



الصكوك و مستقبل التنمية في مصر
كيف تمويل مشروعك بالصكوك وفقا للقانون 17 لسنة 2018 ؟
إجراءات الإصدار - الجوانب الفنية
دراسة مقارنة (ماليزيا - السعودية - الامارات)
حالات عملية لإصدار الصكوك

تقديم

فضيلة الشيخ الأستاذ الدكتور / علي جمعه

استاذ الشريعة ومفتي الديار المصرية الأسبق

تأليف

د / سيد عبد الفضيل

نائب رئيس قطاع الاشراف والرقابة
امين عام لجنة الرقابة الشرعية المركزية
بالهيئة العامة للرقابة المالية

أ/ نهي ايهاب

ماجستير التمويل - جامعة برمنجهام - إنجلترا
مدير إدارة الصكوك بالهيئة العامة للرقابة
المالية سابقا

2021

مؤسسة يسطرون للطباعة والنشر والتوزيع



رئيس مجلس الإدارة

عماد سالم

المدير العام

أحمد فؤاد الهادي

مدير الإنتاج

مصطفى عماد

الطبعة: الأولى

الكتاب: الصكوك ومستقبل التنمية في مصر

المؤلف: أ. نهى أيهاب . د . سيد عبد الفضيل

التصميم والإخراج: م/ حسن عبد الحليم

المقاس: ١٧ × ٢٤

رقم الإيداع: ٠٠٠٠٠ / ٢٠١٩

الترقيم الدولي: 0 - 0 - 000 - 977 - 978

العنوان : ٣ ش صفوت - محطة المطبعة شارع الملك فيصل - الجيزة

التليفون : ٠١٢٢٩٣٠٠٠٢٩ - ٠١١٥٧٧٦٠٠٥٢

Email : Yastoron@gmail.com

موقعنا على الفيس بوك : مؤسسة يسطرون لطباعة وتوزيع الكتب

جميع الحقوق محفوظة للمؤلف

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وَقُلْ اَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ﴾

صدق الله العظيم

[سورة التوبة: آية 105]

شكر وتقدير

الأستاذ الدكتور / نصر فريد واصل

مفتي الديار المصرية الأسبق

الأستاذ الدكتور / علي جمعة

مفتي الديار المصرية الأسبق

الأستاذ الدكتور / محمد علي المجوب

وزير الأوقاف الأسبق

الأستاذ الدكتور / محمد البلتاجي

رئيس الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي

الأستاذ الدكتور / عثمان أحمد عثمان

رئيس قسم الاقتصاد بالمعهد العالي للدراسات الإسلامية

ووو

أساتذة الاقتصاد الإسلامي والشرعة الإسلامية

إهداء

لطلبة العلم النافع،

لكل من يسعى لتطبيق الشريعة الإسلامية في العالم،

لكل من يهدف إلى رفع مكانة الأمة الإسلامية

الحمد لله والصلاة والسلام على سيدنا رسول الله وآله وصحبه ومن والاه...
وبعد،،،

بين أيدينا اليوم كتاب "الصكوك ومستقبل التنمية في مصر" وهو كتاب ممتع من
تأليف د. سيد عبدالفضيل وأ. نهى إيهاب ، وهو يعالج ناحية مهمة للغاية من
النواحي المالية ومن الناحية الشرعية والقانونية والاقتصادية، وهو بهذا يسد ثغرة
كبيرة في المكتبة العربية في هذا المجال.

وندعو الله سبحانه أن ينفع به وأن يجعله في ميزان حسنات مؤلفه وناشره وكل
من ساهم في نشر هذا العلم النافع الذي نرجو الله سبحانه وتعالى أن يفيد البلاد
والعباد الآن وبعد الآن.

أ.د. علي جمعة
عضو هيئة كبار العلماء بالأزهر الشريف



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

المقدمة

الحمدُ لله رب العالمين، والصلاة والسلام على نبينا محمد وعلي آله وصحبه أجمعين، وبعد:

شهد العالم في السنوات الأخيرة طفرة في التمويل الإسلامي عن طريق تطوير آليات العمل المصرفي؛ لتصبح متوائمة مع أحكام الشريعة الإسلامية وطرح منتجات مصرفية ومالية في أسواق المال والبورصات.

ومن أهم وأحدث الأدوات المالية التي تم تطويرها على أساس المقاصد الشرعية التي تشهد نجاحاً باهراً وإقبالاً كبيراً ليس فقط من طرف المتعاملين في المالية الإسلامية، بل في المؤسسات والدول الرائدة في التمويل التقليدي، هذه الأدوات المالية هي الصكوك الإسلامية.

ولقد أدت الصكوك دوراً كبيراً في الفكر الاقتصادي الإسلامي خلال الفترة الماضية، كما أثبتت الصكوك الإسلامية نجاحها كأداة تمويلية في تمويل المشروعات والشركات والدولة.

وقد بلغ إجمالي الصكوك المصدرة 157 مليار دولار. خلال عام 2019، وأكدت العديد من التوقعات أن الاتجاه هو استمرارية ارتفاع معدل النمو في إصدارات الصكوك مستقبلاً.

لذا بدأ الكثير من الدول بإصدار قوانين الصكوك، ويرجع السبب الي اختيار موضوع الكتاب الي صدور القانون 17 لسنة 2018 المعدل للقانون 1992/95 بإضافة إطار تشريعي للصكوك بمصر.

ويهدف هذا الكتاب¹ لألقاء الضوء على أهمية الصكوك كأداة تمويلية لها مستقبل واعد في كافة الدول الإسلامية وغير الإسلامية، باعتباره نظام تمويل عالمي وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية التي وضعها الله سبحانه وتعالى لكل البشر.

لذا فقدتم مراعاة أن يحتوي الكتاب على النواحي الآتية: -

1- النواحي العلمية والشرعية والتطور التاريخي لهذه الأداة، وأهميتها.

(الفصل الأول والثاني والثالث والرابع)

2- النواحي التطبيقية وكيفية قيام الشركات بإصدار تلك الصكوك.

(الفصل الخامس والسادس والسابع والثامن)

وبناء عليه فقد بدأ الكتاب بالتعرف على نشأة الصكوك والفروقات بينها وبين الأسهم والسندات، باعتبارها ورقة مالية تدعمها أصول حقيقية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وتتميز الصكوك عن غيرها من الأدوات بأنها تقوم علي المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية وفقاً لقاعدة (الغنم بالغرم) و(المشاركة في الربح والخسارة).

ولقد تم تناول المؤشرات للمالية الإسلامية بوجه عام وتطورات إصدارات الصكوك علي وجه خاص، وتمثل الصكوك ما بين 25% - 30% من الوزن النسبي لقطاع التمويل الإسلامي الدولي.

كما تناول الفصل الثاني أهمية الصكوك في تحقيق التنمية الاقتصادية وتحقيق التوزيع العادل للثروة وإيجاد حل للمديونية والتخفيف من عجز الموازنة العامة للدولة، هذا بالإضافة إلى دورها في تنمية الأسواق المالية بشقيها الإصدار والتداول.

وتناول الفصل الثالث دليل مشروعية صيغ التمويل للصكوك، وأهمية تلك الصيغ اقتصادياً، هذا بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة بها، وكيفية إدارة تلك المخاطر.

¹ ننوه بأن جزء من هذا الكتاب مأخوذ من رسالة ماجستير للباحث بعنوان (الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك ودورها في تنمية الأسواق المالية)، وتم إضافة بعض النواحي التطبيقية لأهميتها للمستثمرين والشركات الراغبة في إصدار الصكوك.

كما تناول الفصل الرابع الضوابط الشرعية للصكوك في مرحلة إصدار الصكوك، والمعايير الشرعية خلال الفترة ما بعد إصدار الصكوك. كما تم مناقشة البنود الرئيسية لمعيار سوق دبي المالي للصكوك، وكذلك الاختلافات الفقهية بالتجربة المالية.

وتناول القسم الثاني من الكتاب النواحي العملية لإصدار الصكوك، حيث تناول الفصل الخامس أهم المؤشرات للدول المصدرة للصكوك وهي ماليزيا والامارات العربية المتحدة، والسعودية (ويمثلون أكثر من 80% من إصدارات الصكوك عالمياً)، وتم التعرف على العوامل المؤثرة علي نجاح تلك الإصدارات، ومنها وجود دعم من الدولة لتطوير التمويل الإسلامي بوجه عام والصكوك بوجه خاص، بالإضافة الي وضع استراتيجيات علمية مدروسة لتنمية تلك الأسواق، هذا فضلاً عن أهمية الضوابط(العوامل) المالية والتنظيمية والشرعية.

وتناول الفصل السادس دليل الشركات لإصدار الصكوك ويحتوي هذا الفصل على تعريف بأهم المصطلحات الواردة بالقانون، وخطوات إصدار الصكوك الـ 15 من بداية التفكير في إصدار الصكوك وشروطه ومستنداته حتى انتهاء عمر الصك.

