمدرجة بسوق دبي المالي. وقد خلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية تؤدي دورا متناميا في تمويل الشركة محل الدراسة المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018، إذ كان هناك تزايد في استخدامها للصكوك كمصدر تمويلي خلال الفترة 2014-2018. **الكلمات المفتاح:** الصكوك الإسلامية، سوق دبي المالي، شركة داماك العقارية.

Abstract:

Islamic Sukuk (bonds) are one of the most important and innovative financial instruments, that have occupied an important position on the stock markets with its

* المؤلف المرسل: برني ميلود، الإيميل: m.borni@centre-univ-mila.dz

various types and forms. As it contributed to covering the financing needs that are necessary to support the joint stock companies listed on the financial markets.

The purpose of this study is to reveal the characteristics of Islamic Sukuk, in addition to the mechanisms of issuance, trading and using it as a financing source. The study also aims to identify and highlight the role of Sukuk in financing the joint stock companies as a case of study listed on Dubai financial market. The study concluded that Islamic Sukuk play a growing role in financing the joint stock company as a case of study listed on Dubai financial market during the period 2014-2018. There was an increasing use of Sukuk as a funding source during 2014-2018 by DAMAC.

Key words: Islamic Sukuk, Dubai Financial Market, Damac Properties Dubai.

1. مقدمة:

تعتمد الاقتصاديات الحديثة على الأسواق المالية في تمويلها لنشاطها، بحيث تعتبر هذه السوق بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة، حيث تعتبر أسواق المال الملاذ الذي يقصده الأعوان الاقتصاديون، بما فيها شركات الاستثمار والتأمين والبنوك وغيرها من شركات الوساطة المالية، كعارضٍ للأموال أو كطالين لها.

ومع ظهور الصيرفة الإسلامية في العقود القليلة الماضية وزيادة نشاطاتها واندماجها في الاقتصاد العالمي، واستعمالها لصيغ وأدوات مالية تعتمد على مفاهيم وتعاليم الشريعة، كان توجه الدول الإسلامية ومؤسساتها لاستحداث وابتكار أدوات مالية شرعية بعيدة عن شبهة الربا، حيث برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم الصكوك المستحدثة والتي شهدت رغم حداثة رواجها كبراً في أسواق الأوراق المالية للعديد من دول العالم، إذ لاقت هذه الصكوك قبولا كبيرا من طرف المستثمرين في الدول الإسلامية وغير الإسلامية، حيث تسعى الشركات وخاصة شركات المساهمة إلى تعبئة الموارد المالية اللازمة لتنمية مشاريعها وزيادة توسعها من خلال استخدامها لهذه الصكوك.

وتعد دولة الإمارات العربية المتحدة من البلدان الرائدة في مجال الصيرفة الإسلامية، خاصة الصكوك التي شهدت نجاحا كبيرا من خلال تسهيل عمليات الإصدار ومنح الإعفاءات الضريبية لمصدريها، بهدف زيادة وتيرة التعامل بالصكوك الإسلامية

من أجل توفير السيولة اللازمة للشركات والحكومات، والرفع من وتيرة النشاط الاقتصادي للدولة.

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

على هذا الأساس يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما هو دور الصكوك الإسلامية في تمويل شركة المساهمة داماك العقارية المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018؟

- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في تنامي الاهتمام العالمي بموضوع الصيرفة الإسلامية وتطوير أدواتها، خاصة الصكوك الإسلامية التي شهدت نموا كبيرا في مختلف الأسواق المالية العالمية بمختلف أشكالها وأنواعها، وكذا المبادئ الشرعية التي تحكم إصدارها وتداولها، باعتبارها البديل الإسلامي للأدوات المالية التقليدية والمنافس لها، حيث لاقت رواجاً كبيراً وأحدثت نقلة نوعية في المالية الإسلامية، بالإضافة لقدرتها على التقليل من المخاطر وتطوير أسواق الأوراق المالية.

- الدراسات السابقة:

الدراسة الأولى: صكوك الإستثمار 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، 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 تتوع وتعدد هياكل إصدارها من شأنه أن يوفر حولا متنوعا للشركات والحكومات الراغبة في الاستفادة من تقنية التصكيك الإسلامي.

الدراسة الثانية: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين)، وهي عبارة عن مقالة في مجلة الباحث، العدد 09/2011، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، تقدمت بها نوال بن عمارة، جاءت هذه الدراسة لإبراز أهمية الصكوك ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تطرقت هذه الدراسة إلى الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها وتحديات تطويرها، بالإضافة إلى إبراز دور السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير هياكل الأدوات والعقود المالية من أجل تأسيس سوق مالية ترتكز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى ضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية تحكمها ضوابط الشريعة الإسلامية، والاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية في تطوير سوق مالية إسلامية في البحرين، ومن النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، إن عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية تتطلب وجود ضوابط وآليات حتى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تعتبر الصكوك الإسلامية أداة لتمويل التنمية الاقتصادية، تقوم السوق الإسلامية الدولية لإيجاد بدائل استثمارية جديدة، والاستفادة من الأدوات الاستثمارية العديدة المتاحة أمامها.

الدراسة الثالثة: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، مقدمة إلى جامعة فرحات عباس سطيف 2012 / 2013، تقدم بها محمد غزال. جاءت هذه الدراسة لإبراز الدور الفعال للصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، وقد تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى الإطار النظري لسوق الأوراق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها، مؤشراتنا وكفاءتها، بالإضافة إلى مفهوم الصكوك الإسلامية والفرق بينها وبين الأوراق المالية الأخرى، والأهمية الاقتصادية لها على المستوى الجزئي والكلّي، ثم انتقل إلى دراسة أثر نشاط إصدار الصكوك الإسلامية على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك ومختلف مؤشرات السوق، ومن النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، الصكوك الإسلامية خصائص تجعلها فريدة في بابها وتؤدي

دورا فعالا في الحياة الاقتصادية، وإدارة السيولة المالية بين المؤسسات المالية، الصكوك الإسلامية كباقي الأوراق المالية الأخرى تتعرض إلى مخاطر ائتمانية متمثلة في مخاطر مصدري الصكوك ومخاطر أصولها والمخاطر العامة للسوق من مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف ومخاطر التضخم وغيرها من المخاطر الأخرى.

