

تجربة إدماج الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي وآليات استفادة بورصة الجزائر منها

The experience of integrating Islamic Sukuk into the Dubai Financial Market and the mechanisms for the Algerian Stock Exchange to benefit from them

عبد الناصر براني¹ موسى كاسحي² شعيب يونس³1 جامعة الامير عبد القادر قسنطينة nacer_b23@yahoo.fr2 جامعة الامير عبد القادر قسنطينة mkassehi@yahoo.fr3 جامعة الامير عبد القادر قسنطينة y.chouaib@hotmail.com

تاريخ التسليم: 19-12-2021 تاريخ المراجعة: 29-12-2021 تاريخ القبول: 31-03-2022

Abstract

This study aims to search for the basic requirements for the settlement of Islamic sukuk in the Algerian Stock Exchange, by explaining the ways and mechanisms of integrating this product into the financial market, and the accompanying systemic changes and policies that would have a positive impact on the work and activity of the stock exchange, as well as ensuring its success in achieving the objectives and expected gains on the national economy when this option is adopted. This is in light of the most important successful international experiences, such as that of the Dubai Financial Market, which occupies the forefront in terms of listing Islamic sukuk among the major global financial centers.

The study concluded that the Algerian Stock Exchange can benefit from the experience of the Dubai Financial Market to integrate and develop sukuks, whether in terms of issuance or trading, by providing an integrated environment to ensure their effectiveness.

As well as the development of laws and supervisory and regulatory bodies for the issuance and circulation of these sukuk, in addition to providing government support through various incentives, whether at the tax level or fees and commissions related to capital formation and in-kind assets and the benefits associated with them, which will qualify them to attract many local and international investors wishing to invest in this financial product.

Key words: Islamic Sukuk, Financial markets, Dubai

Financial Market, Algerian Stock Exchange

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن المتطلبات الأساسية لتوطين الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر، وذلك من خلال بيان سبل وآليات إدماج هذا المنتج في السوق المالي، وما يرافقها من تحولات نظامية وسياسات من شأنها إحداث أثر إيجابي على عمل البورصة ونشاطها، وكذا ضمان نجاحها لتحقيق الأهداف والمكاسب المتوقعة على الاقتصاد الوطني عند تبني هذا الخيار، وذلك في ضوء أهم التجارب الدولية الناجحة كتجربة سوق دبي المالي، والذي يحتل الصدارة من حيث إدراج الصكوك الإسلامية من بين المراكز المالية العالمية الكبرى. هذا وقد خلصت الدراسة إلى أنه يمكن لبورصة الجزائر الاستفادة من تجربة سوق دبي المالي لإدماج الصكوك وتطويرها سواء من حيث الإصدار أو التداول، وذلك من خلال توفير بيئة متكاملة لضمان فاعليتها، وكذا استحداث قوانين وهيئات رقابية وتنظيمية لإصدار وتداول هذه الصكوك، إضافة إلى توفير الدعم الحكومي من خلال مختلف الحوافز التشجيعية سواء على المستوى الضريبي أو الرسوم والعمولات المرتبطة بالتكوين الرأسمالي والأصول العينية والمنافع المرتبطة بها، ما سيؤهلها لاستقطاب العديد من المستثمرين محليا ودوليا الراغبين في الاستثمار في هذا المنتج المالي.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، الأسواق المالية، سوق

دبي المالي، بورصة الجزائر

عبد الناصر براني nacer_b23@yahoo.fr

1-مقدمة:

تعتبر الصكوك الإسلامية أداة ذات أهمية، حيث نجد لها آثار إيجابية على أداء مختلف الأنشطة الاقتصادية، وذلك من خلال ما تتيحه من موارد مالية لتغطية حاجات تمويل الاستثمار، بالشكل الذي يجعل هذه الأوراق المالية أكثر جاذبية للمستثمرين في الحصول على التمويل اللازم مقارنة بالأسهم والسندات، وقد سجلت إصدارات السوق الأولية للصكوك أرقاما متزايدة خلال السنوات الأخيرة، مما يجعلها المحرك الرئيسي للنمو في الصناعة المالية الإسلامية.

ويحتل سوق دبي المالي مكانة هامة على مستوى أسواق المالي العربية وحتى العالمية، وذلك منذ تأسيسه سنة 2000، نظرا للتطور الكبير الذي شهده سواء من حيث التنظيم أو الفعالية، وبهدف تطوير وتفعيل التمويل بالصكوك الإسلامية، فقد كان لسوق دبي المالي دور كبير، باستحداث قوانين وهيئات رقابية وتنظيمية لإصدار وتداول هذه الصكوك، وقد لاقت هذه العملية تفاعل كبير سواء من الهيئات الحكومية أو الخاصة، والتي سارعت إلى الحصول على تمويل لمشاريعها التنموية عن طريق الصكوك الإسلامية، مما يجعل هذه التجربة نموذج يمكن الاستفادة منه لإدماج هذه الصكوك في بورصة الجزائر، وذلك بتوفير الشروط والبيئة الملائمة لإنشاء وتطوير سوق الصكوك في الجزائر.

انطلاقا مما سبق يمكن طرح الاشكالية التالية : ما مدى نجاح سوق دبي المالي في إدماج الصكوك الإسلامية و تفعيل دورها لتمويل التنمية ؟ وكيفية يمكن الاستفادة بورصة الجزائر من ذلك ؟

أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة الى الوقوف على مرتكزات نجاح التجربة العملية لسوق دبي المالي في ادماج الصكوك الاسلامية وتطويرها، سواء من حيث الإصدار أو التداول من خلال توفير بيئة قانونية وتنظيمية متكاملة تضمن تفعيل دورها في تمويل البرامج التنموية، وسبل الاستفادة منها من خلال تكييف بورصة الجزائر وتأهيلها لتوطين هذا النوع الخاص من المنتجات التمويلية في اطار سلسلة الاصلاحات المالية والاقتصادية التي عرفت لها للانفتاح على المالية الاسلامية .

منهجية البحث:

اعتمد البحث على المزاوجة بين المنهجين الوصفي و التحليلي وذلك لتوافق خصائص هاذين المنهجين مع طبيعة الموضوع، من خلال العرض الدقيق للمتغيرات البحث وتتبع محاور الموضوع في مختلف المصادر والمراجع وتنسيقها وترتيبها وفق ما تقتضيه اهداف البحث وتحليلها لاستنباط النتائج ومن ثم تقديم المقترحات المناسبة للبحث.

2- الإطار النظري للصكوك الإسلامية ومكانتها في الأسواق المالية العالمية

1-2 ماهية الصكوك الإسلامية:

تم تعريف الصكوك الإسلامية من قبل هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها عبارة عن "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله" (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2010، صفحة 238).

مما سبق يمكن القول بأن الصكوك شهادة لإثبات حق ملكية متساوية القيمة في أصل محدد، على عكس السندات التي تعتبر ديوناً تلتزم بها الجهة المصدرة لها اتجاه حاملها مقابل دفع فوائد مالية سنوية في أغلب الأحيان وعليه فعوائد الصكوك ناتجة عن علاقة مشاركة وملكية، في حين أن فوائد السندات ناتجة عن علاقة مديانة ترتبط بالزمن أو ما يعرف بالكسب عن طريق الانتظار .

2-2 مميزات الصكوك الإسلامية:

تختص الصكوك الإسلامية بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها من أدوات التمويل المتداولة في السوق المالية ، كما لها ميزات تشترك فيها مع باقي الأدوات المالية الأخرى الموجهة لغرض التمويل الاستثماري والنشاط الاقتصادي و من أهم هذه الخصائص ما يلي:

- يمثل الصك نسبة شائعة في ملكية أعيان أو منفعة أو خدمة، يتم إصداره بقيمة متساوية لإثبات حق مالكه فيما يمثله الصك من حقوق والتزامات مالية.
- تشترك الصكوك في استحقاق الربح بنسبة محددة و تحمل الخسارة وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقاً من قيمته الاسمية أو على مبلغ مقطوع (عيد، الصكوك الإسلامية، 2013، صفحة 8).
- يلزم حامل الصك صاحبه بتحمل نتائج العملية الاستثمارية كاملة، وفقاً لقاعدة المشاركة السابقة، ويجوز شرعاً ضمان جهة ثالثة تتمتع بالاستقلالية المالية عن حامل الصك والجهة المتعاقدة معها، كما يشترط في الطرف الثالث أن يكون منفصلاً في شخصيته (الشايحي، و الحجي، 15-17 ماي 2005،، صفحة 938)
- يصدر الصك على أساس عقد شرعي، و يأخذ أحكامه، كما يلتزم بالضوابط الشرعية عند التداول (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2010، صفحة 240). ، على أن يكون موضوع الاكتتاب نشاطاً استثمارياً ضمن دائرة الحلال .
- يتحمل حامل الصك كافة الأعباء المترتبة على ملكية الموجودات، والتي تشمل مصاريف النشاط الاستثماري على اختلاف أنواعها وحسب القيمة الفعلية لها. (عيد، الصكوك الإسلامية، 2013، صفحة 08)
- يمنح القانون لحاملي الصكوك الحق في تشكيل هيئة ذات استقلال معنوي، وذلك لغرض التمثيل مع الجهات التي لها علاقة بموضوع الاستثمار (الشايحي، و الحجي، 15-17 ماي 2005،، صفحة 938)