وتناول الفصل السابع قواعد خاصة بعملية التصكيك، منها ما يرتبط بقواعد إصدار الصكوك قصيرة الأجل والصكوك الخضراء، وشروط برنامج إصدارات الصكوك، وشروط الجهة المستفيدة لإصدار صكوك بنفسها بدون شركة التصكيك ، هذا بالإضافة إلى تأسيس وترخيص شركة التصكيك وشروط التعامل في أكثر من إصدار.

وتناول الفصل الأخير عوامل نجاح الصكوك في مصر من خلال 6 مباحث تناولت دور العوامل المالية والشرعية والتنظيمية والعوامل الأخرى وفقاً لما انتهت اليه الدراسة التطبيقية.

وكذلك تم تناول حالات عملية لإصدار الصكوك في مصر خلال عام 2020 في أول عام بعد استكمال الإطار التشريعي للصكوك من خلال دراسة 3 حالات بقيمة 5.1 مليار جنية(حالتين وفقاً لصيغة الأجارة وحالة وفقاً لصيغة

المضاربة)، كما تم عمل دراسة مقارنة للصكوك السيادية وفقاً لمشروع وزارة المالية وصكوك الشركات.

وأخيراً مستقبل الصكوك في مصر ، وأهمية وضع استراتيجية لتنمية المالية الإسلامية للأنشطة غير المصرفية ، وكذلك استراتيجية تنمية سوق الصكوك في مصر حتي تصل مصر - بلد الأزهر - إلي مكانتها ودورها الريادي في المالية الإسلامية.

أسأل الله تعالى أن ينفع بهذا الجهد، وأن يوفقنا جميعاً إلى ما يحب ويرضى ويجزي كل من أسهم في نشره خير الجزاء وأوفاه. والله الموفق والهادي إلى سواء السبيل، وصلي الله وسلم علي نبينا محمد.

الفصل الأول

نشأة الصكوك وتطورها

تمهيد:

تعريف الصك

الصك (1): الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل: هو الضرب عامة بأي شيء كان، صَكَّهُ يَصُكُّهُ صَكًّا

والصك كمصطلح بفتح الصاد من صك، جمع صكوك وصكاك، كتاب الإقرار بالمال والصك كاسم: صوت دفع الحي بقوة؛ صوت دفع الشيء بقوة (2) ويعرف الصك لغويًا بأنه: وثيقة بمال أو نحوه، وفي اللغة العربية، يقال: صكه صَكًّا؛ أي دفعه بقوة.

وفي القرآن الكريم: ﴿فَصَكَّتْ وَجْهَهَا﴾ [الذاريات: 29]، أي: لطمته تعجبًا. وصكت الباب؛ أي أغلقته، والصك لفظ معرب يقصد به وثيقة بمال أو نحوه. إلا أن مصطلح الصكوك أصبح متعارف عليه في إطار الاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الغراء.

وأما التوريق أو التسنيد يرتبط بالاستثمار التقليدي. ولقد عرفت عملية التصكيك بأنها عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها وغير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها على المستثمرين. وعرفه الدكتور منذر قحف بأنه: وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية. وأما التعريف الذي قرره مجمع الفقه الإسلامي، فهو: (إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً).

ولقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصًا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو

¹ معجم لسان العرب <https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/home>.

² معجم المعاني الجامع <https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/home>.

خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله⁽¹⁾.

ولقد أوصى البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 2002م باختيار تسمية التصكيك بديلاً عن التوريق الذي يقصد به في التطبيق تحويل الديون إلى سندات.

ولذلك تعرف الصكوك بأنها:

أوراق مالية تدعمها أصول مصممة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية ويمكن تداولها في الأسواق، وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في أصول مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

والصكوك أحد أدوات الاستثمار التي تم تطويرها لتكون بديلاً عن أدوات الدين (السندات)؛ ليستفاد منها في تمويل الاستثمارات بصيغة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مع قابليتها للتداول.

وتصدر الصكوك على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية، كما يجوز تصكيك الأصول من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها. أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها لغرض تداولها، ويترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك، ويكون طرفاً عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها.

وتتميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الدين التقليدية بأنها تقوم على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً

¹ علاء الدين زعري ، الصكوك الإسلامية تحديات-تنمية- ممارسات دولية، بحث مقدم لورشة عمل لشركة BDO، عمان، الأردن، 2010، صص 8-9.

لقاعدة (الغنم بالغرم) (المشاركة في الربح والخسارة) على منوال نظام الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض، ولها شخصية معنوية مستقلة، وتتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال والإدارة والتداول والهبة والإرث ونحو ذلك من المعاملات المالية⁽¹⁾.

وقد تكون الجهة المصدرة لهذه الصكوك أحد المصارف الإسلامية أو أي بيت تمويل إسلامي أو شركة أو جهة حكومية لها شخصية معنوية، وتتشأ هذه الجهة وفقاً للقوانين المحلية السائدة في الدولة التي سوف تنشأ فيها، ويكون لها هيئة رقابة شرعية للتأكد من أن إصدارها واستثمارها وتداولها وتصفياتها يتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك للقوانين والقرارات المنظمة لها.

ومن أهم الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية ما يلي⁽²⁾:

- الصكوك وثائق متساوية القيمة يخول لصاحبها حصة شائعة في موجودات العملية أو المشروع موضوع التمويل بنسبة ملكيته في مجموع الصكوك التي أكتتب فيها.
- موجودات الصكوك إما أعياناً ثابتة أو متداولة أو حقوقاً معنوية أو نحو ذلك وفقاً لصيغة حق الانتفاع في الأصول الثابتة أو حق الرقبة في الأصول المتداولة.
- يتم تداول الصكوك بأية وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً وقانوناً، حيث أن لمالك الصك حق نقل ملكيته أو رهنه أو هبته أو نحو ذلك من التصرفات المالية من خلال شركات الوساطة المالية أو غيرها مما يجيزه القانون.

(1) وزارة المالية ، الصكوك الإسلامية، الجمهورية العربية السورية، وحدة إدارة الأموال المالية الحكومية، بدون تاريخ ، ص 5 ، 6.

(2) حسين شحاتة ، مفهوم صكوك الاستثمار الإسلامية وخصائصها ودورها في تمويل التنمية، بدون تاريخ، ص 3، 4.

- تعتمد فكرة الصكوك الإسلامية على صيغة فقه المشاركة في الربح والخسارة مثل الأسهم.
- تتمثل أطراف عقد الصكوك الإسلامية في الجهة المصدرة والجهة المستفيدة والمشاركين في عملية التصكيك.
- يتم توزيع العوائد (الأرباح) التشغيلية، وكذلك العوائد (الأرباح) الرأسمالية الناجمة من المشروع أو من العملية المستثمر فيها رأس المال (قيمة الصكوك) بين الجهة المصدرة وبين المشاركين في الصكوك بنسبة شائعة يتم الاتفاق والتراضي عليها، والمشار إليها في نشرة الاكتتاب ويجوز أن يعاد النظر فيها كل فترة باتفاق الطرفين.

المبحث الأول : نشأة الصكوك الإسلامية

تختلف عملية التصكيك الإسلامية عن عملية التوريق في ضرورة وجود الأصول التي تم تصكيكها، فلا يجوز أن تكون ديوناً وكذلك لا بد أن تكون الصكوك الإسلامية متوافقة مع المعايير والضوابط الإسلامية.

وترجع عملية التصكيك في التاريخ الإسلامي إلى تجربة صكوك الطعام التي أشار إليها النووي (676هـ) ، وهي صكوك الدين (ثمن الطعام).

وقد ازدهرت الصكوك في العصر العباسي بشكل كبير من خلال ما أطلق عليه السفتجة في ذلك الوقت. وكانت السفتجة تقوم بدور الحوالة أو الشيك في وقتنا الحاضر، فالسفتجة أن يعطي شخص لآخر مالاً ولأخذ مال في بلد المعطي، فيوفيه ماله في المكان الذي يقصده، وقد انتشرت هذه السفاتج بشكل كبير في العصر العباسي وقد لجأ الولاة في البداية إلى هذا الأسلوب في إرسال ما زاد من دخول ولايتهم.

ففي عام 313هـ أرسل والي مصر والشام سفاتج بقيمة 47000 دينار إلى بغداد، كما استخدمت السفتجة من قبل التجار لتصفية حساباتهم بين الأقطار المختلفة بكتابة السفاتج إلى وكلائهم⁽¹⁾.

ونشأت فكرة التوريق على ساحة العالم الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1970م، عندما قامت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري بإصدار سندات تستند على القروض المضمونة بالرهن العقاري.

وتعود نشأة الصكوك الإسلامية إلى عام 1983م، وذلك بعد أن اتضح لمسئولي البنك المركزي الماليزي عزوف "بنك إسلام ماليزيا" - أول بنك إسلامي في

(1) سليم قط ، مسعودة نصبه ، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، جامعة بسكرة، العدد 7، 2018، ص119.

ماليزيا - عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزنة لكونها مخالفة للشرعية الإسلامية، ولذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على ربا.