2. الإطار النظري للصكوك الإسلامية:

2-1- تعريف الصكوك الإسلامية:

تعرف الصكوك على أنها: "أوراق أو سندات مشروعة أو صكوك مصممة على أسس إسلامية تصدر من قبل الشركات والمؤسسات المالية والاقتصادية أو من قبل الحكومة لتوفير التمويل اللازم، والقابلة للتداول في الأسواق المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية" (مهداوي، صباح، و آخرون، 23 - 24 فيفري 2011، صفحة 3).

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

لذلك يجب أن تكون الصكوك الإسلامية:

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

بحسب هذه الميزة الأخيرة، يرافق إصدار الصكوك الإسلامية شراء أصل سيولد تدفقات مالية تستخدم لدفع عائدات قسائم حاملي الصكوك المالية الإسلامية. بيع الأصل من البنود الواجبة في العقد، يتيح وجوبا إعادة سداد المبلغ الأساس وقيمة مضافة في

نهاية المطاف، ولا يتم اعتبار حاملي هذه الأدوات دائنين لهم حق في إيراد وإنما مالكي حصة من الأصل الضامن، لذا يتحملون جزءا من المخاطر.

2-2- خصائص الصكوك الإسلامية:

تتمتع الصكوك الإسلامية بجملة من الخصائص والسمات نذكر منها (عامر، 2009، الصفحات 132-133):

- تمثل الصكوك الإسلامية علاقة بين طرفين أحدهما المكتتب والآخر المصدر، بموجبه يعطي المكتتب مبلغا من المال إلى البنك، فتنتقل ملكية المال إلى المصدر، ويدخل في الذمة المالية له.

- يترتب على حيازة صك إسلامي مقابل مبلغا من المال، أن للمصدر حق التصرف فيه، بأوجه التصرف القانوني وفي الأغراض التي يمارس فيها أنشطته.

- أن الصكوك الإسلامية تخول لحاملها حق ملكية حصة شائعة من موجودات المشروع الممول من حصيلة إصدارها.

- الصكوك الإسلامية هي أداة تمويل واستثمار تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية وتأخذ أحكامها.

- هي أدوات مالية تمول مشاريع استثمارية مجازة شرعا وتقع في دائرة الحلال ويحرم عليها غير ذلك.

- يكون العائد حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار.

- غالبا ما تكون الصكوك الإسلامية قابلة للتداول، على أن هذا التداول محكوم بضوابط شرعية حسب الموجودات التي تمثلها عند التداول.

2-3- الأسس الشرعية للصكوك الإسلامية:

تستند مشروعية التعامل بالصكوك الإسلامية على مجموعة من الأسس تتفق فيها أغلب هذه الصكوك، نبينها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (01): الأسس الشرعية للصكوك الإسلامية

الأسس	الشرح
قاعدة تزواج رأس المال والعمل	تتشترك الصكوك الإسلامية في كونها لا تنتج أي فوائد كما لا تعطي مالكيها الحق في المطالبة بفائدة سنوية محددة، حيث أن الأساس الشرعي الذي تبنى عليه هذه الصكوك يتمثل في لقاء رأس المال مع العمل المنتج، لذلك يحصل المكتتب في هذه الصكوك على نسبة محددة من أرباح المشروع والتي تحدد مسبقاً في نشرات الإصدار (التربوية، ب ت، صفحة 96).
الصكوك المالية الإسلامية رأس مال مضاربة	تمثل الصكوك المالية الإسلامية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت لأجل تمويله ذلك أنه يجوز شرعاً أن تجتمع أموال مملوكة لعدد كبير من الأشخاص في يد شخص واحد - طبيعي أو اعتباري- ليستثمر كمضارب، وتكون ملكية هذه الصكوك لأصحابها طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته ويترتب عليها جميع الحقوق والإجراءات المقررة شرعاً للمالك في بنكه من بيع وهبة ورهن وارث وغيرها (التربوية، ب ت، صفحة 96).
إمكانية تداول الصكوك المالية الإسلامية	توجد جملة من الضوابط الشرعية لتداول الصكوك المالية الإسلامية، نوجزها في النقاط التالية (حطاب، 31 ماي- 3 جوان 2009، الصفحات 22-23): - يجوز تداول الصكوك المالية الإسلامية واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد إغلاق باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك المالية الإسلامية وبدء النشاط. - يجوز تداول الصكوك المالية الإسلامية الخاصة بملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك المالية الإسلامية للموجودات وحتى نهاية أجلها. - يجوز تداول الصكوك المالية الإسلامية بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع مثل: القيد في السجلات أو الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها. - لا يجوز تداول الصكوك المالية الإسلامية الخاصة بملكية الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز التداول فيها. - يجوز تداول الصكوك المالية الإسلامية الخاصة بملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات فإذا أعيدت الإجازة كانت الأداة ممثلة للأجرة. - لا يجوز تداول الصكوك المالية الإسلامية الممثلة لملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة إلا

بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.
 - يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد غلق باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
 - يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد إغلاق باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأراضي.
 غير أن هذه الضوابط والمعايير الشرعية لا زالت بحاجة إلى آليات الإلزام والتطبيق على البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

يمكن للبنك الإسلامي الذي يعرض إيجابا عاما بشراء الحصص والأسهم المعروضة أن يشرك معه غيره من البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في الإيجاب بنفس الشروط، على أن يتم الإعلان عن اسم البنك أو المؤسسة المنظمة كلما طرأ تغيير على أسماء المشاركين بالإيجاب (التربوية، ب ت، صفحة 96).