3-2 أنواع الصكوك الإسلامية المستخدمة في الأسواق المالية:

تتنوع الصكوك الإسلامية تبعا لصيغ التمويل التي تصدر على أساسها، إلا أنه في الواقع العملي هناك أنواع محددة تصدر وتتداول في مختلف الأسواق المالية العالمية، وهي كما يلي:

- **صكوك الوكالة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد وكالة بإدارة مشروع معين، حيث "يقوم حامل صك الوكالة من خلال الشركة ذات الغرض الخاص بتوكيل مصدر الصك لإدارة رأس المال المستثمر بحسب الأنشطة المتفق عليها في اتفاق مبرم بين الطرفين يحقق الحد الأدنى من الربح المنصوص عليه في الاتفاق وما يربو عن ذلك من أرباح فإنه قد يؤول إلى مصدر الصك باعتباره مكافأة على حسن إدارته للاستثمار. ويضمن مصدر الصك رأس المال باعتباره وكيلا فيه كما يضمن الحد المنصوص عليه من الأرباح في اتفاق الوكالة بين الطرفين" (بيت التمويل الكويتي ، 2021)
- **صكوك المربحة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها وفق عقد المربحة، والغرض منها هو تمويل عمليات الشراء وفق هذا العقد، والعائد من هذه الصكوك هو حاصل الفرق بين سعر شراء سلعة المربحة وسعر بيعها.
- **صكوك الإجارة:** إن معيار تساوي القيمة هو المعيار الرئيسي الذي يتم على أساسه إصدار الصكوك ، وصكوك الإجارة مثلها مثل صكوك المربحة يتلخص الاختلاف فقط في موضوع الصك ، ففي هذا النوع من الصكوك يتم شراء أصل قابل للتأجير، ثم يتم تأجيره لمصدر الصك إجارة منتهية بالتملك، ويتمثل العائد في هذا النوع من الصكوك في الفرق بين ثمن اقتناء الأصل و ثمن بيعه، ويتحصل عليه حامل الصك دوريا من خلال الأجرة المدفوعة من المصدر.
- **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها على أساس عقد مشاركة، والغرض منها إما تمويل أو إنشاء مشروع أو حتى بعرض التطوير والتوسع، ويتم اقتسام العوائد بحسب ما هو متفق عليه بين الشركاء (مركز ايداع الاوراق المالية الاردن ، 2021)، ويصبح حامل الصك مالك في أصول المشاركة، ويستحق نسبة من الأرباح حسب الاتفاق.
- **صكوك المضاربة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها وفق عقد مضاربة، وتستعمل حصيلتها في تقديم التمويل لنشاط استثماري معين تديره الجهة المستفيد، وذلك "بتعيين مصدر الصك بصفته مضاربا لإدارة رأس المال المستثمر،ويقتسم الطرفان العوائد الناجمة عن الاستثمار بنسبة محددة بحسب ما اتفق عليه في العقد ما بينهما، ولا تضمن صكوك المضاربة رأس المال ولا الربح" (بيت التمويل الكويتي ، 2021)
- **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد سلم، وتستخدم حصيلتها شراء سلعة سلما، حيث تصبح هذه السلعة عند استلامها مملوكة لحملة الصكوك، ويكون العائد هو الربح الناتج عن عملية البيع.
- **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد استصناع، وتستخدم حصيلتها في تصنيع سلعة لتصبح بعدها ملكا لحملة الصكوك، ويكون العائد هو الربح الناتج عن عملية البيع.
- **الصكوك الهجينة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها وفق عقدين أو عدد من العقود الإسلامية مما يوفر إمكانية الحصول على التمويل من مصادر متعددة، ويمكن أن تكون موجوداتها مكونة من توليفة من الأعيان والمنافع والديون، حيث يجب أن تحترم هذه التوليفة الضوابط الشرعية.

3- مكانة الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية العالمية

تعد الصكوك الإسلامية منتجات مالية تتسم بالمصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، وقد عرفت اقبالاً كبيراً في السنوات الأخيرة من ناحية الانتشار والاستخدام في سوق التمويل والصناعة المالية الإسلامي بشكل عام.

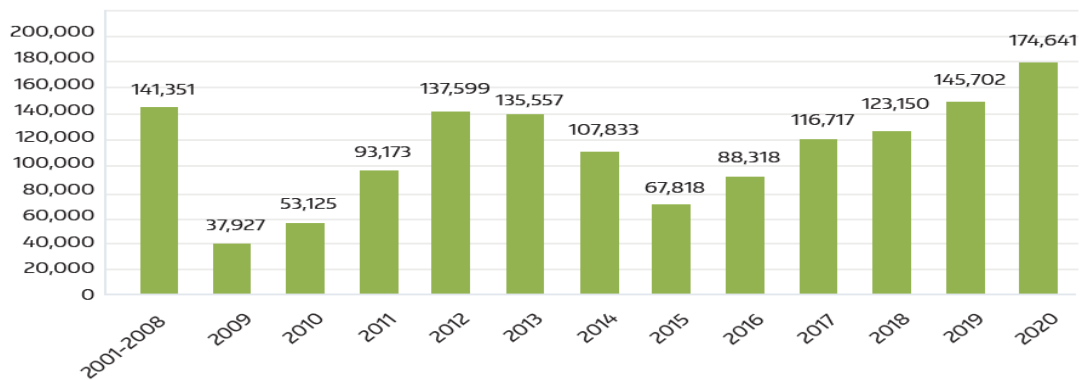
3-1 حركية سوق الصكوك على الصعيد العالمي حتى 2020:

عرفت سوق الصكوك ارتفاعاً متزايداً في معدلاتها في حجم إصداراتها وانتشارها، حيث بلغت حتى نهاية 2020 حوالي 1,42 ترليون دولار (IIFM international islamic financial market, July 2021, p. 29)، حيث في سنة 2000، لم تكن هناك سوى ثلاث إصدارات للصكوك في العالم بقيمة 336 مليون دولار، وبلغت عام 2004 حوالي 64 إصداراً بقيمة 7 مليار دولار تقريباً (Wilson, 2006, p. 5)، ليصل إلى أكثر من 50 مليار دولار في نهاية عام 2007 (IIFM, November 2014, p. 4) ثم حوالي 136 مليار دولار عام 2013، ثم نما سوق الصكوك بشكل كبير في السنوات الأخيرة ليصل حجم الإصدار إلى أكثر من 174,6 مليار دولار نهاية عام 2020 (انظر الشكل رقم 01).

ورغم أن الصكوك تصدر في جهات مختلفة من العالم إلا أن أغلب النسب وأغلاها من الإصدارات كانت في قارة آسيا والشرق الأقصى، حيث حازت بين عامي 2017-2019 على 69,3% من إصدارات الصكوك المحلية بقيمة 191,5 مليار دولار، أما بالنسبة للصكوك الدولية فقد سيطرت عليه دول الخليج بنسبة 58,1% أي ما يعادل 63,3 مليار دولار خلال نفس الفترة (Islamic Finance and Wealth Management Report, P26-27., 2021). وتشير البيانات أعلاه إلى ازدياد معدلات النمو سنوياً للتمويل بالصكوك الإسلامية، ويرجع ذلك إلى عاملين أساسيين هما: (IIFM, July 2021)

- تنوع أكثر في قاعدة المستثمرين مقارنة بالسنوات الأولى من إصدار الصكوك عندما كان المستثمرون مقتصرين على المؤسسات المالية.
- إصدار الصكوك بمعدلات ربح ثابتة أعطى المزيد من فرص التداول وساعد في تطوير سوق الصكوك الثانوية.
- توفير العديد البنوك المركزية سبلاً للبنوك الإسلامية والمستثمرين الآخرين لاستثمار فائض السيولة لديهم في برامج الصكوك الحكومية المصممة لتوفير فرص متكافئة للمؤسسات المالية الإسلامية.

الشكل رقم 01: إجمالي إصدارات الصكوك جانفي 2001 - ديسمبر 2020 (مليار دولار)



المصدر: Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 10th edition, July 2021, p29.