وتم إصدار سندات مقارضة وسندات للتنمية والاستثمار في أكتوبر عام 1986، فقام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالتأكيد على أهمية دراسة الموضوع، و أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي القرار رقم (5) بتاريخ 1988/8/4م بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، ففتح الباب أمام الشركات لتبنى هذه الصيغ الإسلامية.¹

وقد قرر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي - المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة انعقاد مؤتمره الحادي عشر بالمنامة بمملكة البحرين، خلال الفترة من 25-30 رجب 1419هـ، الموافق 14-19 تشرين الأول (نوفمبر) 1998م - قرر فيما يخص بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية ما يلي 2 :

أولاً : أنه لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو غير جنسه؛ لأنه من بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً. ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل.

ثانياً : التأكيد على قرار المجمع رقم (6/11)60 بشأن السندات في دورة مؤتمره السادس بالمملكة العربية السعودية بتاريخ 17 - 23 شعبان 1410هـ الموافق 14 - 20 من (مارس) 1990م، وعلى الفقرة (ثالثاً) من قرار المجمع رقم 7/2/64 بشأن حسم (خصم) الأوراق التجارية، في دورة مؤتمره السابع

¹ أحمد جابر ، الصكوك كأداة للتحويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، العدد 152، لبنان،

2014، ص 2-3.

² مجمع الفقه الاسلامي الدولي، 1988 <https://www.iifa-aifi.org/ar/2033.html>

بالمملكة العربية السعودية بتاريخ 7-12 ذي القعدة 1412هـ الموافق 9 - 14 مايو 1992م.

ثالثاً: استعرض المجمع صوراً أخرى لبيع الدين ورأى تأجيل البت فيها لمزيد من البحث، وطالب الأمانة العامة بتشكيل لجنة لدراسة هذه الصور، واقتراح البدائل المشروعة لبيع الدين، على أن يعاد عرض الموضوع ثانية على المجمع في دورة لاحقة.

وقد قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها ، وهي كالتالي ⁽¹⁾:

- قام المجمع بإصدار فتوى في مارس عام 1990 مفادها: تحريم السندات واقتراح البديل لها وهو الصكوك القائمة على أساس المضاربة.
- أصدر مجمع الفقه الاسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي بوصفه الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي الدولي - فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات وذلك بتاريخ يناير عام 2003، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية.
- قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين في مايو 2003 بإصدار معيار شرعي لصكوك الاستثمار، حددت فيه أنواع الصكوك، وخصائصها، والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها والمبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار.
- قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي في مارس عام 2004م بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما أنه أوصى بدراسة إصدار

1 أحمد جابر ، الصكوك كأداة للتحويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، العدد 152، لبنان، 2014، ص3.

صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتملك، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.

- أكد صندوق النقد الدولي في سبتمبر 2007 على الطفرة في معاملات التورق الإسلامي حيث تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضًا على أن عددًا متناميًا من البلدان يفكرون في دخول سوق الصكوك، كما بين الصندوق أن أبرز تحدٍ للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية.

- أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة في أبريل عام 2008 فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزكى زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها.

- أكد صندوق النقد الدولي مرة أخرى في يوليو عام 2008 على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية (الحكومية). والتأكيد كذلك على أن الصكوك تلقى اهتمامًا أكثر سواء من المسلمين أو من غيرهم، كما أكد الصندوق على أن أبرز التحديات التي تواجه الصكوك هي القوانين والخلاف الفقهي.

- أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة الواردة على منافع الأعيان، فهي تعتبر من أكثر أنواع الصكوك مرونة وضبطًا.

- قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية في يناير عام 2009 بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك. كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك، ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان، بالإضافة إلى معالجة التقرير الائتماني المقدم من المصدر، ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته.

- أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي في أبريل عام 2009 وقف الصكوك، مبيّنًا الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك، كما استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها، مؤكّدًا على إيجاد الإطار القانوني لها (1).

ويعود سبب ظهور ونشأة الصكوك الإسلامية إلى حاجة المجتمع الإسلامي إلى مصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية بديلاً عن السندات المقترنة بفوائد ثابتة.

ثم انتشر بعد ذلك التعامل بالصكوك الإسلامية في الدول الإسلامية، وقد تميزت بعض هذه الدول بالتوسع والتنوع في مجال إصدار الصكوك، مثل ماليزيا التي تعتبر السوق الأولى للصكوك الإسلامية. وكان أول إصدار للصكوك في ماليزيا عام 1995 لبناء محطة طاقة كهربائية بقيمة 350 مليون دولار، كما بدأت البحرين في إصدار صكوك الإجارة والسلم عام 2001م.

ولم يقتصر استخدام الصكوك الإسلامية على مستوى البلاد الإسلامية، بل انتشر إلى بعض الدول الأوروبية مثل ألمانيا وبريطانيا، ففي عام 2008 أعلنت الحكومة البريطانية عزمها إصدار صكوك إسلامية لتمويل الموازنة العامة للدولة، وسعت لندن لتكون مركزاً لعمليات التمويل الإسلامي الدولية، لكن إصدار الصكوك اقتصر حتى الآن على الشركات في الدول الغربية، وبذلك تكون الحكومة البريطانية أول حكومة غربية تصدر صكوكًا، وربما تليها اليابان وتايلاند (2).

إن إصدار الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من أعظم الوسائل لتنمية الاقتصاد الإسلامي في المجتمع، بشرط أن تراعى في آلياتها جميع المبادئ الأساسية التي تميز الاقتصاد الإسلامي من غيره.

وقد اعتاد النظام التقليدي السائد في العالم على إصدار السندات القائمة على أساس الفائدة للمشاريع الكبيرة التي تقتضي أموالاً جمة وتدر رباً أو دخلاً كبيراً،

(1) أحمد جابر ، الصكوك كأداة للتحويل بين النظرية والتطبيق، المرجع السابق، ص4.

(2) وزارة المالية ، الصكوك الإسلامية ، مرجع سابق ، ص ص3، 4.

ولكن حاملي السندات لا يتجاوزون أن يكونوا مقرضين لأصحاب هذه المشاريع على أساس الفائدة، ولا دخل لهم في ملكية أصول المشروع ولا في الربح أو الدخل الذي ينتج من هذه المشاريع، وإنما يستحقون الفائدة على قروضهم بنسبة متوافقة مع سعر الفائدة في السوق، أما ربح صافي المشاريع فكله يرجع إلى أصحاب المشاريع.

وتسهم الصكوك إسهامًا كبيرًا في الوصول إلى المقاصد النبيلة التي تهدف إليها الشريعة، وكان فيها من المنافع ما يأتي: ¹

- 1- إنها من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة.
 - 2- إنها تقدم قناة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم، ويرغبون في الوقت نفسه في أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها
 - 3- إنها تقدم أسلوبًا جيدًا لإدارة السيولة تستطيع به المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تدير به سيولتها.
 - 4- إنها وسيلة للتوزيع العادل للثروة، فإنها تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج من المشروع بنسبة عادلة.
- وقد انتشرت الصكوك الإسلامية لتكون منافسة للسندات الربوية وأن تحمل في معظم خصائصها عوامل نجاحها.

¹ على التسخيري، الصكوك المعاصرة وحكمها، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، الإمارات، 2009، ص1.

المبحث الثاني : الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات

أولاً: الفرق بين السندات والصكوك:

تمثل السندات التقليدية ديوناً تستحق لحاملها (المقرض) في ذمة مصدرها (المقرض) بقيمة القرض زائداً الفوائد المترتبة عليه، وتتيح هذه العلاقة التي يوثقها السند للدائن الأولوية في استيفاء حقه من المشروع في حال التصفية أو التقليل.

وتمتاز السندات التقليدية بمحدودية مخاطرها لأنها أوراق مضمونة من قبل الدولة أو الجهة المصدرة لها، وتُعد رافداً من روافد تغطية العجز في الميزان الحكومي؛ كما تُعد أداة من أدوات التحكم وتنظيم حركة النقد لدى البنوك المركزية؛ فعن طريق تحريك هذه السندات يمكنها أن تؤثر في تنشيط الاقتصاد⁽¹⁾.

ويمكن تلخيص الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات في الجدول التالي⁽²⁾.

جدول رقم (7) الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

عناصر المقارنة	الصكوك الإسلامية	السندات
1- الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة وتعتبر من الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل.	قرض بفوائد ثابتة وتعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل.
2- آلية الإصدار	الاكتتاب العام مع مراعاة الضوابط الشرعية	الاكتتاب العام
3- التداول	قابليتها للتداول بشرط موافقه لجنة الرقابة الشرعية	قابليتها للتداول

(1) أحمد محمد الجيوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، العدد الأول، الأردن، 2019، ص79.

(2) رحمانى سناء، ديلمي فتحة ، الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، الملتقى العلمي الوطني، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التفسير، جامعة بوضياف، المسيلة، 2019، ص4-5.