إمكانية التعهد
 بإعادة شراء
 الصكوك المالية
 الإسلامية

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على المراجع في قائمة الهوامش

2-4- أنواع الصكوك الإسلامية:

يمكن تقسيم الصكوك الإسلامية إلى ثلاثة أنواع:

2-4-1- الصكوك القائمة على عقود الشراكة: تتمثل في:

1- صكوك المضاربة: سندات المقارضة أو المضاربة.

أ- تعريف صكوك المضاربة: تعرف صكوك المضاربة (سندات المقارضة أو المضاربة) بأنها " الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النتائج المعلنة على الشيوخ، المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئيا على السداد التام " (شبير، 2001، صفحة 189).

ب- خصائص سندات المضاربة: من خصائص سندات المضاربة ما يلي (صالح، ب ت، صفحة 3):

- تعتبر أداة مناسبة لجمع الأموال وهي قائمة على أساس تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار.

- تمثل صكوك المضاربة حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجدت) وبصورة غير محددة ابتداءً، وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة.
 - قابلة للتداول طالما هي تمثل محلاً لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مناف للشرع، وتطبق عند التداول الأحكام التالية:
 - إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.
 - إذا أصبح مال المضاربة ديوناً تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.
 - إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقاً للسعر المتراضى عليه.
- ولقد طبقت هذه الصكوك في المؤسسات المالية الإسلامية مثل: البنك الإسلامي الأردني، الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي بالشارقة (الإمارات)، كما قامت وزارة الأوقاف الأردنية بإصدار سندات المقارضة بموجب القانون رقم: 10 لسنة 1981، وذلك لمساعدة هذه الجهة (الوقف) على تحقيق الأهداف المقصودة من هذا النظام الإسلامي (لعمارة و راييس، 21-22 نوفمبر 2006، الصفحات 11-12).
- ج- عناصر صكوك المضاربة: وبوجه عام لا بد أن يتوافر في الصورة المقبولة شرعاً لصكوك المضاربة العناصر التالية (البرواري، 2002، الصفحات 158-159):
- أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه وتمويله.
 - أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد المضاربة.
 - أن تكون صكوك المضاربة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب.
 - أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع هو المضارب، أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بقدر ما يسهم به من شراء بعض الصكوك.

2- صكوك الاستثمار الشرعية: تعتبر صكوك الاستثمار الشرعية بديلا للسندات المحرمة التي تمثل التزاما برد المبلغ مع الفائدة مضافة إليه باعتبارها قروض ربوية، وتعرف صكوك الاستثمار الشرعية بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله" (الشايحي و الحجي، 15-17 ماي 2005، صفحة 909).

3- صكوك المشاركة: أصدرت هذه الصكوك مؤسسات مالية في باكستان، وصكوك المشاركة تختلف عن صكوك المضاربة، في حق صاحبها في المشاركة في الإدارة، ويمكن إصدار سندات أو صكوك المشاركة على عدة صور منها:

أ- صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، أو الإدارة لجهة أخرى بنسبة من الأرباح (سندات المشاركة الدائمة).

ب- صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة، ولها عدة صور: صكوك المشاركة المستردة بالتدريج، والمستردة خلال زمن محدود والمنتهية بالتمليك.

ومن بين مواصفات شهادات المشاركة ما يلي (سوبره، 2004، صفحة 108):

- الاستثمار فيها على أساس الربح والخسارة.
- قابلة للتحويل.
- لها تاريخ استحقاق.
- تستعمل فقط للمشروع قيد التمويل.
- يلزم تعيين مدقق للمراقبة.
- توزيع الأرباح حسب الاتفاق بين الإدارة والمستثمرين.
- في حالة الخسائر، تستوعب الاحتياطات، وفي حال عدم الكفاية توزع الخسائر حسب نسبة رؤوس الأموال.
- يمكن تحويل شهادات المشاركة إلى أسهم عند طلب المستثمر.

- يحق للمستثمر الإكتتاب في إصدارات جديدة من الشهادات.

- لا يتم تغيير أي شرط إلا بموافقة المستثمرين.

- توزع الأرباح قبل اقتطاع الضرائب.

4- صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعة بموجب عقد الزراعة، ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة وفق ما يحدده العقد، ويكون المصدر صاحب الأرض مالكةا أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد الزراعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم) وحصيلة الإكتتاب هي تكاليف الزراعة، وقد يكون المصدر هو صاحب العمل (المزارع) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابها)، ويملك حملة الصكوك الحصة المنفق عليها مما تنتجه الأرض (عامر، 2009، صفحة 130).

5- صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما يحدده العقد، ويصدر هذه الصكوك مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة.

المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكةا أو مالك منافعها) التي فيها شجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الإكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المنفق عليها مما تنتجه الأشجار (عامر، 2009، صفحة 130).

6- صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفي ما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس، وقد يصدر هذه الصكوك إما مالك أرض صالحة لغرس الأشجار والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة،

وحصيلة الإكتتاب هي تكاليف غرس الشجر أو قد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (عامر، 2009، صفحة 131).

2-4-2- الصكوك القائمة على عقود البيع: تتمثل في:

1- سندات الاستصناع: يعرف الاستصناع بأنه عقد يشتري به شيء مما يصنع صنعا، يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف معينة، وبثمن محدد يدفع عند التعاقد، أو بعد التسليم، أو عند أجل محدد (الزحيلي، 2002، صفحة 308).

ويتم إصدار هذه السندات على النحو التالي (ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية - دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، 2002، صفحة 361):

يعلن البنك الإسلامي عن إصدار سندات التمويل بناء العقارات مثلا بطريقة الاستصناع، وبما أن البنك يكون قد قام بتقدير تكلفة المشروع وتحديد هامش الربح بالاتفاق مع المستفيد من هذا العقار، فإنه بإمكانه تحديد العائد الذي يمكن توزيعه على أصحاب هذه السندات، والتي يستحسن أن تحدد مدتها بفترة بناء أو انجاز العقار تقريبا، وبعد عملية الاكتتاب والحصول على الأموال يتم إنجاز المشروع ثم بيعه إلى المستفيد الذي يكون قد اتفق مع البنك على الشراء بعقد لازم كما يؤكد على ذلك الفقهاء، وبهذا يتم استرجاع الأموال مع هامش الربح المتفق عليه.