2-3 الدول الرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية عالميا :

عرف الانتشار الجغرافي لإصدار صكوك التمويل الإسلامي انتشارا واسعا ، ولم تعد الدول الإسلامية الوحيدة التي تعرف هذا النمط من التمويل ، بل عرف توطينه والانفتاح عليه في كل القارات، من ماليزيا وإندونيسيا و اليابان، مروراً بدول الخليج والسودان وغامبيا، إلى ألمانيا وفرنسا وانجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، وغيرها من الدول التي تحاول إلى حد الآن الالتحاق بركب صناعة الصكوك، غير أن ماليزيا بقيت متريعة على سوق الصكوك باستحواذها على معظم الإصدارات، وبالتالي يمكن اعتبارها أكبر دولة مصدرة للصكوك في العالم، بينما تحتل الإمارات العربية المتحدة المرتبة الرابعة بإجمالي إصدارات بلغ 98,39 مليار دولار (انظر الجدول رقم 01)، إلا أن هذه الأخيرة وخلال سنة 2020 احتلت المرتبة الثالثة بعد ماليزيا والسعودية بإجمالي إصدار لهذه السنة بلغ 3,5 مليار دولار (P Global Ratings, &S spglobal.com/ratings، 2021، صفحة 15)، مما يدل على المجهودات التي تبذلها الإمارات لتطوير هذه الصناعة.

الجدول رقم 01: أكبر خمس دول مصدرة للصكوك في العالم (2001-2020)

ترتيب البلد	بلد الإصدار	قيمة الإصدارات (مليار دولار)
1	ماليزيا	800
2	المملكة العربية السعودية	174,60
3	اندونيسيا	124,90
4	الإمارات العربية المتحدة	98,39
5	تركيا	66,90

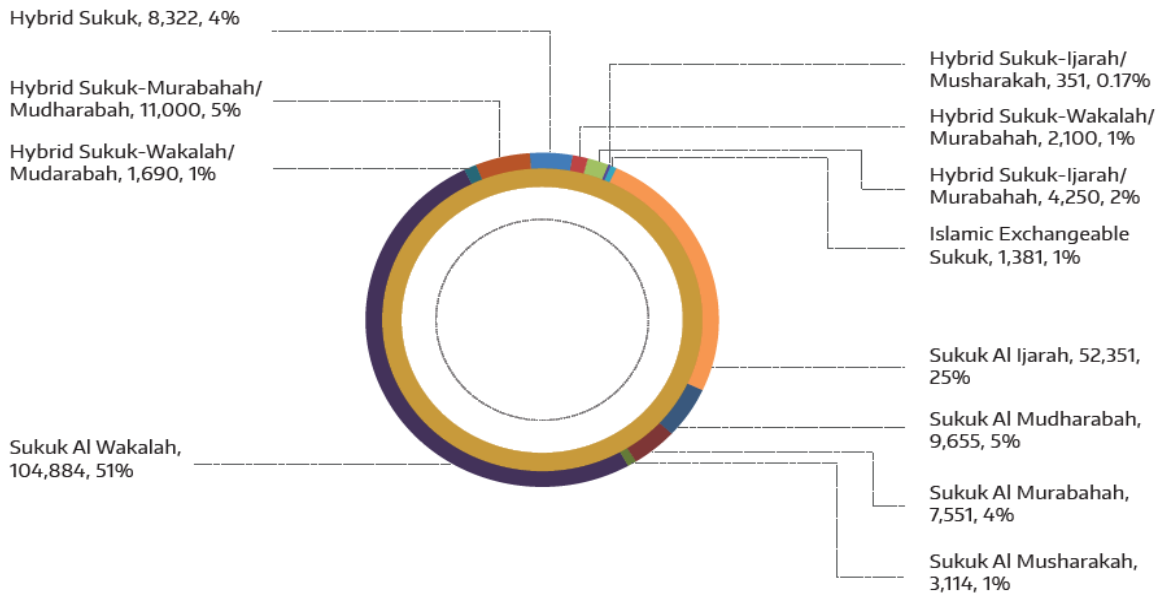
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 10th edition, July 2021, p23.

3-3 وتيرة تسارع الصكوك عالميا:

عرف سوق الصكوك الإسلامية زيادة متسارعة وتطورا معتبرا سواء من جانب الكم أو من جهة نوعيتها ، وهي لا تمثل إلا أحد أنواعها الرئيسية المتمثلة في الإجارة والمرابحة والسلم والمضاربة والمشاركة والاستصناع والوكالة بالاستثمار، بالإضافة إلى أنواع أخرى يجري إصدارها في بعض الدول بعينها، ويمكن أن نلاحظ أن الصكوك الإسلامية التي تتزايد بوتيرة متسارعة في العالم كصكوك الوكالة وتليها صكوك الإجارة، مثلما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم 02: إجمالي الصكوك الدولية المصدرة حسب صيغ التمويل الإسلامية

الفترة جانفي 2010-ديسمبر 2018



المصدر: Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 10th edition, July 2021, p63.

4- التعريف بسوق دبي المالي والمعايير الشرعية المعتمدة فيه:

4-1 ملحة عامة عن سوق دبي المالي: (الموقع الرسمي للسوق، 2021)

ينشط السوق المالي لدبي كسوق ثانوي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ، بالإضافة الى السندات الحكومية ، أو أي من هيئة أو المؤسسة ذات طابع عمومي أو إصدارات الصناديق الاستثمارية ذات الطابع المحلي المحلية، أو أي أوراق مالية أخرى حتى الاجنبية منها شريطة أن تتمتع بالقبول في السوق الاولى ، ويمارس على سوق دبي المالي رقابة قانونية من السلطة المخولة لها قانونا وتحديد معايير يجب الالتزام بها .

يعود تاريخ تأسيس سوق دبي المالي لعام 2000، وذلك بموجب قرار حكومي رقم 14 ، نص القرار على استقلالية الشخصية الاعتبارية ، وكانت البداية الفعلية لمزاولة السوق نشاطها في 26 /3/ 2000 .

وبتاريخ 2005/12/27 تم فتح رأسمال سوق دبي ليتحول الى شركة مساهمة عامة برأسمال يقارب ثمانية مليار درهم تم تقسيمها الى ثمانية مليار سهم ، وعلى اثر ذلك قامت هذه الهيئة بطرح 20% من رأس مال سوق دبي المالي ، حيث عرف حينها اقبال كبير على الاكتتاب تعدى كل التوقعات ، وبلغ اجمالي المبلغ المكتتب حوالي 201 مليار درهم ، وبتاريخ 2007 /3/ 7 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM).

وفق سوق دبي المالي عام 2010 من انجاز تكامل العمليات مع ناسداك دبي، بهدف خلق نشاط وحركية في أسواق رأس المال في المنطقة. هذه العملية كان لها دور كبير في وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد ، مما يتيح لهم التداول بسلاسة عبر البورصتين. وبالرغم من ذلك تحافظ

البورصتان على العمل تحت اشراف تنظيمين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية.

4-2 الإطار التنظيمي لسوق دبي المالي:

- إدارة السوق:

يدير السوق مجلس إدارة يتكون من ستة أعضاء من بينهم رئيس مجلس الإدارة ونائب له وأربعة أعضاء آخرين. ويتولى إدارة عمليات السوق وأنشطته اليومية مدير تنفيذي معين من قبل مجلس الإدارة (الموقع الرسمي للسوق، 2021).

- أهداف السوق:

يسعى سوق دبي المالي لتحقيق جملة من الأهداف أهمها: (بورصة الاسهم السعودية، 2021)

- تحقيق أهداف الاقتصاد الوطني من خلال انشاء سوق استثمارات للأوراق المالية .
- توفير الحماية للمستثمرين من التصرفات غير القانونية وغير المتكافئة .
- توفير السيولة بمعدلات مرتفعة وذلك من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وفق مبدأ حرية السوق وشفافيته.
- السعي لجعل السوق تعمل بكفاءة عن طريق تنظيم عمليات البيع والشراء وما يرافقها من انتقال الملكية .
- السعي الى الاحترافية في ادارة السوق بالاعتماد على إرساء مبادئ الكفاءة والانضباط المهني ، وهذا ما يؤدي الى تحقيق الفاعلية في عمل السوق .
- كما يهدف السوق الى توفير المعلومة الاحصائية عن طريق تجميع البيانات والإحصائيات الخاصة بتداول الاوراق المالية ، بالإضافة الى مهمة إعداد التقارير الدورية الخاصة بنشاط السوق .

- الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي:

لسوق دبي المالي، باعتباره شركة مساهمة عامة مدرجة، مجلس إدارة ولجان منبثقة عن هذا المجلس وهو ما يساهم في زيادة الشفافية والكفاءة في كافة أعمال السوق من حيث الامتثال للشريعة والرقابة الداخلية والتدقيق. يشتمل سوق دبي المالي على ستة قطاعات رئيسية تركز على تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة: قطاع التسويق، وقطاع الخدمات المالية وقطاع إدارة الأفراد والقدرات، قطاع تطوير الأعمال وقطاع العمليات، وقطاع المالية (انظر الشكل رقم 03).