عناصر المقارنة	الصكوك الإسلامية	السندات
4-الأرباح والعوائد	الربح غير مقطوع إنما طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة.	الفوائد دورية ومحددة سلفاً
5-القابلية للتحويل إلى أسهم	غير قابلة للتحويل إلى أسهم لأن الصكوك عبارة عن مشاريع قائمة.	قابلية التحويل إلى أسهم
6-التزامها بالضوابط الشرعية	من شروط التعاقد التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.	لا يوجد التزام بأحكام الشريعة الإسلامية
7-التمثيل القانوني للمالكين	تنشأ جماعه أو هيئه لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم "أرباب المال".	تنشأ جماعه حمله السندات لتمثيلهم مع الجهة المصدرة للسندات باعتبارهم "مقرضين".
8-ضمان رأس المال	لا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك ويمكن شرعاً ان يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون منفصلاً في شخصيته مستقلاً بذمته المالية عن طريق العقد.	يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقاً للمنصوص عليه في نشرة الإصدار.
9-إطفاء (استهلاك)	يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار مع مراعاة جميع الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها.	يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقاً للمنصوص عليه في نشرة الإصدار.

وتكون المقارنة واضحة بين السندات والصكوك عند مقارنه السيناريوهات في التوقعات الاقتصادية وما يرتبط بعائد الصكوك والسندات ، ففي حالة سيناريوهات جيدة أو عادية للحياة الاقتصادية فإن الصكوك تعطي إشارة جيدة للمستثمر وتظهر أهميتها مقارنةً بالسندات ، أما في حاله حدوث سيناريوهات سيئة بالحياة الاقتصادية

أو حدوث أزمات فإن السندات التقليدية تعطي إشارة جيدة للمستثمر نظراً لضمان العائد في مثل هذه الحالات.¹

ثانياً: الفرق بين الأسهم والصكوك:

الأسهم هي حق ملكية في الشركة؛ فحملة الأسهم هم ملاك الشركة المصدرة لتلك الأسهم. والمحل المتعاقد عليه في بيع السهم - كما ورد في قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي - هو الحصة الشائعة في أصول الشركة، وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة. ويعطى السهم العادي لحامله - بالإضافة إلى حصته من الأرباح المتحققة - حقوقاً مباشرة في إدارة الشركة من حيث الانتخاب والترشح لمجلس إدارتها، كما أن له الحق في التصويت والمصادقة على القوائم المالية وتوزيعات الأرباح.

أما الصكوك الإسلامية فتجمع بين خصائص الأسهم والسندات في آن معاً؛ فهي - من جهة - تمثل حصة في ملكية المشروع، ولها حق في العائد (إن تحقق)، ومن جهة أخرى تحمل تاريخ استرداد، غير أنها لا تمثل ديناً على مصدرها، وغير مضمونة لحاملها لا بقيمتها الاسمية ولا بعوائدها، لارتباطها بقيمة الموجودات التي تمثلها.

وبشكل عام يمكن إيجاز خصائص الصكوك الإسلامية على النحو المبين تالياً⁽²⁾:

- 1- خلوها من الربا.
- 2- تقتصر على نشاط أو مشروعات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية.
- 3- تمثل الصكوك - لحاملها - حصة شائعة في ملكة أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات، ولكن ينبغي الإشارة إلى أن الصك يمثل حق ملكية لحامله

¹ Nafis Alam, M. kabir Hassan & mohamed Amimual Haque, Are Islamic bonds different from conventional bonds, Borasa Istanbul Review- 2013, pp27-28

(2) أحمد محمد الجيوشي، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 80.

لا في الشركة الأصلية (الجهة المستفيدة) وإنما في مشروعات جديدة أو قائمة .

4- تستند الصكوك إلى واحد أو أكثر من عقود فقه المعاملات، من مضاربة، أو مشاركة، أو استصناع، أو تجارة... وما إلى ذلك، وتتضبط بضوابطها الشرعية.

5- تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة بمخاطر الاستثمار وفقاً لقاعدة (الغنم بالغرم).

6- تقوم صكوك الاستثمار على مبدأ المضاربة الشرعية، وتأخذ أحكامها من حيث عدم الضمان إلا في حالات التعدي والتقصير ومخالفة شروط المضاربة. ففي الصكوك الإسلامية ينتقي ضمان المدير (المضارب أو الوكيل، أو الشريك).

7- الصكوك لا تخلق الائتمان ولا تساعد عليه؛ لأن الصكوك لا تقوم على فلسفة الدين بل الاستثمار؛ فلا يجوز تداول الصكوك التي تغلب الديون على مكوناتها، أو التي تشكل الديون النسبة الأكبر في بنيتها.

8- تمثل الصكوك أداة استثمارية ذات كفاءة، وهي أكثر فاعلية؛ لأنها تعكس نتيجة عمل المشروعات الممثلة للصكوك.

9- المرونة: بحيث تتيح مرونة صكوك الاستثمار تعدد الجهات والمشاريع التي يمكن استثمار حصيلاتها فيها، فمنها ما يكون مخصصاً لمشروع أو نشاط معين، ومنها ما يكون عامّاً، ويمكن استثمار حصيلاتها في أي نشاط استثماري حسب ما تحدده نشرة الإصدار.

المبحث الثالث : المؤشرات الدولية للصكوك

1: تطورات صناعة الخدمات المالية الإسلامية:

حققت صناعة التمويل الإسلامي نموًا سريعًا في النظام المالي العالمي وفاقت نسبته نسبة نمو المصارف التقليدية.

ولقد تطور حجم الأصول المتوافقة مع الشريعة من 639 مليار دولار في عام 2008، إلى 822 مليار دولار في عام 2009، إلى 895 مليار دولار بنهاية عام 2010، إلى 1,087 مليار دولار بنهاية عام 2011 وإلى 1,1661 مليار دولار بنهاية عام 2012 ليصل إلى 1,267 مليار دولار في عام 2013 ويوضح الجدول تقسيمات قطاع التمويل الإسلامي خلال عام 2013 ⁽¹⁾.

جدول قطاع التمويل الإسلامي 2013

القطاع	حجم الأصول (مليار دولار)	الوزن النسبي
الصيرفة الإسلامية	985	75,4
الصكوك	251	19,2
الصناديق الإسلامية	44	3,3
التكافل	26	2,1
التمويل متناهي الصغر	1,3	

كما بلغ إجمالي التمويل الإسلامي 2,19 تريليون دولار خلال عام 2018 في مقابل 2,05 تريليون دولار خلال عام 2017.

جدول تطورات قطاع التمويل الإسلامي خلال 2018 ومقارن 2017.

قطاع التمويل الاسلامي	2017	الوزن النسبي	2018	الوزن النسبي
الصيرفة الإسلامية	1,56 تريليون دولار	%76,1	1,57 تريليون دولار	%71,7
الأسواق المالية	462,3 مليار دولار	%22,5	591,9 مليار دولار	%27,2

(1) <http://www.Nabonline.org/ar/magazine>.

أ-الصكوك	395,6مليار دولار		24,5مليار دولار	
ب-صناديق الاستثمار الإسلامية	66,7مليار دولار		67,4مليار دولار	
التأمين التكافلي	27,7مليار دولار	1,4%	26,1مليار دولار	1,3%
الإجمالي	2,05 تريليون دولار	100%	2,19 تريليون دولار	100%

إعداد الباحث: IFSB ,Ifsb stability report , July 2019

وبحسب نتا ئج دراسات دولية يشكل التمويل الإسلامي 1% من الأصول العالمية المقدرة بحوالي 100 تريليون دولار وتبين الاستطلاعات أن نصف المسلمين البالغ عددهم 1,8 مليار نسمة حول العالم سيتحولون إلى الخدمات المصرفية الإسلامية في حال منحهم بديلاً منافساً للخدمات التقليدية (1).

ولقد تطور نصيب مصر من إجمالي مجموع أصول المؤسسات الإسلامية من 6,5 مليار دولار بنسبة 0,52% من إجمالي الأصول خلال عام 2013 (2) إلى 0,6 خلال عام 2019، وقد بلغت أصول المصارف الإسلامية (مصرف أبو ظبي - بنك فيصل وبنك البركة) حوالي 235 مليار جنيه في نهاية 2019 تمثل 4% من إجمالي قيمة أصول البنوك العاملة في القطاع المصرفي ورأس مال 6,6 مليار جنيه تمثل 4,23% من إجمالي الأموال بالقطاع المصرفي وبلغ متوسط العائد على الأصول ROE للمصارف الإسلامية 2% مقابل 1,4% للبنوك العاملة في القطاع المصرفي، كما بلغ عدد الفروع التي تقدم خدمات مالية مصرفية متوافقة مع الشريعة 242 فرع إسلامي من إجمالي 4365 للقطاع المصرفي.

أما صناديق الاستثمار الإسلامية فتبلغ عددها 14 صندوقاً برأس مال 1,8 مليار جنيهًا وإجمالي حجم حوالي مليار جنيهًا بنهاية عام 2019 (3).

(1) جريده الاتحاد، مليار درهم اصدارات الامارات من الصكوك خلال2012، يناير 2013

<http://www.alittihad.ae/article.2013>.