وبعد أن تتم هذه العمليات في نهاية المدة المنفق عليها يتم استرجاع أصحاب السندات لأموالهم مع العائد المتفق عليه، وإذا كان البنك قد اتفق مع المستفيد على السداد بالأقساط فيمكن أن يكون استرجاع هذه السندات مع العائد على شكل أقساط أيضا.

2- صكوك المرابحة: تعرف بأنها صكوك متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد المرابحة (المرابحة بأمر الشراء) حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال السلعة المباعة بالمرابحة، إذ يقسم رأس مال المرابحة إلى أجزاء متساوية كل جزء يمثل حصة معبراً عنها بصكوك يتم إصدارها وفق الآلية التالية:

تتقدم بالوعد بالشراء للبنك بمواصفات الشيء المراد شراؤه، فيقوم البنك بالبحث عن هذا الشيء وتحديد قيمة شرائه، فيطرح بذلك صكوك المرابحة مجموعها بقيمة هذا الشيء

المراد شراؤه فتملك هذه السلعة لأصحاب الصكوك، وبعد ذلك تقوم ببيعها (حملة الصكوك ممثلين فيمن يوكلهم) عن طريق أفساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد، والقائم على العملية يكون هو البنك الذي يأخذ مقابل ذلك أجراً من طرف حملة الصكوك لكونه وكيلاً عنهم (صفر الدين، 2006-2007، صفحة 95).

3- سندات السلم: وهي التي تخصص أموالها كرأس مال لعمليات السلم ويشترط فيها، أن لا يكون المسلم فيه مواد استهلاكية، وإذا اضطر حامل السند أن يبيعه إلى الدولة (الجهة المصدرة) فيجب أن لا يكون ذلك بسعر أعلى.

وهي أداة مالية بديلة لسندات الخزينة التي لا تتجاوز عادة مدة 90 يوماً، والتي تصدرها الدولة للتحكم في حجم السيولة أو تغطية عجز مؤقت في موازنتها، وكانت البحرين أول المصدرين لهذا النوع من السندات، فقد أصدرت مؤسسة نقد البحرين أدونات إسلامية خاصة بالسلم لمدة ثلاثة أشهر بقيمة 25 مليون دولار أمريكي وبعائد سنوي قدره 1.95%، وتسمى بصكوك السلم وقد عرضت على البنوك التجارية والمؤسسات المالية بشكل عام (ناصر، السوق المالية الإسلامية، كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟، 25-28 ماي 2003، صفحة 16).

2-3-4- الصكوك القائمة على عقود الإجارة: تتمثل في سندات الإجارة أو صكوك الإجارة، وهي عبارة عن صكوك مالية متساوية القيمة تصدر ممثلة لقيمة العين المؤجرة تتيح لحاملها فرص الحصول على دخل الإيجار مقدار المساهمة التي دفعها حامل الصك قياساً على بقية المكننين، وتعتبر صكوك الإجارة أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلاً، وذلك لأنه يمكن التنبؤ بدقة بعوائد الورقة المالية محل الإجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات العين المؤجرة (صالح، ب ت، صفحة 3).

وعلى هذا تتعدد أنواع صكوك الإجارة بحسب العين المؤجرة فيمكن أن تكون مثلاً في مجال صناعة الطائرات، العقارات السكنية، المصانع، أنواع المنقولات المختلفة، وغيرها.

ويتم إصدار سندات الإجارة في أسواق رأس المال لاستقطاب الودائع من أجل تطوير مشاريع البنية التحتية في تمويل طويل الأجل. وهي قابلة للتداول بشكل عام كما يمكن تداولها في الأسواق الثانوية.

وتتمتع هذه الصكوك بخصائص مهمة منها: ثبات العائد، وقابليتها للتداول، وقلة المخاطر، وخضوعها لعوامل العرض والطلب في السوق المالي، ومرورتها العالية حيث يمكن إصدارها بأجال متعددة، ولأعيان متنوعة، متفرقة آحادا أو مجموعة في زمر (العمارة و رابيس، 21-22 نوفمبر 2006، صفحة 13).

كما يتم إصدار صكوك الإجارة من البنك الإسلامي لشراء معدات أو عقارات ثم تأجيرها، لمن يرغب في ذلك، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يتحصل عليه حملة هذه السندات. ويتم إصدارها على نوعين (ناصر، السوق المالية الإسلامية، كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟، 25-28 ماي 2003، صفحة 17):

1- سندات الإيجار الثابتة: وهي تمثل الإيجار المستمر، حيث يقوم البنك الإسلامي بإصدار هذه السندات ثم يشتري بأموال الاكتتاب فيها عقارات، مثلا ويقوم بتأجيرها لمن يرغب في ذلك، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يوزع في نهاية كل فترة على حاملي هذه السندات بصفتهم مالكي هذا العقار.

2- سندات الإيجار المتناقصة: ويتم إصدارها بالشكل السابق ولكن يتم تخصيص الأموال لشراء معدات قابلة للإيجار بطريقة التأجير التمويلي.

3. تقديم سوق دبي المالي:

3-1- تعريف سوق دبي المالي:

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي تم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، وقد شهد هذا السوق تطورا ملحوظا منذ نشأته إلى يومنا هذا، حيث عمل على النهوض وتطوير الدور المنسوب له والمتمثل في توفير الصكوك التي تلبي طلبات الأفراد والمتعاملين فيه، كما يعتبر سوق دبي المالي من أهم الأسواق التي تتعامل بالمنتجات المالية الإسلامية عموما والصكوك الإسلامية خصوصا، وهذا نظرا

للتسهيلات والتحفيز التي وضعتها حكومة الإمارات العربية المتحدة لدعم هذه الصكوك، كونها أداة تمويلية أكثر أماناً وأقل مخاطرة.