الشكل رقم 03: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي



قامت الهيئة الشرعية في سبيل وضع هذا المعيار بمراجعة ودراسة العديد من المعايير المعتمدة في هذا الباب بناءً على دراسات فقهية في القضايا المالية

ويهدف توفير قاعدة بيانات للمستثمرين من كافة أنحاء العالم الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة بالسوق وفق معايير وضوابط الشريعة الإسلامية، فقد أعدت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية للسوق معيار الأسهم لمساعدة المستثمرين على معرفة ماهية الشركات المتوافقة مع الشريعة من خلال قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة، وفيما يلي أهم النقاط الرئيسية التي يتناولها هذا المعيار:

1. حدود المعيار
2. الضوابط الحاكمة لعملية تملك أسهم الشركات المدرجة في السوق.
3. الضوابط الخاصة بالاكتتاب أو عمليات تملك أسهم الشركات ذات طبيعة مختلطة
4. الضوابط الشرعية الخاصة بتداول الأوراق المالية ممثلة في أسهم الشركات
5. محاولة تقويم عمل الشركات التي لا تتوفر فيها السلامة الشرعية بما يتوافق مع الشروط الشرعية المطلوبة
6. استبعاد كل صور العائد الغير جائز.
7. الإصدار والاكتتاب بأسهم الشركات.

4-5 معيار سوق دبي المالي الخاص بالصكوك: (هيئة الفتوى والرقابة ، 2021)

اهتم سوق دبي المالي بضبط وتنظيف عملية تملك وتداول الصكوك، وذلك باستصدار معيار شرعي خاص بها، ولذلك فقد قامت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية للسوق بدراسة معايير الصكوك الموجودة حالياً، حيث يمثل هذا المعيار حوصلة كل المعايير الخاصة بالصكوك المعتمدة وسارية التداول والآراء الفقهية الخاصة بها من قبل هيئات الفتوى الشرعية وتم اعتماد هذا المعيار من خلال مقارنة المحاكات، وفيما يلي أهم النقاط الرئيسية التي يتناولها هذا المعيار:

1. نص المعيار
2. أنواع الصكوك: والتي قسمها إلى صكوك التمويل، صكوك الإجارة، صكوك الاستثمار بالإضافة إلى نوع آخر من الصكوك والذي يعتمد على مبدأ المشاركة ، وفي الأخير صكوك الصناديق الاستثمارية.
3. متطلبات إصدار الصكوك: ويتضمن ترتيبات إصدار الصكوك، نشرة الإصدار، تغطية الاكتتاب، الإدراج والتداول، حماية حقوق مالكي الصكوك.
4. المبادئ العامة لإصدار الصكوك: وتتضمن عدة مبادئ متعلقة بعقد الصك، النشاط، إصدار الصكوك أو تداولها أو استردادها، العائد على الصكوك، حصة إصدار الصكوك، المشروع الذي تصدر الصكوك لتمويله، منشئ الصكوك.
5. الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك: وتتضمن ضوابط متعلقة بالشركة ذات الغرض الخاص، شرط الحافز لمدير الصكوك، ارتباط صكوك الاستثمار بالجوائز.
6. ضمان الصكوك: وتتضمن أحكام عامة، الضمان في صكوك التمويل والإجارة، الوعد بالشراء في المراجعة أو الاستصناع، التعهد بالشراء بباقي الأقساط الثابتة، الضمان في صكوك الاستثمار، الالتزام بالتضيض ورد رأس

المال، التعهد بالإقراض من مدير صكوك الاستثمار، و مدير صكوك التمويل، ضمان مدير الصكوك قدر من الارباح لحملة الصكوك.

7. تفصيل أحكام الصكوك: وتتضمن كل من صكوك الإجارة، صكوك ملكية الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير، صكوك المنافع، صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة، صكوك منافع إجارة الخدمات، صكوك المشاركات بما فيها المضاربة، صكوك المشاركة في الربح، صكوك التمويل.

4-6 معيار سوق دبي المالي حول إدارة مخاطر الاستثمار والتمويل والتحوط منها: (هيئة الفتوى والرقابة، 2021)

نظراً لأهمية التحوط وضرورته في النشاط الاقتصادي، فقد قامت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية للسوق بإصدار معيار خاص به، معتمدة في ذلك على دراسة كل المعايير ذات الصلة بالتحوط، وكذا الفتاوى التي تم إصدارها من الهيئات المختصة، وتم اعداد هذا المعيار ذو الطبيعة الاحترازية ليكون مرجعاً شاملاً لكل المؤسسات المالية الإسلامية لتغطية مخاطرها وحفظ مواردها المالية كل ذلك في إطار احكام الشرع الحنيف.

ويعود تاريخ اصدار هذا المعيار الى سنة 2017، ثم عرف تعديلات في أكتوبر من سنة 2018، وفيما يلي أهم النقاط الرئيسية التي يتناولها هذا المعيار:

1. بيانات تمهيدية: وقد تم التطرق فيها إلى الاهتمام بعملية التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل، وقد فرق بين مفاهيم حماية عنصر رأس المال من خلال إجراءات التحوط وبين مفهوم ضمانه.
2. مجال المعيار: يشمل هذا المعيار تغطية كل المخاطر المتعلقة بالعمليات البنكية والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال ادروات متوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي يستثنى منها إجراءات الضمان المباشر .
3. محددات وتطلبات التحوط: وتتضمن الضوابط الحاكمة لعملية التحوط المشروعة، والأدوات والعقود الملائمة للتحوط من المخاطر، جملة من الشروط والتعهدات للتحوط من المخاطر، تحوطات مباشرة، التأمين التكافلي، سياسات واجراءات التحوط التقليدية وبدائلها الشرعية، التحوط بالموجودات وتطبيقاته.
4. التعريفات: وتضمن توضيح لكل من المخاطر والتحوط، إدارة المخاطر، التحوط، صندوق التحوط، مخاطر العملة أو مخاطر سوق صرف العملة، أنواع المخاطر بحسب محلها.
5. أنواع المخاطر بحسب طبيعتها: حيث تم التطرق إلى المخاطر الائتمانية، مخاطر السوق، مخاطر صيغ العقود، مخاطر التضخم، مخاطر النزوع السيئ، المخاطر التشغيلية، مخاطر التمويل، مخاطر الاستثمار في رؤوس الأموال، المخاطر الائتمانية، المخاطر الاقتصادية، المخاطر القانونية.

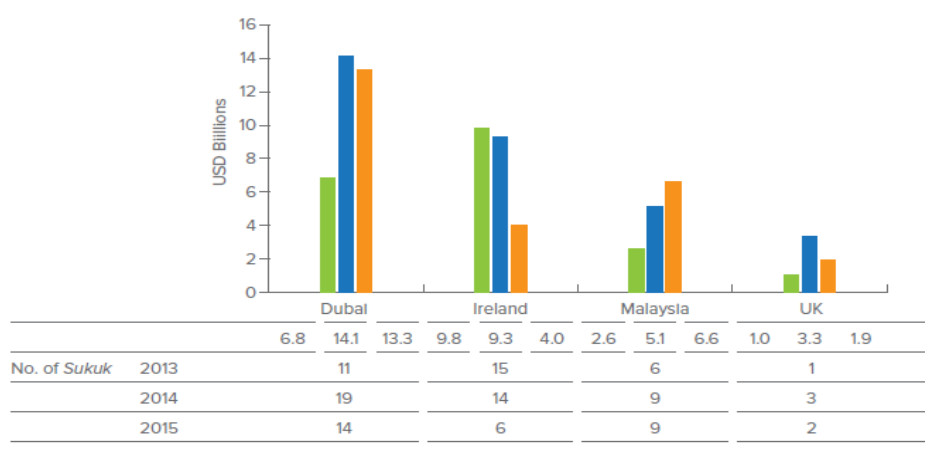
5- مكانة السوق بالمقارنة مع أكبر الأسواق المالية العالمية المدرجة للصكوك:

يختلف مفهوم إصدار الصكوك عن إدراجها، فالأولى معناه انشاء وبيع الصكوك في السوق الأولي، أما الإدراج فمعناه طرح الصكوك المصدرة في السوق الثانوي، لذلك نجد مثلاً ماليزيا أكبر الدول من حيث إصدار الصكوك غير أن نسبة إدراجها لها في البورصة ضعيف مقارنة بدول أخرى.