(2) <http://www.Uabonline.org/ar/magazine>.

(3) أحمد شوقي سليمان: تطور المصرفية الإسلامية في مصر 2010-2019، دراسات المحاسبة والإدارة، 2020، صفحات متفرقة.

2 : تطور مؤشرات الصكوك الإسلامية:

بدأ سوق الصكوك الانتعاش فعليًا في ماليزيا عام 2002 حين تم إصدار ما يقارب المليار دولار منها، واحتلت المصارف الإسلامية الماليزية المركز الأول في إصدارات الصكوك منذ 2002.

وتنامت الصكوك الإسلامية في دول الخليج العربي حيث كان هذا النمو يقوده مصدرو النفط. ولعل أشهر هذه الصكوك هي الصكوك التي أصدرها بنك دبي الإسلامي لإصدار 12,5 مليار دولار، وبمنظرة أكثر دقة فقد تقدمت الإمارات إلى المرتبة الأولى عالميًا في إصدار الصكوك منذ 2006 حتى عام 2009 بقيمة 29,1 مليار دولار.

ووصل حجم الصكوك الإسلامية في العالم إلى 43 مليار دولار في 2007، و15,3 مليار دولار في 2008، و24 مليار دولار في نهاية 2009.

وشهد عام 2009 عددًا كبيرًا من الإصدارات من البحرين والكويت وقطر، كما أن عدة دول في منطقة الشرق الأوسط وأفريقيا ومن بينها مصر تتجه نحو إصدار صكوك إسلامية. كما أن بعض دول أوروبا، مثل ألمانيا وفرنسا وكندا والولايات المتحدة الأمريكية تتجه نحو استخدام الصكوك الإسلامية.

وأوضحت الدراسة أن ماليزيا تشهد أكبر عدد إصدارات للصكوك، وبذلك تنفرد الحكومة الماليزية والممثلة في البنك المركزي الماليزي بما يقرب من 51% من إجمالي إصدارات الصكوك عالميًا من تلك الفترة.

أما من حيث التطور النوعي: فمن المعلوم أن الصكوك الإسلامية بدأت بنوع واحد من الإصدارات (صكوك المقارضة) وتطورت الأنواع بعد ذلك حتى وصلت إلى أربعة عشر نوعًا من الصكوك⁽¹⁾.

ونتناول فيما يلي تطور الصكوك خلال الفترة من 2001-2018 مقسمة وفقًا للصكوك الدولية والمحلية.

(1) أحمد جابر ، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق أحمد جابر ، مرجع سابق ذكره، ص 3، 4.

جدول تطور قيمة الصكوك خلال الفترة 2001-2018 (بالمليار جنيه)

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2001-2006	
32,988	17,684	31,210	21,880	26,730	22,992	20,269	8,684	4,248	7,023	2,210	14,002	21,556	الصكوك التوئية
90,162	71,069	56,574	45,938	80,570	112,565	117,331	84,490	48,877	30,904	22,127	36,182	45,275	الصكوك المحلية
123,150	116,717	87,784	76,818	107,300	135,557	137,599	93,173	53,125	37,927	24,337	50,184	66,830	الإجمالي

Source: IIFM – IIFM Report– July 2019,p p.23-25.

جدول توزيع الصكوك المحلية (%) وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي

2018	2017	2016-2010	
1	1	1,2	السلم
2	8	9	المشاركة
41	30	60,3	المرابحة
13	10	2,19	الوكالة بالاجر
-	-	4,26	البيع بالثمن الآجل
19	23	3,29	الصكوك الهجينة والمختلطة
19	17,1	17,31	الإجارة
5	9	2,45	المضاربة
-	1,9	-	استصناع

Source: IIFM – IIFM Report – July 2019, P.50

ويتضح من الجدول أن المrabحة تمثل أكبر نسبة من صنع التمويل الإسلامي في توزيعات الصكوك المحلية تليها الصكوك الهجينة ثم الإجارة خلال الفترة المذكورة بعاليه.

جدول توزيع الصكوك الدولية (%) وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي

2018	2017	2016-2010	
17	12	30,86	الإجارة
6	3	3,42	المضاربة
2	1	5,61	المرابحة
-	3,1	2,20	المشاركة

50	5,1	50,77	الوكالة بالاجر
20	29,9	6,12	الهيينة (المختلط)
		1.02	اخرى

Sources: IIFM – IIFM Report – July 2019, p.49.

ويتضح من الجدول أن صكوك الوكالة تمثل أكبر نسبة من صنع التمويل الإسلامي في توزيعات الصكوك الدولية تليها الصكوك الهيينة ثم الإجارة خلال الفترة المذكورة بعاليه ويتم توزيعها كنسبة نسبة مئوية على الوجه التالي بين صكوك سيادية وصكوك شركات.

جدول توزيع الصكوك الدولية (%) وفقاً للصكوك السيادية والشركات

	الوكالة	السلم	المرايحة	المضاربة	الإجارة	الهيينة	المشاركة	أخرى
صكوك سيادية	23,7	2,6	1,3	2,05	52	18,35	–	–
صكوك شركات	21,75	–	8,05	8,83	32,86	8,85	13,54	6,12

Source: IIFM – IIFM Report – July 2019, pp.51-52.

المبحث الرابع: تطور الدراسات بالصكوك

نتناول فيما يلي الدراسات السابقة المرتبطة بالصكوك من خلال ما استعرضته بعض الدراسات السابقة.

جدول الدراسات السابقة¹

الدراسة	هدف الدراسة	نتائج الدراسة والتوصية
دراسة الشيخ عبدالله 2014 بعنوان صكوك الإجارة ودورها في تمويل مؤسسات التعليم العالي الفلسطيني	التعريف على صكوك الإجارة وأهميتها كأداة معاصرة في تمويل مؤسسات التعليم العالي الفلسطينية	- غياب الإطار التشريعي للصكوك غياباً كاملاً. - صلاحية استخدام صكوك الإجارة كأداة تمويل معاصرة في تعبئة الموارد المالية لتمويل مؤسسات التعليم العالي الفلسطيني. - التوصية بضرورة العمل على نشر ثقافة صكوك الإجارة والعمل على سن التشريعات اللازمة لإصدار تداول الصكوك.
دراسة الغمري والسحبياني 2013 بعنوان التضامن في الأسواق المالية الإسلامية - حالة صكوك الإجارة	تقويم تطبيقات صكوك الإجارة من الناحيتين الفقهية والاقتصادية في المملكة العربية السعودية	- طبيعة الصكوك تتطلب نموذج تقييم وتصنيف مختلف من شركات التقييم والتصنيف بخلاف السندات. - الدور الريادي لإصدار الصكوك في الأسواق المالية الإسلامية في مشروعات البنية التحتية المساندة لها. - التوصية بضرورة سن الأنظمة وإنشاء السلطات الرقابية لحماية حملة الصكوك وتأهيل متخصص ومهنيين متميزين بالمعرفة والمهارات الأساسية والرؤية الشرعية واتخاذ المبادرات لتطوير سوق الصكوك.
(بونقاب، 2012) بعنوان	تحليل دور الهندسة المالية في تطوير منتجات	- وجود عائق وتحدٍ في غياب القدر الكافي من المهندسين الماليين الشرعيين.

1 سامح كامل الغزالي ، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية ، دراسة تطبيقية على

المؤسسات المصرفية في فلسطين، رسالة ماجستير المحاسبة والتمويل، كلية التجارة الجامعة الإسلامية ، غزة، 2015، ص ص 5

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير المنتجات المالية الإسلامية دراسة	المؤسسات المالية الإسلامية	- أهم مزايا تطبيقات الهندسة المالية هي زيادة القدرة التنافسية لكل المؤسسات وإيجاد حلول مبتكرة لمشاكل التمويل. - الهندسة المالية ساعدت في تطوير المنتجات المالية المتداولة بالسوق وخاصة الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها.