3-2- نشأة سوق دبي المالي وتطوره

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

3-3- خصائص سوق دبي المالي

لسوق دبي المالي عدة خصائص تميزه عن باقي الأسواق المالية الأخرى وهي كالاتي (سوق دبي المالي):

3-3-1- أول سوق مالي في الإمارات العربية المتحدة: تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي للإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم.

3-3-2- أول سوق مالي يطرح للاكتتاب العام إقليمياً: يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، الأمر الذي يعكس ريادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة.

3-3-3- أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية: كما أن سوق دبي المالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها، بقرار من رئيس مجلس الوزراء، حاكم دبي.

3-3-4- خاضع تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع: يخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي تملك السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي، يتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP).

3-3-5- أول سوق مالي إقليمي يدمج عملياته: أحرز سوق دبي المالي نجاح في عام 2010، من خلال تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة، وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين، وبالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية.

3-4- مبادئ سوق دبي المالي

لسوق دبي المالي مبادئ تتمثل فيما يلي (سوق دبي المالي):

3-4-1- الشفافية: تضع السوق الشفافية نصب أعينها في كافة إجراءاتها وقراراتها.

3-4-2- الكفاءة: تركز على ترسيخ كفاءة جميع عملياتها.

3-4-3- الإيداع: تؤمن بأن إيداع اليوم هو عماد مستقبلها.

3-4-4- السرية: تلتزم بالسرية المطلقة حماية لمصالح عملائها.

3-4-5- النزاهة: تلتزم بأخلاقيات العمل والنزاهة المطلقة.

3-5- منتجات سوق دبي المالي

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

3-5-1- أدوات الملكية (سوق دبي المالي): يعد سوق دبي المالي بمثابة سوق ثانوي لتداول الأسهم وغيرها من أدوات الملكية والأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة العامة والهيئات الحكومية وشبه حكومية، سواء كانت قائمة في دولة الإمارات العربية المتحدة أو في الخارج، وتتوفر السوق حاليا على الفئات التالية من الأسهم في سوق دبي المالي:

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

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

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

3-5-2- أدوات الاقتراض (المديونية) (سوق دبي المالي): وليكون سوق دبي المالي عاصمة الاقتصاد الإسلامي عالميا، وبقرار من رئيس مجلس الوزراء حاكم دبي تم تحويلها إلى مركز عالمي للصكوك، حيث يعمل السوق بثبات وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية من خلال وجود هيئة الفتوى والرقابة الشرعية.

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

1- الصكوك (السندات الإسلامية): يوفر سوق دبي المالي وناسداك دبي منصة موحدة لإدراج وتداول مجموعة من الصكوك، بما في ذلك الصكوك المدرجة من قبل مصدري الأسهم والهيئات الحكومية والشركات المرتبطة بالحكومة، ويتم تداول الصكوك المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي سوق دبي المالي في البورصتين.

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

3-5-3- صناديق المؤشرات المتداولة (سوق دبي المالي): تماشيا مع إستراتيجية سوق دبي المالي لتوفير منتجات استثمارية متطورة ومتنوعة أمام جمهور المستثمرين يوفر سوق دبي المالي إطارا تنظيميا ملائما لإدراج وتداول صناديق الاستثمار المتداولة، وهي عبارة عن صناديق استثمارية مفتوحة ومدرجة ومتداولة في السوق، وهي تجمع بين ميزات صندوق المؤشر والسهم، حيث تعكس سيولة صناديق الاستثمار المتداولة سيولة سلة الأسهم المتعاقد عليها التي يتم بناء عليها إنشاء هذه الصناديق، كما تسمح هذه الصناديق للمستثمرين بالاستثمار في الأصول الأساسية لصندوق الاستثمار المتداولة بطريقة فعالة من حيث التكلفة دون الحاجة إلى الاستثمار في الأصول الأساسية مباشرة، على سبيل المثال يمكن لمستثمر أن يستثمر في سلة من الأسهم التي يقوم عليها المؤشر العام لسوق دبي المالي عن طريق شراء صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالمؤشر العام لسوق دبي المالي بدلا من شراء الأسهم الخاصة التي يقوم عليها المؤشر

العام لسوق دبي المالي، وهذه الطريقة هي الأكثر كفاءة للاستثمار في سلة من الأسهم دون شراء الأسهم الحقيقية بشكل فعلي.

3-5-4- تسوية إعادة الشراء (الريبو) (سوق دبي المالي): يعتبر الريبو أو اتفاقية إعادة الشراء، بمثابة أداة مالية يوفر من خلالها الطرف المشتري سيولة نقدية للطرف البائع في مقابل الأوراق المالية التي بحوزة الطرف البائع، والذي يمكنه بعد فترة زمنية محددة إعادة شراء تلك الأوراق المالية المستخدمة كسيولة من المشتري بسعر يحدد سلفاً عند إبرام الصفقة وسوف يقوم سوق دبي المالي بتسهيل تسوية معاملات إعادة الشراء خارج السوق فيما يتعلق بالأوراق المالية المدرجة في سوق دبي المالي.

4- مصادر التمويل في شركة المساهمة داماك العقارية ومكانة الصكوك الإسلامية فيها خلال الفترة 2014-2018

تعتبر شركة داماك العقارية إحدى شركات المساهمة المسجلة بسوق دبي المالي، وتستخدم الصكوك كأداة تمويلية وكمصدر من مصادر تمويل الشركة.