5-1 حجم الصكوك المدرجة في بورصة دبي مقارنة بالمراكز المالية الكبرى:

نجد أربعة أسواق تهيمن على مشهد إدراج الصكوك، وهي دبي وأيرلندا وماليزيا والمملكة المتحدة. وتستضيف هذه المراكز صكوكا بقيمة إجمالية تبلغ 84 مليار دولار أمريكي (مع احتساب القوائم المزدوجة مرة واحدة فقط) (Sukuk report,, March 2016, p. 93)

الشكل رقم 04: حجم الصكوك المدرجة في المراكز المالية

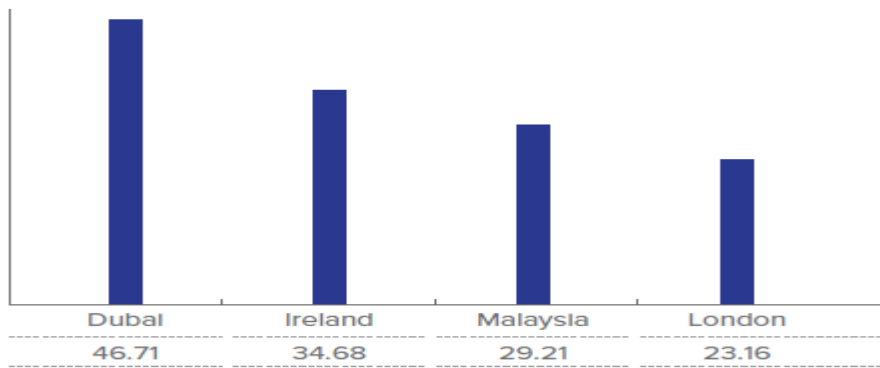


المصدر: Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 5th edition, March 2016, p94

وقد برزت دبي كشركة رائدة بقيمة 36.8 مليار دولار أمريكي، منها 93% أو 34.1 مليار دولار أمريكي مدرجة في بورصة ناسداك دبي، والباقي في سوق دبي المالي، تليها بورصة الأيرلندية عند 27.7 مليار دولار أمريكي، تليها كوالالمبور مع بورصة لابوان Labuan الدولية المالية في ماليزيا بما مجموعه 25.1 مليار دولار أمريكي، ثم بورصة لندن بقيمة 23.3 مليار دولار.

وفي عام 2015، تجاوزت قوائم ناسداك دبي الجديدة التي بلغت 13.3 مليار دولار أمريكي المراكز الثلاثة الرئيسية الأخرى المدرجة في القائمة، والتي جمعت ما مجموعه 12.5 مليار دولار أمريكي.

الشكل رقم 05: مراكز إدراج الصكوك بالقيمة الاسمية حتى ديسمبر 2016



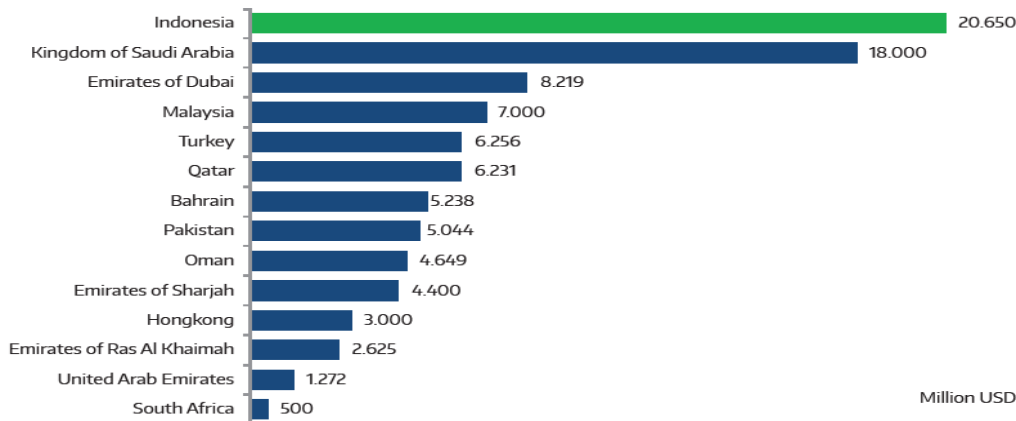
المصدر: Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 6th edition, July 2017, p116

وحسب حامد أحمد علي رئيس بورصة ناسداك دبي، فإن 56 في المئة من الصكوك المدرجة في دبي من مصدرين من دولة الإمارات العربية المتحدة بينما 22 في المئة منها من السعودية وقال إنه يريد أن ترتفع نسبة الصكوك من الدول الخليجية الأخرى بخلاف الإمارات (مجلة أموال، 2016)

2-5 حجم إصدارات الصكوك السيادية في دبي مقارنة مع الدول الأخرى:

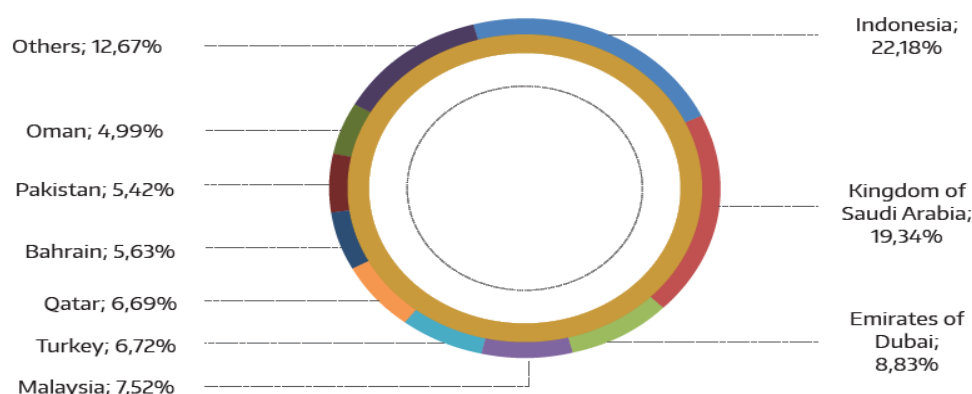
تتصدر إندونيسيا سوق الصكوك السيادية على المستوى الدولي، بإجمالي إصدارات بلغ 20.65 مليار دولار أمريكي، أي بحوالي 22.18% مقارنة بالملكة العربية السعودية (13.97%)، وتأتي إمارة دبي ثالثة (8.83%) ثم ماليزيا (7.52%) وتركيا (6.72%) (انظر الشكلين رقم 06 ورقم 07).

الشكل رقم 06: حجم إصدار أهم الصكوك السيادية في العالم



المصدر: Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 10th edition, July 2021, p192.