جدول الدراسات السابقة¹

الدراسة	هدف الدراسة	نتائج الدراسة والتوصية
دراسة (أبو مسامح، 2012) <u>بعنوان</u> مخاطر الصكوك الإسلامية وتقييم دور أدوات الهندسة المالية - دراسة على صكوك المشاركة والإجارة	تكوين رؤية واضحة المعالم حول موضوع الصكوك والمخاطر المرتبطة بها بالإضافة إلى تقييم أدوات الهندسة المالية في إدارة المخاطر والتحوط لها	- النجاح الذي حققه منتج الصكوك الإسلامية المرتبطة به، والمخاطر التي تحيط به. - التوصية بضرورة بذل الجهود لتطوير إدارة المخاطر في الصكوك - الاهتمام بصكوك الإجارة لمخاطرها المنخفضة.
دراسة (خطاب 2009) <u>بعنوان</u> الصكوك الإسلامية والتحديات المعاصرة	دراسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية وآلياتها وتنظيماتها على العقود الشريعة	- عملية تصكيك الأصول مهمة جدًا للحياة الاقتصادية ولكنها تتطلب الالتزام بالضوابط والمقاصد الشرعية والخضوع المستمر للرقابة الشرعية لتجنب الوقوع في الأزمات.
دراسة (دوابة، 2010) <u>بعنوان</u> إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية	التعرف على الصكوك وخصائصها	- التوصية بضرورة الاستفادة من تجارب الآخرين لابتكار أدوات مالية لإدارة المخاطر على ألا تحل حراماً أو تحرم

1 سامح كامل الغزالي ، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية ، دراسة تطبيقية على

المؤسسات المصرفية في فلسطين، المرجع السابق ، ص ص 7 - 8

حالات، وتجمع بين المصادقية الشرعية، والكفاءة الاقتصادية. - تعدد آليات الهندسة المالية لإدارة المخاطر ومن هذه الآليات دراسة الجدوى وكفاءة الإدارة والرقابة عليها والضمانات بما تتضمنه من الكفالة والرهن والطرف الثالث والتأمين التعاوني، والاحتياطات وأيضًا التنوع	أنواعها ومخاطرها ومصادرها ووضع آليات لمعالجة مخاطر الصكوك الإسلامية اعتمادًا على أدوات الهندسة المالية	

جدول الدراسات السابقة¹

الدراسة	هدف الدراسة	نتائج الدراسة والتوصية
دراسة (مسعودة، 2008) <u>بعنوان</u> معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية	تحديد طبيعة معايير التمويل والاستثمار ونقاط الاختلاف والاتفاق في تقييم واختيار المشروعات الاستثمارية وإبراز كفاءة وفعالية صيغ التمويل الاستثماري	- إن الفرق الأساسي بين البنوك الإسلامية والتقليدية في تقييم واختيار المشروعات يكمن في تركيز البنوك الإسلامية على السلامة الشرعية والاجتماعية، وهناك نقص في معايير موضوعية لبعض واختيار المشروعات بما يتناسب مع طبيعة البنوك الإسلامية - التوصية بالعمل على تطوير وإعادة صياغة معايير للتمويل والاستثمار بالبنك الإسلامية بما يتناسب مع طبيعتها والصيغ التي تستخدمها والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها
دراسة الدماغ، 2006 <u>بعنوان</u> مقترح لتطوير السياسة التمويلية لدعم عمليات التمويل في المصارف الإسلامية الفلسطينية	تقديم مقترح لتطوير السياسة التمويلية لدعم عمليات التمويل في المصارف الإسلامية الفلسطينية	- يزداد نجاح السياسة التمويلية كلما كان هناك تنوع لأساليب التمويل بالإضافة إلى ارتباط نجاح السياسة التمويلية بمراعاة توزيع محفظة التمويل اقتصاديًا وجغرافيًا وسلامة الضمانات. - ضرورة قيام المصارف بإعداد دليل للسياسة

¹ سامح كامل الغزالي ، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية ، دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية في فلسطين، المرجع السابق، ص ص 9 -12

التمويلية بمشاركة هيئة الرقابة الشرعية وتنوع السياسية التمويلية وعدم اقتصرها على بيع المراجعة لأمر الشراء.		
- التأكيد على الدور الذي تؤديه البنوك الإسلامية في تمويل التنمية، ونجاح المصارف الإسلامية في تجميع المدخرات، إلا أنها أكدت على الفشل في تقديم التسهيلات - أوصت الدراسة بضرورة تنشيط الدور التنموي للمصارف وإيجاد البديل للتمويل بالمراجعة والاهتمام بالمضاربة والمشاركة.	التعرف على دور البنوك الإسلامية في تمويل عمليات التنمية الاقتصادية في فلسطين	دراسة مقداح، حلس 2005 <u>بعنوان</u> دور البنوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية
- المشتقات المالية الإسلامية توفر المزيد من الأموال وتمويل التنمية الاقتصادية وحل مشاكل الفقر والبطالة والتغلب على المشاكل المتعلقة بتعبئة الإيداع وإدارة السيولة والمخاطرة والاستثمار على المدى الطويل. - أهمية العلاقات بين المصارف الإسلامية وأسواق الصكوك لتحسين وتلبية متطلبات تمويل التنمية في تونس	التعرف على فرص التمويل الإسلامي في تحفيز التنمية الاقتصادية في تونس بعد الثورة وهل الصكوك الإسلامية هي الأكثر ملاءمة للنمو الاقتصادي	دراسة Khoutem 2014 <u>بعنوان</u> أسواق الصكوك الإسلامية وعلاقتها بتطوير الاقتصاد (حالة الاقتصاد التونسي بعد الثورة

جدول الدراسات السابقة¹

الدراسة	هدف الدراسة	نتائج الدراسة والتوصية
دراسة suliman 2012 <u>بعنوان</u> إصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية الاتجاهات الحديثة والتوقعات	تقييم الشركات مصدرة الصكوك في المملكة العربية السعودية وكيف يمكن لمصدري الصكوك توفير السيولة والمساهمة في تمويل مشاريع البنية	- تعد الصكوك أداة تمويل مفضلة للمستثمرين لأنها توفر السيولة للمشاريع الاقتصادية. - ضرورة العمل على تطوير أسواق الصكوك وزيادة إصداراتها والحصول على عائد مجزٍ مقابل مخاطر الاستثمارات في مجالات اقتصادية أخرى. - نمو سوق الصكوك سيكون عاملاً إيجابياً

¹ سامح كامل الغزالي ، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية ، دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية في فلسطين ، المرجع السابق ، ص ص 12 - 15

الإيجابية	التحتية	للبنوك السعودية
دراسة (Wilson, 2008) <u>بمعنوان</u> الابتكار في هيكلية الصكوك الإسلامية والأوراق المالية	تحليل هياكل عمليات الصكوك المختلفة من منظور مالي ويشمل عمليات المراجعة والإجارة والمشاركة	- استخدام معايير التسعير لجوده الصكوك المصدرة - أوصت بضرورة قيام وزارات المالية والبنوك المركز بمراجعة سياستها التمويلية واستكشاف إمكانيات الصكوك وإسهاماتها في تمويل المشروعات التنموية والبيئة التحتية
دراسة (Lardin 2008) <u>بمعنوان</u> النظام والتجربة المالية والطرق إلى الأمم	إلقاء الضوء على تجربة ماليزيا في تطوير النظام المالي	- ماليزيا لديها تاريخ للعمل المصرف الإسلامي ولديها إمكانيات تحقيق هذا النجاح. - يتعين اتخاذ النموذج الماليزي في تطوير الصناعة المالية الإسلامية لتطوير الصناعة في البلدان الأخرى. - أوصت بضرورة إجراء البحوث والدراسات للاتجاهات العديدة التي اتبعتها ماليزيا في تطوير الأسواق المالية الإسلامية ودورها في التنمية.
دراسة (Tariq - 2004) <u>بمعنوان</u> إدارة المخاطر المالية لهيكلية الصكوك الإسلامية	مناقشة وتحليل الموضوعات بالصكوك والمخاطر المرتبطة بها ومدى قوتها التنافسية مع أدوات الدين الأخرى	- سوف تشجع الصكوك العديد من المستثمرين المسلمين للمشاركة في الأسواق المالية. - سيكون للصكوك فائدة كبيرة في اقتصاديات الدول وأسواقها المالية مما يؤدي إلى تحقيق الاستقرار المالي. - أوصت بضرورة زيادة الأبحاث والدراسات المتعلقة بالبحوث وضرورة الاستفادة من التطورات الحديثة فيما يتعلق بالأسواق المدعومة في الأسواق المالية التقليدية.

جدول الدراسات السابقة¹

الدراسة	هدف الدراسة	نتائج الدراسة والتوصية
أسامة عبد الحليم الجورية <u>يعنوان</u> صكوك الاستثمار ودورها التموي في الاقتصاد - 2009	صكوك الاستثمار وبيان أهمية الضوابط الشرعية في كل منها ودورها في تحقيق التنمية.	- للصكوك دور تموي من حيث أهميتها الاقتصادية المالية وتأثيرها على الاقتصاد المحلي والعالمي.
العرابي مصطفى <u>يعنوان</u> دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد (ماليزيا نموذجاً) رسالة دكتوراه	تعريف الصكوك ودورها في سوق الأوراق المالية الماليزية ودورها في تمويل الاقتصاد الماليزي.	- توصلت الدراسة إلى أن الصكوك لها دور في تمويل الاقتصاد الماليزي، وتمويل مختلف القطاعات خاصة البنية التحتية، ولها تأثير إيجابي في المؤشرات الاقتصادية كالناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات الموازنة العامة للدولة.
بدروني هدي <u>يعنوان</u> دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية دراسة تجارب دولية.	تحديد الآليات والأدوار للصكوك في تنشيط الأسواق المالية بعدد من الدول العربية الإسلامية والغربية.	- تعمل الصكوك على رفع كفاءة الأسواق المالية وتزويد معدلات راس ماليتها، وتوسيع قاعدة المؤسسات وتوفير الشفافية ودعم بنية المعلومات في الأسواق المالية، كما شهدت الصكوك في تمويل التنمية.
غالمي زهيرة <u>يعنوان</u> تمويل عجز الموازنة للدولة بين البدائل التقليدية والبدائل الإسلامية تجارب الدولة.	التعرف على الصيغة الإسلامية لعلاج العجز في الموازنة والإسهام في تطبيق الشريعة في الأنشطة التمويلية.	- إسهام البدائل الإسلامية في حل المشكلات الاقتصادية المعاصرة وأنها أكثر فعالية في مشكلة عجز الموازنة حتى تتوافق مع الشريعة الإسلامية.
ابن عمر يوسف <u>يعنوان</u> تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية .	تحديد مدى تأثير إصدار الصكوك في المؤشر العام للسوق ومدى تأثرها بالأزمة المالية العالمية.	- زيادة الصكوك تؤدي إلى زيادة أداء السوق المالي، وهناك علاقة طردية بين زيادة إصدارات الصكوك وزيادة المؤشر العام للسوق بالتطبيق على التجربة الماليزية.