4-1- نشأة شركة داماك العقارية

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

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

4-2- تطور شركة داماك العقارية:

يمكن توضيح كرونولوجيا تطور شركة داماك العقارية خلال الفترة 2000-2015 في الجدول التالي (شركة داماك العقارية دبي ش. م. ع):

جدول رقم (02): تطور شركة داماك العقارية

المرحلة	السنة	الأنشطة
2008/2000	2002	الدخول المبكر إلى سوق العمل على الخارطة بنموذج رأس مال فعال.
	2006	تسليم للمشروع الأول "مارينا تيراس" في دبي.
2012/2009	2008	حركة مبكرة لإدارة الإنكشاف المالي ووضع الدينون.
	2009	إدارة السيولة واستكمال البناء خلال الأزمة.
التركيز على البناء	2011	دخول قطاع الضيافة وتأسيس "داماك ميزون".
	2013	أهم التطورات كانت: • شراكات مع علامات فاخرة (ترامب/ فندي/ باراماونت). • إطلاق "أكويا من داماك". • أول إدراج عقب الأزمة (إصدار 380 مليون دولار أمريكي).
2015/2013	2014	أهم التطورات كانت: • إصدار صكوك لمدة خمس سنوات بقيمة 650 مليون دولار أمريكي بمعدل ربحي 4.97% سنويًا. • تسليم أول مشروع "داماك ريزيدنسز". • إطلاق المشروع التطويري "أكويا أكسجين" بعد الاستحواذ على 55 مليون قدم مربعة. • إطلاق أول مشروع في المنطقة يحصل على شهادة رسمية بالإنجاز ببادئ الشريعة.
	2015	أهم التطورات كانت: • إدراج أولي في البورصة المحلية -سوق دبي المالي-. • تسليم أول مشروع في الدوحة، قطر. • إطلاق مشروع "أيكون ناين أُلز" في لندن. • تسليم أول دفعة في "أكويا من داماك"، المشروع الرئيسي الأول للشركة.

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على: التقرير المالي سنة 2015 لشركة داماك العقارية دبي ش. م. ع، الرابط الإلكتروني: <https://www.damacproperties.com.cn/sites/default/files/documents/financialstatements/damacpropertiesdubaicopjscanualreport2015arabic.pdf>. الإطلاع: 2019/07/30، 13:10، ص 14،

3-4- تطور المركز المالي لشركة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018:

سنتطرق في هذه الجزئية إلى تطور المركز المالي لشركة المساهمة داماك العقارية المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018.

2018

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

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير المالية لشركة المساهمة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018.

يمثل الجدول رقم (03) تطور المركز المالي لشركة المساهمة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018 والمبالغ بالألف درهم إماراتي، ومن خلاله يتضح أن شركة المساهمة داماك العقارية تعتمد في تمويل احتياجاتها على صنفين متميزين وهما: حقوق الملكية والمطلوبات، وتختلف هذه الأصناف بحسب تاريخ استحقاقها ودرجة اعتماد الشركة عليها في تمويل نشاطاتها، ويمكن توضيح تطور مصادر تمويل شركة المساهمة داماك العقارية حسب هذه الأصناف خلال الفترة 2014-2018 من خلال الجدول والشكل التالي:

الشكل رقم (01): تطور مصادر تمويل شركة المساهمة داماك العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2014-2018		الجدول رقم (04): تطور مصادر تمويل شركة داماك العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2014-2018																			
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>السنة</th> <th>2018</th> <th>2017</th> <th>2016</th> <th>2015</th> <th>2014</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>حقوق الملكية</td> <td>14109731</td> <td>13865337</td> <td>12618063</td> <td>9830913</td> <td>5268410</td> </tr> <tr> <td>المطلوبات</td> <td>11066531</td> <td>11478159</td> <td>12007722</td> <td>13616584</td> <td>13557786</td> </tr> </tbody> </table>		السنة	2018	2017	2016	2015	2014	حقوق الملكية	14109731	13865337	12618063	9830913	5268410	المطلوبات	11066531	11478159	12007722	13616584	13557786
السنة	2018	2017	2016	2015	2014																
حقوق الملكية	14109731	13865337	12618063	9830913	5268410																
المطلوبات	11066531	11478159	12007722	13616584	13557786																
المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (04)		المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (03)																			

من خلال الجدول رقم (04) والشكل رقم (01)، اللذان يبينان تطور مصادر تمويل شركة المساهمة داماك العقارية حسب الأصناف الرئيسية لهيكل تمويلها خلال الفترة 2014-2018، والمبالغ ب ألف درهم إماراتي ينضح ما يلي:

* اعتمدت شركة المساهمة داماك العقارية في تمويلها بشكل كبير على حقوق الملكية، ماعدا السنة الأولى للفترة محل الدراسة، فقد شكلت نسبة مساهمة متدنية لم تتعد 27.98 % من إجمالي مصادر التمويل خلال سنة 2014، وهو ما يعادل قيمة 5268410 ألف درهم إماراتي، لتشهد بعد ذلك نموا لا بأس به سنة 2015 بنسبة 41.93 %، لترتفع قيمتها إلى ما يعادل 9830913 ألف درهم إماراتي، ويرجع السبب إلى الزيادة في رأسمالها بنسبة 25.8 % أي ما يعادل 6050000 ألف درهم إماراتي، وهذا بعد أن

أصدرت الشركة خلال هذه السنة منحة أسهم، ارتفع إجمالي الأسهم المصدرة والمكتتبة والمدفوعة قيمتها بالكامل للشركة إلى 6.05 مليار سهم، كما شهدت هذه السنة أيضا زيادة كبيرة في الأرباح المستبقاة بـ : 34.8 % وهو ما يعادل 8160080 ألف درهم إماراتي، ليتضاعف مبلغ حقوق الملكية في السنوات الموالية ويصل سنة 2018 إلى ما يعادل 1410973 ألف درهم إماراتي أي بنسبة 56.04 %، مع تراجع طفيف للأرباح المسبقة خلال هذه السنوات.

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

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

4-4- تطور صكوك شركة داماك العقارية

سنترك في هذه الجزئية إلى تطور الصكوك الإسلامية في تمويل شركة المساهمة داماك العقارية المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018.