الشكل رقم 07: نسبة إصدار أهم الصكوك السيادية في العالم

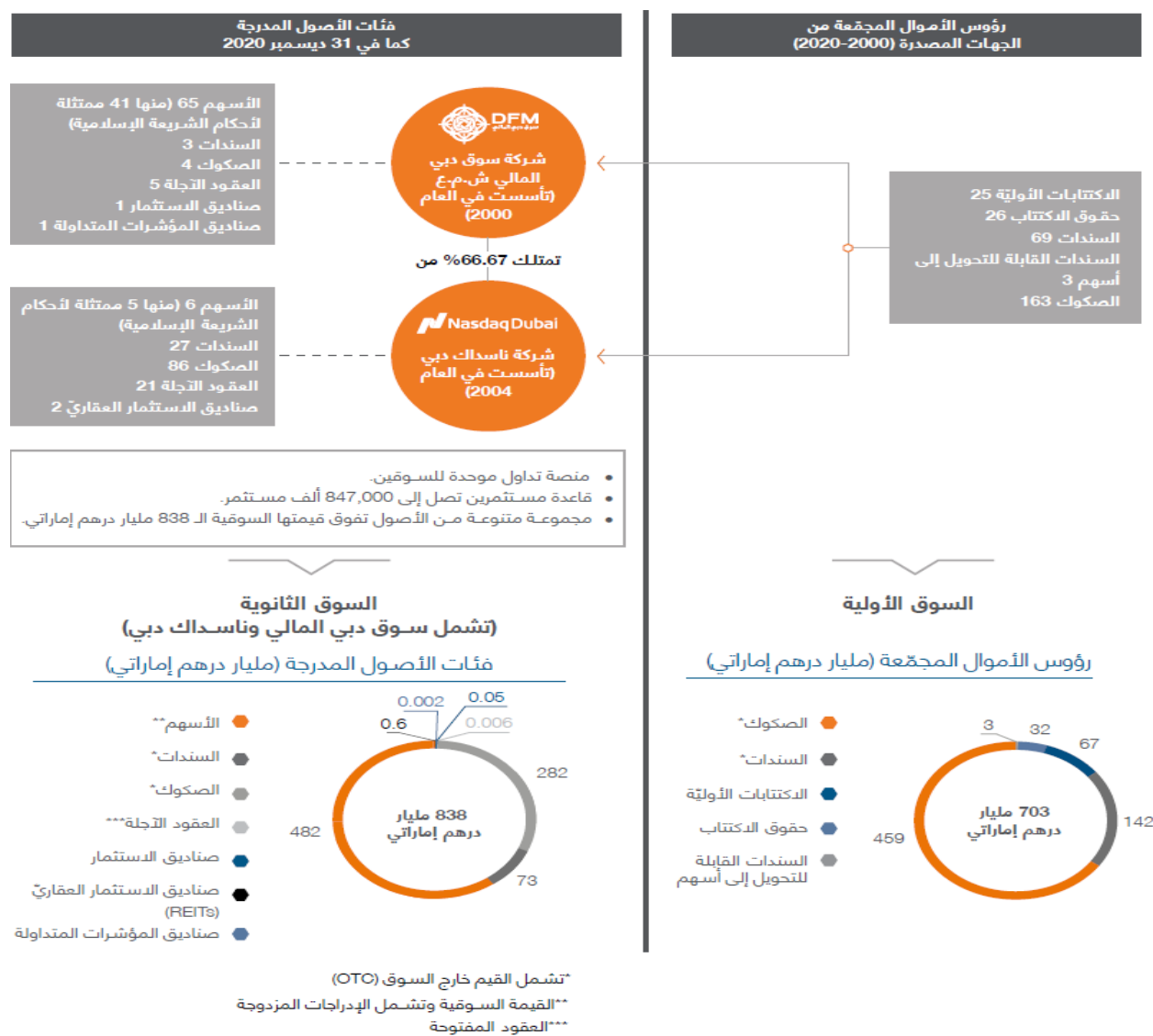


المصدر: Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 10th edition, July 2021, p192.

3-5 حجم إصدارات الصكوك وتداولها في بورصة دبي:

تحتل الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالية أهمية كبيرة مقارنة بالأدوات المالية الأخرى حيث بلغت رؤوس الأموال المجمعة في سوق الإصدار من الصكوك خلال الفترة (2000-2020) ما قيمته 459 مليار درهم إماراتي، بنسبة 65,29% من مجموع رؤوس الأموال المجمعة والتي تضم أيضاً: السندات، الاكتتابات الأولية، حقوق الاكتتاب والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم (انظر الشكل رقم 08)، أما في سوق التداول فقد بلغت حجم الصكوك المدرجة 282 مليار درهم، بنسبة 33,65% من مجموع الأصول المدرجة، وجاءت في المركز الثاني بعد الأسهم

الشكل رقم 08: حجم إصدارات الصكوك وتداولها في سوق دبي المالي خلال الفترة (2000-2020)



المصدر: التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي (ش.م.ع) لسنة 2020، ص 20.

كذلك إذا ما قارنا حجم الصكوك المدرجة مقارنة بالسندات نجدها متفوقة عليها خلال الفترة 2017-2020، وهذا يجعلها أكثر تأثيراً في بورصة دبي، وكذلك يدل على الاهتمام المتزايد من المستثمرين الذين وجدوا في هذه الصكوك الأداة الفعالة لتمويل استثماراتهم (انظر الجدول رقم 02).

الجدول رقم 02: إدراجات الصكوك مقارنة بالسندات خلال الفترة 2017-2020 الوحدة: مليار دولار

السنة	2017	2018	2019	2020
الصكوك المدرجة	7,9	11.99	14.15	14.5
السندات المدرجة	-	3.74	3.55	4.65

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الاستعراض السنوي لسوق ناسداك دبي للسنوات 2017-2018-2019-2020، والمتاحة على الرابط التالي: <https://www.nasdaqdubai.com/exchange/about-us/annual-reviews> ، تاريخ الاطلاع على الموقع 11 أكتوبر 2021.

4-5 أبرز إصدارات الصكوك لعام 2020:

أثبتت ناسداك دبي أهميتها كمركز إدراج موثوق وآمن للمصدرين الإقليميين والدوليين، رغم تقلبات السوق في عام 2020، وذلك بفضل إقبال المستثمرين المتزايد مع تقدم العام، وصلت إدراجات الصكوك الجديدة إلى مستوى قياسي سنوي بلغ 14.5 مليار دولار أمريكي خلال العام، بزيادة 2.5% عن 14.15 مليار دولار من الصكوك التي تم إدراجها في عام 2019، والتي كانت في حد ذاتها رقمًا قياسيًا. ووردت الإصدارات من قبل شركات أدرجت لأول مرة في البورصة وغيرها من جهات الإصدار الدائمة مع ناسداك دبي (الموقع الرسمي لسوق ناسداك دبي، 2021) وفيما يلي أهم الصكوك المصدرة في بورصة دبي لعام 2020 حسب تسلسلها الزمني في الإصدار:

فيفري

- إدراج صكوك بقيمة 300 مليون دولار أمريكي من قبل مجموعة جي إف إنتش المالية
- إدراج صكوك بقيمة 400 مليون دولار أمريكي من قبل دار الأركان
- إدراج صكوك بقيمة 2 مليار دولار أمريكي من قبل البنك الإسلامي للتنمية

مارس

- إدراج صكوك بقيمة 200 مليون دولار أمريكي من قبل إمارة الشارقة

جوان

- إدراج صكوك بقيمة 200 مليون دولار أمريكي من قبل مجموعة جي إف إنتش المالية
- إدراج صكوك بقيمة 1.5 مليار دولار أمريكي لدعم كوفيد 19 من البنك الإسلامي للتنمية
- إدراج صكوك بقيمة مليار دولار أمريكي من قبل بنك دبي الإسلامي
- إدراج صكوك بقيمة 500 مليون دولار أمريكي من قبل مصرف الشارقة الإسلامي
- إدراج صكوك بقيمة 300 مليون دولار أمريكي من قبل بنك دبي الإسلامي
- إدراج صكوك بقيمة مليار دولار أمريكي من قبل إمارة الشارقة
- إدراج ثلاثة صكوك بقيمة إجمالية بلغت 2.5 مليار دولار أمريكي من قبل الحكومة الإندونيسية

جويلية

- إدراج صكوك بقيمة 1.5 مليار دولار أمريكي من قبل موانئ دبي العالمية

سبتمبر

- إدراج صكوك بقيمة 500 مليون دولار أمريكي من قبل الإمارات الإسلامي

أكتوبر

- إدراج صكوك بقيمة 600 مليون دولار أمريكي من قبل المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص

نوفمبر

- إدراج صكوك بقيمة مليار دولار أمريكي من قبل بنك دبي الإسلامي
- إدراج صكوك بقيمة 250 مليون دولار أمريكي من قبل إمارة الشارقة
- إدراج صكوك بقيمة 750 مليون دولار أمريكي من قبل دبي لصناعات الطيران

5-5 منصة ناسداك دبي للمرابحة:

وقد أنشأت بورصة دبي منصة ناسداك دبي للمرابحة في سنة 2014 بالاشتراك مع بنك الإمارات الإسلامي، وقد وصل حجم التعامل فيها منذ إطلاقها إلى 160.5 مليار دولار أمريكي بحلول نهاية عام 2019، مما يعكس مدى رواجها بين المستخدمين من الشركات والأفراد. وارتفعت المعاملات على منصة التمويل الإسلامي عام 2019 إلى 45.3 مليار دولار أمريكي، وهي أعلى قيمة سنوية حتى الآن وأعلى بنسبة 25% من سنة 2018 حيث كانت 36.2 مليار دولار. وتضم قائمة مستخدمي المنصة كوكبة واسعة من المصارف والمؤسسات المالية الأخرى (الموقع الرسمي لسوق ناسداك دبي، 2021)

وبعكس النجاح الذي حققته المنصة مميزاتها القيمة التي تفوق نظم المرابحة التقليدية مع إتاحة الاستفادة من شهادات موافقة للشريعة يتم تداولها في المستودع المركزي للأوراق المالية بناسداك دبي. وعلاوة على التوثيق الشرعي الذي تقدمه، يمكن حدوث المعاملة في دقائق وتنفيذها بسعر ثابت دون فروق أسعار.

6-5 المؤشر الإسلامي لسوق دبي: DFMSI

بهدف تلبية احتياجات المستثمرين الباحثين عن فرص استثمارية تتوافق مع الشريعة وتواكب الطلب المتزايد على الاستثمار الأخلاقي من قبل المستثمرين، قام سوق دبي بتوفير أداة معيارية ترصد أداء أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة من خلال إطلاق مؤشر إسلامي يُعد الأول من نوعه بين الأسواق المالية في الدولة، وفيما يلي نبذة عن المعلومات الرئيسية المتعلقة بالمؤشر: (المؤشر الإسلامي لسوق دبي المالي، 2021)

- تم إطلاق المؤشر في 27 أكتوبر للعام 2019.
- تم اعتماد تاريخ 31 ديسمبر 2009 لتحديد القيمة السوقية الأساسية لذلك المؤشر.
- تم استخدام نقطة قياس مقدارها 1000 نقطة كبداية لقراءته في ذلك اليوم.
- يتم مراجعته واعتماد أسهم الشركات المشمولة فيه بشكل ربع سنوي، وذلك بالتزامن مع الإعلان عن قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي يتم إعدادها وفقاً لمعيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم، ويتم اعتمادها من قبل هيئة الفتوى والرقابة الشرعية للسوق.