¹ أمل علي إبراهيم وآخرون ، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها في النمو الاقتصادي ،
المركز الديمقراطي في العرب ، دراسة بحثية ، 2018 ، ص ص 5 - 7 .

عبد النور علام <u>بعنوان</u> دور صناعة الصكوك الإسلامية كبداية للسندات التقليدية.	إبراز مكانة الصكوك المالية الإسلامية دراسة مقارنة التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية.	- تحقق الصكوك الإسلامية أداءً مرتفعاً مقارنة بالسندات التقليدية وأن السوق المالية أثبتت تفوقها على تجارب دول الخليج محل الدراسة.
محمد غزال <u>بعنوان</u> دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية).	إبراز أهمية الصكوك في تحريك الاقتصاد الماليزي والأثر في أداء سوق الأوراق المالية.	- علاقة قوية بين إصدارات الصكوك المالية والمؤشرات العامة للسوق وارتداد دور القطاع الخاص في إصداره للصكوك الإسلامية

جدول الدراسات السابقة¹

الدراسة	هدف الدراسة	نتائج الدراسة والتوصية
العنزي 2010 <u>بعنوان</u> الصكوك الإسلامية ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة.	اهتمت بمفهوم الصكوك وأطراف إصدارها.	- الاهتمام بالأحكام والضوابط المتعلقة بكل نوع من الصكوك. - أهمية دراسة التطبيقات للصكوك وتقويمها.
عبد اللطيف 2011 <u>بعنوان</u> صكوك الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية.	صكوك الاستثمار كبديل للسندات ومشروعيتها.	دراسة أحكام الإصدار والاكتتاب والتداول والاسترداد والحقوق التي تمنحها الصكوك لحملة الصكوك والانتقادات لعملية التصكيك مثل مسألة الإطفاء الصورية.
شرياق 2013 <u>بعنوان</u> الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي	الصكوك وأهميتها في توفير التمويل - التجربتين الماليزية	- صلاحية الصكوك في تعبئة الموارد المالية وإنها توفر حلولاً تمويلية للشركات

1 أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية ، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، العدد الأول 2019 ، الأردن ، 2019 ، ص ص 76 - 77 .

لتوسيع المشاركة الشعبية في التنمية الاقتصادية	والسودانية	والحكومات.
صوليح 2013 <u>بعنوان</u> قراءة في قانون الصكوك الأردني في ضوء المعايير الشرعية للصكوك وقانون الصكوك المصري.	مقارنة بين قانون الصكوك الأردني وقانون الصكوك المصري والمعيار الشرعي الصادر عن الأيوبي.	- وضع ضوابط قانونية لإصدار الصكوك والرقابة عليها، ووضع ضوابط للشركة ذات الغرض الخاص المالكة لموجودات الصكوك وضوابط التعامل مع الأرباح الناتجة عن إصدار الصكوك وصولاً إلى ضوابط تصفية الصكوك وإطفائها.
عماري وسعدان 2013 <u>بعنوان</u> الصكوك الإسلامية تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها.	الدور الذي تقوم به الصكوك والمخاطر المرتبطة بها.	- تواجه الصكوك العديد من المخاطر، ولابد من مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك عند إصدارها بما يسهم في توفير منتج مالي إسلامي منخفض المخاطر.

الفصل الثاني
لماذا الصكوك ؟
(المزايا)

تمهيد

تؤدي الصكوك دورًا مهمًا في تنمية الاقتصاد القومي وتنشيط سوق رأس المال بشقيه سوق الإصدار والتداول، ومنها على سبيل المثال التجربة الماليزية بوصفها رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية وتمتلك أكبر سوق للتمويل الإسلامي، وكان الهدف منها تمويل عمليات البنية التحتية والمشاريع التنموية ولقد أسهمت منذ ظهورها عام 1990 في تحريك عجلة الاقتصاد الماليزي.

كما كان للصكوك دورًا كبيرًا في السوق المالية البريطانية وتم إصدار صكوك إسلامية عام 2009 بقيمة مليون دولار، وهناك 10 صكوك متداولة ببورصة لندن بقيمة 5,1 بليون دولار عام 2011، إضافة إلى أنه في بداية عام 2012 ليصل الحجم إلى 37 صكًا وبقيمة 20 بليون دولار وست صكوك أخرى، وفي عام 2014 أصبحت بريطانيا أول دولة خارج العالم الإسلامي تصدر صكوكًا سيادية حيث أصدرت الحكومة صكوكًا إسلامية تقدر بحوالي 200 مليون جنيه إسترليني وقد ارتفع عدد الصكوك من 18 صكًا عام 2009 إلى 57 صكًا اعتبارًا من 2016(1).

وسوف نتناول المباحث التالية:-

المبحث الأول: أهمية الصكوك للمستثمرين والجهة المستفيدة

المبحث الثاني: دور الصكوك في تنمية الاقتصاد القومي والأسواق المالية

(1) رحمانى سناء، ديلمي فتحة، الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، مرجع سابق ذكره، ص ص6-

المبحث الأول : أهمية الصكوك للمستثمرين والجهة المستفيدة

للصكوك الإسلامية أهمية كبيرة للمستثمرين والاقتصاد القومي وهو ما يتضح من النقاط التالية على سبيل المثال لا الحصر (1):

- جذب الأموال وتوفير السيولة بكميات تفوق قدرات وإمكانات بعض الحكومات في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية أو الشركات في تمويل مشروعاتها الكبرى.
- أكثر أمناً واستقراراً من أدوات التمويل التقليدية، كونها توفر مصادر تمويل مأمونة وفعالة للمشروعات، وهي تغني الحكومات عن خصخصة مشروعاتها أو بيعها بالكامل، مما يعني خروج الدولة من ملكية هذه المؤسسات؛ في حين تعد الصكوك الإسلامية السيادية بمثابة خصخصة مؤقتة للمشروعات، أي ملكية مؤقتة لحملتها.
- تمتاز بأن لها تصنيف ائتماني جيد، لوضعها ضوابط شرعية وقانونية.
- عمليات إصدار الصكوك الإسلامية قد تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويل وإدارتها.
- تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها، بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها.
- اتسامها بميزات خاصة؛ كالتنوع، والتجديد، الانتشار المتسارع لها، والقدرة على العمل ضمن ضوابط وآليات للتداول تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية.
- قدرتها على أداء دور محوري ومهم في تمويل التنمية بجوانبها المختلفة من صناعة وزراعة وخدمات، فيما لو تمكنت الجهات القائمة على إصدارها من استدراج رؤوس الأموال المستثمرة في الخارج وإعادتها للداخل.

(1) أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية ، مرجع سابق ، ص78.

- استخدامها من قبل البنوك المركزية كأداة من أدوات السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يسهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها، وبهذا تكون الصكوك الإسلامية قد أسهمت في معالجة العجز في موازنات بعض الدول، وعدم الاعتماد على الاقتراض الخارجي أو المعونات الأجنبية وما لها من محاذير على سيادة الدول.

هذا بالإضافة إلى أن الصكوك تعمل على تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمشروع بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، كما أنه لا يؤثر في الحد الائتماني للشركة في البنوك، وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبواباً ائتمانية جديدة .

ويمكن من خلال عملية التصكيك اشتراك أكبر عدد من الأطراف في العملية بما يساعد المؤسسات المالية في المواءمة بين آجال الموجودات والمطلوبات، وتمثل عملية التصكيك المناخ الأكثر أماناً بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المتشددة التي تمارسها المؤسسات المسؤولة عن عمليات التصكيك.

وترجع سرعة عمليات التصكيك على المستوى الدولي إلى تزايد استغلال التكنولوجيا وتوليد المعلومات حيث يمكن للمؤسسات المالية التعرف بشكل دقيق على فرص الاستثمار عن ملايين الأصول المالية حول العالم خلال فترة وجيزة وبأقل تكلفة⁽¹⁾.

ونتناول فيما يلي أهميه الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين والاقتصاد.

1 سليم قط، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال ومخاطر تداولها، 2019، ص 19-20.