الشكل رقم (02): تطور صكوك شركة داماك العقارية خلال الفترة 2018-2014		الجدول رقم (05): تطور صكوك شركة داماك العقارية خلال الفترة 2018-2014																																												
		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">السنة</th> <th colspan="2">2018</th> <th colspan="2">2017</th> <th colspan="2">2016</th> <th colspan="2">2015</th> <th colspan="2">2014</th> </tr> <tr> <th>النسبة</th> <th>القيمة</th> <th>النسبة</th> <th>القيمة</th> <th>النسبة</th> <th>القيمة</th> <th>النسبة</th> <th>القيمة</th> <th>النسبة</th> <th>القيمة</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>الصكوك</td> <td>17%</td> <td>4280434</td> <td>15.54%</td> <td>3937529</td> <td>10.77%</td> <td>2653598</td> <td>11.68%</td> <td>2739716</td> <td>12.57%</td> <td>2367946</td> </tr> <tr> <td>إجمالي حقوق الملكية</td> <td>100%</td> <td>25176262</td> <td>100%</td> <td>25343496</td> <td>100%</td> <td>24625782</td> <td>100%</td> <td>23447497</td> <td>100%</td> <td>18826196</td> </tr> </tbody> </table>		السنة	2018		2017		2016		2015		2014		النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	الصكوك	17%	4280434	15.54%	3937529	10.77%	2653598	11.68%	2739716	12.57%	2367946	إجمالي حقوق الملكية	100%	25176262	100%	25343496	100%	24625782	100%	23447497	100%	18826196
السنة	2018		2017		2016		2015		2014																																					
	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة																																				
الصكوك	17%	4280434	15.54%	3937529	10.77%	2653598	11.68%	2739716	12.57%	2367946																																				
إجمالي حقوق الملكية	100%	25176262	100%	25343496	100%	24625782	100%	23447497	100%	18826196																																				
المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (05)		المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (03)																																												

يتضح لنا من خلال الجدول رقم (05) والشكل رقم (02) اللذان يمثلان نسبة تطور الصكوك في شركة داماك العقارية خلال الفترة 2018-2014، أن سنة 2014 شهدت نسبة مساهمة للصكوك في تمويل شركة داماك العقارية 12.57 % أي ما يعادل 2367946 ألف درهم إماراتي، من إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات لتعرف بعد ذلك تراجعاً لتصل إلى أدنى نسبة لها سنة 2016 بنسبة 10.77 % أي ما يعادل 2653598 ألف درهم إماراتي، لترتفع نسبة الصكوك في السنتين الموالتين لتصل إلى أعلى نسبة لها سنة 2018 بنسبة 17 % ما يعادل 4280434 ألف درهم إماراتي.

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

كما أصدرت شركة داماك العقارية في 21 سبتمبر 2015 شهادات صكوك ثقة بمبلغ 100 مليون دولار أمريكي تستحق في 2017 الجهة المصدرة لتلك الشهادات هي شركة ألفا ستار القابضة 2 المحدودة مع داماك للتنمية العقارية المحدودة بصفة ضامن ووصي تم اكتتاب الشهادات بالكامل من قبل إحدى المؤسسات المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة وتحمل فائدة ثلاثة أشهر لبيور زائد 3.25 % سنوياً.

وفي سنة 2016 استردت المجموعة شهادات صكوك تبلغ قيمتها 25 مليون دولار أمريكي (96 مليون درهم) وسوف يتم استحقاق القيمة المتبقية التي تبلغ قيمتها 75 مليون دولار في مارس 2017 وفي 20 أبريل 2017 أعادت المجموعة شهادات صكوك بقيمة 197.7 مليون دولار أمريكي (767 مليون درهم) بأعلى من سعرها، وأصدرت أيضا في 30 مارس 2017 شهادات صكوك ثقة تبلغ 125 مليون دولار أمريكي (459 مليون درهم) تستحق في 2018 شركة ألفا ستار القابضة 4 المحددة هي الجهة المصدرة لتلك الشهادات والوصي عليها بموجب إقرار بالوصاية، بينما شركة داماك للتنمية العقارية المحدودة هي الجهة الضامنة، قامت إحدى المؤسسات المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة بالاكنتاب بالشهادات بالكامل تم إعداد الشهادات على أساس اتفاقية يبرم بموجبها وكيل الخدمات لصالح جهة الإصدار ونيابة عنها عقود إجازة ومرابحة مع شركة داماك للتنمية العقارية المحدودة، ويحصل حاملوا الشهادات على عائد بمعدل ثلاثة أشهر لبيور زائد 3.25%.

واستردت المجموعة في 21 مارس 2017 شهادات صكوك عند الاستحقاق بقيمة 75 مليون درهم إماراتي (276 مليون درهم)، تم قامت المجموعة في 20 أبريل 2017 بإصدار شهادات صكوك ثقة بمبلغ 500 مليون درهم إماراتي (1.838 مليون درهم) تستحق في 2022، شركة ألفا ستار القابضة 3 المحدودة هي الجهة المصدرة لتلك الشهادات والوصي عليها بموجب إقرار بالوصاية، بينما شركة داماك للتنمية العقارية المحدودة هي الجهة الضامنة، وهذه الشهادات مدرجة في بورصة أيرلندا للأوراق المالية وناسداك دبي، ويحصل حاملي الشهادات على عائد بمعدل 6.25% سنويا، كما أصدرت المجموعة في 18 أبريل 2018 شهادات صكوك ثقة بمبلغ 1.470 مليون درهم (400 مليون دولار أمريكي) تستحق في 2023، وشركة ألفا ستار القابضة 7 المحدودة هي الجهة المصدرة لتلك الشهادات والوصي عليها بموجب إقرار بالوصاية، بينما شركة داماك للتنمية العقارية المحدودة هي الجهة الضامنة للشهادات. إن هذه الشهادات مدرجة في بورصة أيرلندا للأوراق المالية وناسداك دبي، ويدفع لحاملي تلك الشهادات عائدات بمعدل 6.625%.