الجدول رقم 03: أوزان الشركات في المؤشر الإسلامي لسوق دبي المالي لسنة 2021

الشركة	عدد الأسهم في القيمة السوقية (درهم)	وزن الشركة في المؤشر
دبي للاستثمار	3,135,408,150	10.00%
بنك دبي الإسلامي	1,122,548,227	10.00%
الإمارات للاتصالات المتكاملة	790,769,861	10.00%
إعمار العقارية	1,344,565,255	10.00%
أرامكس	1,223,501,888	8.66%
العربية للطيران	3,371,182,235	8.53%
إعمار مولز	2,000,003,000	7.44%
إعمار للتطوير	840,000,000	5.72%
داماك العقارية دبي	1,680,970,651	3.97%
مجموعة جي اف اتش المالية	2,652,127,066	3.82%
سوق دبي المالي	1,630,000,000	3.35%
الوطنية للتبريد المركزي	604,825,441	3.24%
مصرف السلام - البحرين	1,628,134,871	2.11%
دبي للمطبات	58,251,400	2.09%
ديار للتطوير	3,410,000,780	1.87%
شركة امانات القابضة	988,745,338	1.80%
الاتحاد العقارية	3,866,127,418	1.74%
مصرف عجمان	1,119,154,948	1.54%
الإسلامية العربية للتأمين - سلامة	517,506,280	0.79%
أرابنك القابضة	647,125,962	0.65%
دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين	196,069,644	0.37%
أملك للتمويل	825,000,018	0.37%
الخليج للملاحة القابضة	618,548,980	0.34%
دار التكافل	109,723,669	0.21%
شركة علفا للاستثمارات العامة	4,376,445	0.18%
أن ديجيتال سيرفيس القابضة	524,205,706	0.16%
مصرف السلام السودان	47,378,923	0.15%
الإثمار القابضة	404,756,021	0.14%
الإمارات للمطبات	11,144,250	0.14%
الفردوس القابضة ش.م.ع	92,223,123	0.10%
مصرف الإمارات الإسلامي	5,847,984	0.09%
العربية الاسكندنافية للتأمين - تكافل	26,578,399	0.09%
الأعذية المتحدة	8,396,634	0.08%
تكافل الإمارات	23,274,047	0.07%
اورينت يو ان بي تكافل	321,876	0.06%
المدينة للتمويل والاستثمار	101,643,763	0.04%
اكتئاب القابضة	93,829,319	0.04%
مجموعة السلام القابضة	43,701,756	0.03%
أحليتي للمخازن العمومية	570,191	0.01%
المرايا القابضة	168,907	0.00%

المصدر: أوزان الشركات في المؤشر الإسلامي لسوق دبي المالي، عمليات السوق، سوق دبي المالي، جويلية 2021، ص1.

5-7 تقييم تجربة سوق دبي المالي في إصدار وإدراج الصكوك الإسلامية:

انطلاقاً من المعطيات السابقة، وكتقييم لتجربة دبي، يمكن القول بأنها من أهم التجارب الناجحة في إصدار وإدراج الصكوك الإسلامية في سوقها المالية، نظراً للارتفاع الملحوظ في حجم الصكوك الإسلامية في السوق خلال سنوات الدراسة سواء على المستوى الداخلي بتصدرها لرؤوس الأموال المجمعة في السوق الأولي، وتفوقها في فئات الأصول المدرجة في السوق الثانوي بعد الأسهم، أو على المستوى الدولي بتصدرها سوق الإدراج مقارنة بأكبر المراكز العالمية كسوق أيرلندا ولندن وماليزيا، وحلولها في المرتبة الثالثة بعد اندونيسيا والسعودية في سوق الإصدار العالمي للصكوك السيادية.

إن من أهم عوامل نجاح سوق دبي المالي هو وضع السوق لرؤية واضحة متبينة بذلك هدف إمارة دبي لتصبح عاصمة للاقتصاد الإسلامية، كذلك قامت بتطبيق استراتيجيات فعالة ساهمت في تطوير البيئة القانونية والتنظيمية لسوق الصكوك الإسلامية، والتي سوف يتم عرضها في العنصر الموالي والمتعلق بسبل استفادة بورصة الجزائر من التجربة.

وكنظرة استشرافية لمستقبل الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي، فقد أفادت شهادات صادرة من وكالات تصنيف عالمية ومؤسسات مالية بأن مكانة دبي كعاصمة للاقتصاد الإسلامي تستطيع أن تقوى إمكاناتها وتطور بنية تحتية داعمة لإصدار الصكوك على صعيد منطقة الشرق الأوسط. ونتيجة لتوسع الإمارات في إصدار هذه الصكوك،

يتوقع في السنوات القادمة وبحلول عام 2030 أن تصبح الدولة المرشحة لقيادة سوق الصكوك عالمية ولاعبا رئيسيا في إصدار الصكوك الخضراء، لاسيما أنها تعتبر من الدول الرئيسية في التمويل الأساسي في ظل مساعي دبي لتأمين احتياجاتها من الطاقة بنسبة 75% من مصادر متجددة بحلول عام 2050" (العشماوي، و الجابري، د.ت،، صفحة 5)

6 سبل إدماج الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر انطلاقا من تجربة بورصة دبي:

تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة، إلا أنه بمقارنتها مع سوق دبي المالي الذي تأسس عام 2000، نجد أنها سبقت هذه الأخيرة بسنوات، حيث صدر قرار إنشاء بورصة الجزائر سنة 1993 تحت رقم 93-10، غير أنه وبعد مضي 28 سنة لم تتمكن من أداء مهامها الفعلية المتمثلة أساسا في تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، وإذا ما قارناها مع البورصات العربية نجدها في ذيل الترتيب.

ومن الحلول المقترحة لتحسين أداء بورصة الجزائر تبنيها لخيار إدماج الصكوك الإسلامية على مستواها، والذي من شأنه أن يحدث تأثيرا إيجابيا على عمل البورصة ونشاطها. وكمقترح لذلك، سنحاول عرض سبل وآليات إدماج هذه الصكوك بالاستفادة من تجربة سوق دبي المالي.

6-1 على المستوى الحكومي:

- وضع استراتيجية وخطة طويلة المدى وواضحة المعالم: بهدف إدماج الصكوك الإسلامية وتطويرها وتعزيز دورها في بورصة الجزائر، لابد من انتهاج رؤية شمولية واضحة المعالم وتمتد لسنوات، وهذا ما انتهجته بورصة دبي والتي شهدت نموا ملحوظا في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وذلك ضمن رؤية الحكومة الإماراتية عام 2013 بجعل دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي في العالم، كما أطلقت هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية عام 2017 استراتيجيتها لتطوير سوق التمويل الإسلامي في دولة الإمارات خلال الفترة 2017-2021 (Islamic Financial Services Board, 2020, p. 6)، لذلك لابد من مشاركة جميع الأطراف الفاعلة في السوق المالي الجزائري خاصة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وكذا السلطة النقدية ممثلة في مجلس النقد والقرض.
- مساهمة مختلف الجهات الحكومية في توجيه السياسات واتخاذ القرارات التي تسهم في تطوير البيئة الممكنة للصكوك الإسلامية في الجزائر، واتخاذ مجموعة من الحوافز التشجيعية سواء على المستوى الضريبي أو الرسوم والعمولات المرتبطة بالتكوين الرأسمالي والأصول العينية والمنافع المرتبطة بها عند إصدار الصكوك الإسلامية.
- مبادرة الحكومة بإصدار صكوك سيادية، ما يساهم في تحفيز القطاع الخاص على ولوج هذه الصناعة والاستفادة من مزاياها، فحكومة دبي تعتبر أكبر مصدر للصكوك في سوقها المالي.

6-2 على المستوى القانوني والتنظيمي:

- وضع الأسس لبيئة قانونية ملائمة لصناعة الصكوك الإسلامية: حيث يعتبر وجود إطار قانوني متكامل حجر الأساس لإدماج الصكوك في بورصة الجزائر، وذلك بإصدار قانون خاص بالصكوك الإسلامية، واستنادا عليه يتم إصدار مجموعة من الأطر التشريعية من أنظمة وتعليمات، حيث تعمل هذه البيئة على تنظيم العلاقات التعاقدية بين المنشئ والمصدر وحامل الصك، وكذا تغطي كافة الجوانب الخاصة بالعقود والصيغ التي تصدر على أساسها هذه الصكوك.