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

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

الخاتمة:

نتائج الدراسة: من خلال تحليل تطور استخدام الصكوك كمصدر من مصادر التمويل، نخلص لأن شركة داماك العقارية المدرجة في سوق دبي المالي لا تعتمد على الصكوك بنسب كافية وبشكل تام في تمويلها، حيث عرفت نسب الصكوك كمصدر من مصادر التمويل تحسنا في نمو هذه النسب والمحصورة ما بين 12% و 17%، وهذا بسبب التطورات الحاصلة في مختلف أعمالها وأدواتها منذ نشأتها،

حيث اتسمت الشركة محل الدراسة بتنوع استخداماتها للصكوك، وفقا للمعايير التالية:

- من ناحية الآجال: اختلفت آجال الصكوك في الشركة محل الدراسة والمدرجة في سوق دبي المالي، حيث اعتمدت على الصكوك كمصدر تمويل طويل الأجل، والصكوك كمصدر متوسط الأجل بشكل خاص، بالإضافة إلى الصكوك كمصدر قصير الأجل.
- أما من ناحية الصيغ: لم يكن هناك تركيز على صيغة واحدة معينة فقد لاحظنا تنوع صيغ الصكوك في شركة، حيث استخدمت صيغتي الإجارة والمرابحة،
- وبالنسبة لعملة الإصدار الخاصة بهذه الصكوك، فالملاحظ أن جميع إصداراتها بالدولار الأمريكي.

إذا يمكن القول أن الشركة خلال فترة الدراسة 2014-2018، لم تعتمد بشكل كبير على الصكوك كمصدر من مصادر التمويل وهذا لان الصكوك تعتبر أداة مالية تمويلية جديدة في الأسواق المالية، ولم تحظ بعد بالقبول العام.

التوصيات:

1- ضرورة إيجاد بنية تشريعية منظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، نظرا لما توفره من حماية وضبط المعاملات واستقرار لها.

- 2- العمل مع مجامع الفقه والهيئات المالية الإسلامية لإيجاد الطرق الشرعية والوسائل الكفيلة لتطوير إصدار وتداول الصكوك.
- 3- القيام بعمليات ترويجية للصكوك الإسلامية من أجل التعريف بها في أوساط المستثمرين باعتبارها أدوات مالية إسلامية حديثة ومختلفة عن باقي الأدوات المالية الأخرى، بهدف زيادة استقطاب وحشد رؤوس الأموال.
- 4- ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وندوات علمية دولية، لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق الصكوك الإسلامية.

قائمة المراجع:

1. أنور مصباح سويره. (2004). شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي. بيروت، لبنان: مؤسسة الرسالة ناشرون.
2. جعفر سحاسورياني صفر الدين. (2006-2007). سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته (رسالة ماجستير). 95. كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، الأردن: جامعة اليرموك.
3. جمال لعمارة، و حدة رايس. (21-22 نوفمبر 2006). تحديات السوق المالي الإسلامي. الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية (الصفحات 11-12). بسكرة: جامعة محمد خيضر بسكرة.
4. زاهرة علي محمد بني عامر. (2009). التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية. عمان، الأردن: عماد الدين للنشر والتوزيع.
5. سليمان ناصر. (25-28 ماي 2003). السوق المالية الإسلامية، كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟ الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية (صفحة 16). سطيف: جامعة سطيف.
6. سليمان ناصر. (2002). تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية - دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية. غرداية، الجزائر: جمعية التراث.
7. سوق دبي المالي. (بلا تاريخ). أدوات الإقتراض. تاريخ الاسترداد 30 جويلية، 2019، من سوق دبي المالي: <https://www.dfm.ae/ar/products/sukuk>
8. سوق دبي المالي. (بلا تاريخ). أدوات الملكية. تاريخ الاسترداد 30 جويلية، 2019، من سوق دبي المالي: <https://www.dfm.ae/ar/products/equities>

9. سوق دبي المالي. (بلا تاريخ). تسوية إعادة الشراء (الريبو). تاريخ الاسترداد 30 جويلية، 2019، من سوق دبي المالي: [https:// www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm](https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm)
10. سوق دبي المالي. (بلا تاريخ). صناديق المؤشرات المتداولة. تاريخ الاسترداد 30 جويلية، 2019، من سوق دبي المالي: <https:// www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>
11. سوق دبي المالي. (بلا تاريخ). نبذة عن سوق دبي المالي. تاريخ الاسترداد 30 جويلية، 2019، من سوق دبي المالي: <https:// www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>
12. شركة داماك العقارية دبي ش. م. ع. (بلا تاريخ). التقرير المالي سنة 2015 لشركة داماك العقارية دبي ش. م. ع. تاريخ الاسترداد 30 جويلية، 2019، من <https://www.damacproperties.com.cn/sites/default/files/documents/financial-statements/damacpropertiesdubaicopjscanualreport2015arabic.pdf>
13. شعبان محمد إسلام البرواري. (2002). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي. دمشق، سوريا: دار الفكر.
14. فتح الرحمن علي محمد صالح. (ب ت). أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية. مجلة المصرفي (26)، صفحة 3.
15. كمال توفيق خطاب. (31 ماي - 3 جوان 2009). الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة. مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول (الصفحات 22-23). دبي: دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري.
16. محمد عثمان شبير. (2001). عمان، الأردن: دار النفائس.
17. منشورات وحدة البرامج الشرعية التربوية. (ب ت). برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية والتجارية. دبي.
18. هند مهداوي، فاطمة صباح، و آخرون. (23 - 24 فيفري 2011). السوق المالية الإسلامية. الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي - الواقع... ورهانات المستقبل (صفحة 3). غرداية: المركز الجامعي بغرداية.
19. وليد خالد الشايجي، و عبد الله يوسف الحجي. (15-17 ماي 2005). صكوك الاستثمار. المؤتمر السنوي الرابع عشر: "المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وأفاق المستقبل" (صفحة 909). المؤتمر السنوي الرابع عشر: "المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وأفاق المستقبل": كلية الشريعة والقانون وغرفة تجارة وصناعة دبي.
20. وهبة الزحيلي. (2002). المعاملات المالية المعاصرة. دمشق، سوريا: دار الفكر.