- إنشاء هيئة مستقلة للرقابة الشرعية ضمن الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر: تعتبر هيئة الرقابة الشرعية من أهم الأجهزة في الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية الإسلامية، خاصة في مجال الصكوك، وعادة ما تضم متخصصين في الفقه والاقتصاد والقانون والمالية والمحاسبة. ولابد من ضمان استقلالية هذه الهيئة للقيام بالمهام الآتية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية)
 - المشاركة في وضع المعايير والتعليمات واللوائح، ونماذج العقود الشرعية للمعاملات، ومراجعتها وتصحيحها وإقرارها.
 - بيان الأخطاء والمخالفات الشرعية، من خلال النظر في آليات إصدار وتداول وإطفاء الصكوك، وبيان الضوابط المطلوبة شرعا في الصبغ التي تصدر على أساسها، مع القيام بمراقبة أعمال لجان البورصة من خلال التدقيق الشرعي الداخلي، ومنع وقوع الأخطاء والمخالفات الشرعية، والعمل على تصحيح الأخطاء إن وقعت.
 - وجوب البيان والرقابة والإفصاح عما يجري في السوق المالي، وإيصال هذه المعلومات إلى مجلس الإدارة والجمعية العمومية.
 - إبداء الرأي الشرعية بشأن الصكوك الإسلامية المراد إصدارها، وكذا التحقق المستمر لاحترام الأحكام والضوابط الشرعية في كل مراحل الصك.
 - بناء مؤشر إسلامي للأسهم والصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تصدر على مستوى البورصة، وذلك لتعزيز تداول هذه الأوراق المالية.
 - استحداث مؤسسات متخصصة داعمة لإصدار الصكوك الإسلامية، مثل الشركة ذات الغرض الخاص، أمين الإصدار إلى غير ذلك.
- 3-6 على المستوى العلمي والتكوين:**
- بناء القدرات والكفاءات البشرية اللازمة: وذلك من خلال القيام بدورات تكوينية للعاملين في مختلف هيئات البورصة وكذا الوسطاء الماليين،
 - دمج مواد متعلقة بالصكوك الإسلامية والسوق المالي الإسلامي في تخصصات الاقتصاد والمالية الإسلامية، أيضا
 - عقد بورصة الجزائر اتفاقية تعاون مع الجامعة لتكوين مختلف إطاراتها اعتمادا على متخصصين أكاديميين.
 - مشاركة البورصة في مختلف التظاهرات العلمية الوطنية والدولية بهدف الاحتكاك والاطلاع على كل ما هو جديد في مجال الصكوك والأسواق المالية الإسلامية.
- 4-6 على المستوى الإعلامي والترويجي:**
- عقد البورصة لأيام إعلامية وتحسيسية وتعريفية بهذا المنتج، إضافة إلى أبواب مفتوحة لكل فئات المجتمع خاصة ذوي الدخل المتوسط، لاستقطاب هذه الفئة بهدف توسيع قاعدة المشاركة الشعبية في ملكية المشاريع التي تصدر على أساسها الصكوك.

- تعزيز الوعي ونشر ثقافة التمويل والاستثمار في مجال الصكوك الإسلامية بين أوساط المستثمرين ورجال الأعمال الجزائريين عن طريق وسائل الإعلام المختلفة أو من خلال عقد المؤتمرات والندوات العلمية.

5-6 على المستوى التكنولوجي:

- إنشاء منصة للتداول الإلكتروني للأوراق المالية بما في ذلك الصكوك الإسلامية، فقد أنشأ سوق دبي المالي منصة ناسداك دبي منذ 2019، وكان لها دور بارز في تفعيل عمل الصكوك الإسلامية، من خلال زيادة عدد المستثمرين وكذا معدلات التداول إضافة إلى جذب رؤوس أموال أجنبية مما ساهم في رفع مستوى سيولتها وازدياد حجمها وتحقيقها لمتطلبات الكفاءة.

- الاستفادة من التكنولوجيا المالية لتسهيل الولوج إلى بورصة الجزائر والاستثمار فيها، من خلال تطوير بيئة تنظيمية داعمة للابتكار والرقمنة، بما يتماشى مع خطط النمو الاقتصادي الطموحة للدولة وتطلعاتها المتعلقة بالتحول الرقمي.

خاتمة:

تناولنا في هذه الدراسة دور سوق دبي المالي في إدماج الصكوك الإسلامية والرفع من كفاءتها من خلال العديد من الإجراءات والآليات، وقد خلصت إلى مجموعة من النتائج والتوصيات الممكن اتباعها من قبل صناع القرار خاصة بورصة الجزائر، وذلك في سبيل توفير الأطر القانونية والرقابية والتنظيمية اللازمة لتطوير وازدهار سوق الصكوك الإسلامية في الجزائر.

النتائج:

1. توجد أنواع عديدة ممكن إصدارها من الصكوك الإسلامية باختلاف صيغ التمويل الإسلامية، وهذا ما يزيد من كفاءتها في تعبئة الموارد المالية، ويعطيها مرونة عالية تمكن من استخدامها في جميع المجالات الاقتصادية (التجارية، الصناعية، الزراعية والخدمية).
2. أظهر واقع الصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة بأن هناك توسعا مضطربا في إصدار صكوك الوكالة بنسبة 51%، تليها صكوك الإجارة بنسبة 25%، وذلك على حساب بقية أنواع الصكوك.
3. تتركز معظم إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية في ماليزيا، اندونيسيا، المملكة العربية السعودية، الإمارات وتركيا.
4. من بين الأسباب التي زادت من كفاءة وفعالية الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي إصدارها لعدة معايير، تتمثل في: معيار سوق دبي المالي لإصدار و تملك وتداول الأسهم، معيار سوق دبي المالي لإصدار و تملك وتداول الصكوك، معيار سوق دبي المالي حول التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل.
5. يحتل سوق دبي المالي الصدارة من حيث إدراج الصكوك الإسلامية من بين المراكز المالية العالمية.
6. وجود مجلس إدارة ولجان منبثقة عن هذا المجلس هو ما أسهم في زيادة الشفافية والكفاءة في كافة أعمال السوق من حيث الامتثال للشريعة والرقابة الداخلية والتدقيق.

7. يتوفر سوق دبي المالي على مخزون كبير ومتزايد من الصكوك الإسلامية، ما يؤهلها لاستقطاب العديد من المستثمرين محليا ودوليا الراغبين في الاستثمار في هذا المنتج المالي.
 8. وجود المؤشر الإسلامي لسوق دبي المالي ساهم في تفعيل العمل بالصكوك الإسلامية، من خلال إعطاء صورة شاملة وسريعة للمستثمرين عن تحركات الأسعار.
 9. دمج سوق دبي المالي مع نازداك دبي من أهم العوامل التي زادت من جذب الصكوك الإسلامية إلى السوق.
- التوصيات:**

1. ضرورة الشروع في تحضير مشروع لإدراج الصكوك الإسلامية في التعاملات المالية من طرف بورصة الجزائر، وهذا بالتنسيق مع البورصات الرائدة في المجال من جهة، ومع الهيئات الأكاديمية وخاصة الجامعات التي لديها خبرة علمية وبحثية في مجال الصكوك والأسواق المالية الإسلامية.
2. ينبغي العمل على تبسيط إجراءات إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر لجذب أكبر عدد من المستثمرين، بالاستفادة من تجربة دبي.
3. السعي للاستفادة من التكنولوجيا المالية لتسهيل الولوج إلى بورصة الجزائر والاستثمار فيها.
4. إبرام بورصة الجزائر اتفاقيات مع البورصات التي لديها خبرة، خاصة سوق دبي المالي باعتباره يتوفر على مخزون كبير من الصكوك، بهدف الاستفادة من تجربة هذه البورصة الرائدة على المستوى العالمي في مجال الصكوك الإسلامية.
5. ضرورة إعداد الكوادر البشرية المتخصصة، والقيام بدورات تكوينية للعاملين في البورصة، خاصة الذين ستوكل إليهم مهمة الإشراف على عمليات إصدار وتداول الصكوك.
6. ضرورة وجود إرادة حقيقية لتبني المالية الإسلامية بشكل عام والصكوك الإسلامية خصوصا.
7. توفير البنك المركزي تسهيلات للبنوك والشبابيك الإسلامية والمستثمرين الآخرين لاستثمار فائض السيولة لديهم في برامج صكوك تصدرها الحكومة.
8. ضرورة نشر ثقافة التمويل الإسلامي عموما والصكوك الإسلامية خاصة، من أجل استقطاب الأموال خاصة من صغار المدخرين والتي تمثل الشريحة الواسعة من أصحاب الدخل في الجزائر.
9. ضرورة تشجيع الحكومة الاعتماد على الصكوك الإسلامية في مجال استقطاب وتوظيف الموارد، وتسريع إصدار تشريعات لها.
10. السعي لإصدار مؤشر تداول الصكوك الإسلامية من قبل بورصة الجزائر، لتسهيل متابعة تطورها من قبل المستثمرين.