أولاً-أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين:

يخاطب إصدار وطرح الصكوك 4 شرائح أساسية وهم:1

- الشريحة الأول: البنوك والمؤسسات المالية العالمية التي أصبحت الصكوك ضمن محافظها الاستثمارية وترغب في دخول أسواق جديدة مثل مصر، إضافة لبعض المؤسسات المالية القادرة على اجتذاب فوائض الأموال الخليجية والتي تشترط الاستثمار وفق آلية الصكوك.
- الشريحة الثاني: شريحة من المصريين ممن يشترطون في التعاملات المالية أن تكون وفق أدوات تتوافق مع الشريعة وبشكل حقيقي ومنضبط، ونعتقد أن هذا "حقهم كحق من حقوق الإنسان".
- الشريحة الثالثة: جزء من الأموال في القطاع غير الرسمي، والتي تفضل أدوات الملكية مثل الأسهم المدرجة بالبورصة، وبالتالي نتوقع جاذبية الصكوك لهم كأداة ملكية سقيده ويتداول منها في البورصة ما يسمح الشرع بتداوله، لاحتياج هذه الشريحة الشديد للاستثمار في أدوات مالية مقيدة لتسهيل عملية التخرج.
- الشريحة الرابعة: شريحة كبيرة من المصريين العاملين بالخارج وخاصة العاملين بمنطقة الخليج العربي، والذين يتربحون إصدارات صكوك متوافقة مع الشريعة للاستثمار فيها، نظرا لتأثرهم بنجاح تجربة الصكوك في العالم الخارجي خاصة في منطقة الخليج العربي.

وتتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين فيما يلي (1):

¹ الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، كتيب 50 سؤال وجواب حول الصكوك، 2018، صفحات متفرقة.

- مبدأ البيع الفعلي للأصل من المصدر للصكوك إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المصدر للصكوك ليس له قانوناً الحق في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقع للأصل محل التعاقد.

- تعطي الصكوك الإسلامية في بعض الحالات عوائد أعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى كالسندات.

- يمكن التنبؤ بالتدفقات النقدية للصكوك الإسلامية.

- توفر الصكوك الإسلامية فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مريحة.

وتعمل الصكوك المالية الإسلامية من خلال آلية المشاركة في الأرباح والخسائر على تخصيص المخاطر تخصيصاً أمثل، عن طريق تقاسم المخاطر بين أطراف العقد؛ مما يخفف من الصدمات المترتبة على تحقيق هذه المخاطر، فكل طرف يتحمل المخاطر حسب قدرته، فملاك الصكوك يتحملون جزء من المخاطر يتناسب وعدد صكوكهم ويقدر مساهمتهم في رأس المال، وأصحاب الاستثمارات يتحملون جزء من المخاطر، هذا التقاسم في تحمل المخاطر من شأنه أن يزيد من الثقة والطمأنينة بين أطراف العملية التمويلية⁽²⁾.

كما يقدم الصكوك قناة جيدة للمستثمرين الراغبين في استثمار فوائض أموالهم وخلق فرص استثمارية متنوعة قطاعياً وجغرافياً ومن حيث الآجال وتوفير السيولة من خلال السوق الثانوية⁽³⁾.

ثانياً : أهمية الصكوك للشركة المصدرة (المستفيدة) :

(1) وفاء جيلاني وغربي حمزة ، الصكوك الإسلامية انواعها واداره مخاطرها ، مرجع سابق ، ص139.
(2) بريري محمد أمين، فوزاين عبد المجيد، كريكار مراد ،مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها ، مرجع سابق ، ص36.
(3) عطفي الله خير الدين ، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية مرجع سابق ، ص248.

قد يكون مصدر الصكوك من القطاع الخاص كالبنوك والشركات المساهمة أو من القطاع العام أو القطاع الخيري، وتحقق الصكوك لهذه الأطراف مجموعة من المزايا منها (1):

- تساعد عمليات التصكيك على المواءمة بين مصادر التمويل واستخدامها، بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التناسب بين آجال الموارد وآجال استخداماتها، حتى تكون الموارد المالية الطويلة الأجل هي النسبة الغالبة من إجمالي موارد المنشآت أو المصارف.
- يزيد التصكيك من قدرة المنشآت المصدرة على توليد الأموال لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، حيث يساعد التصكيك على تنويع مصادر التمويل متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدية، خاصة بالنسبة لتلك المنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة إلى سوق الأوراق المالية من خلال بيع هذه الصكوك في السوق.
- يعتبر التصكيك بديلاً جيداً لمصادر التمويل الأخرى كالاقتراض من مؤسسات أخرى أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي عليه من قيود ومشكلات.
- التصكيك يخفض من تكلفة ومخاطر التمويل لأنه يتيح القدرة على تعبئة مصادر التمويل بالحصول على مستثمرين جدد، وبالتالي توفير تمويل طويل ومتوسط الأجل، فهو يتسم بانخفاض درجة المخاطر نظراً لكون الصكوك مضمونة بضمانات عينية وهي الأصول التي تم تصكيكها، إضافة إلى أن عملية التصكيك تتطلب فصل محفظة التصكيك وما يلحقها من ضمانات عن غيرها من الأصول المملوكة للشركة المصدرة.

(1) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص ص246-247.

- تساعد عملية التصكيك الشركة المصدرة على إعادة تدوير الأموال المستثمرة في ذات النشاط أو في أنشطة أخرى، دون الحاجة للانتظار حتى يتم تحصيل الحقوق المالية على آجالها المختلفة، حيث يؤدي التصكيك إلى تحويل أصول غير سائلة إلى سيولة يعاد تدويرها في استثمارات جديدة.
- تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي: حيث يساعد التصكيك على تحسين ورفع القدرة والهيكل التمويلي للشركة (الجهة) المصدرة، وذلك من خلال:
 - عدم اعتماد التمويل على التصنيف الائتماني للشركة، لأن التصكيك يعتمد على التصنيف الائتماني للمشروع أو النشاط بصورة مستقلة عن الشركة، وبذلك يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.
 - تحسين القدرة الائتمانية للشركة المصدرة في الحصول على تمويلات جديدة.
- تحسين ربحية المنشآت ومراكزها المالية، بما يتيح التصكيك من استبعاد الاستثمارات التي تم تصكيكها من بنود الميزانية خلال فترة قصيرة، وبذلك تتخلص المنشآت من الحاجة إلى تكوين مخصصات لمواجهة الخسائر المحتملة، وعليه فالتصكيك يعد أحد أشكال الاستثمار خارج بنود الميزانية، الذي لا يحتاج إلى رأسمال مثل الالتزامات العرضية.
- يوصف التصكيك بأنه طريقة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالبنوك وغيرها من المؤسسات؛ ذلك لأن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة، بينما مخاطر نفس الأصل أكبر إذا كان موجوداً ضمن مكونات أصول المنشأة كلها.
- يزيد التصكيك من قدرة المنشأة على زيادة وتوسيع نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها.
- الصكوك أدوات قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض البنكي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.

المبحث الثاني

أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد القومي وتنمية الأسواق المالية

تلعب الصكوك دوراً هاماً في الاقتصاد القومي بوجه عام، وتنمية الأسواق المالية بشقيها سوقي الإصدار وسوق التداول، وكذلك تساهم في رفع كفاءة الأسواق المالية، بما يؤدي لخلق سوق يتصف بالشفافية والأفصاح.

المطلب الاول : أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد القومي

1: الإسهام في تحقيق التنمية الاقتصادية:

يعد الاستثمار أحد دعائم النمو الاقتصادي، خاصة في البلدان حيث أنه بزيادة حجمه يزيد معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة القيمة المضافة والإنتاجية وتشغيل القوى العاملة.

إن الصفات الرئيسة للصكوك الإسلامية تمكنها من الارتقاء إلى سلم التنمية ومن أهم هذه الصفات كونها مرتبطة باستثمارات حقيقية، وهذه الاستثمارات تعد بديلاً ناجحاً عن الاستثمار غير الحقيقي الناتج من الفائدة وأنه يزيد المرابي غنى والمقترض إيذاءً وفقراً، حيث أن التنمية الاقتصادية تتطلب وجود استثمار حقيقي يخدم العملية الإنتاجية في محاولة النهوض بالإمكانات الاقتصادية داخل الدولة، إضافة إلى ذلك تتمتع الصكوك الإسلامية - أو بالأحرى الأساليب الاستثمارية محل التصكيك - بصفة اعتماد الأولويات الإنمائية، بحسب ما تقتضيه منظومة العقلانية الاقتصادية وبالشكل الذي يحقق المقاصد الشرعية.

وتتملك الصكوك مقومات التنمية الاقتصادية ومؤهلاتها المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، وفي هذا الإطار تكون صيغة التمويل (الاستثمار) التي يكون فيها سداد الأصل والحصول على الربح متوقف على نجاح المشروع، ستكون أقدر على

تحقيق متطلبات التنمية أحسن من صيغ التمويل الأخرى القائمة على الفائدة المضمونة، وتتفرع من هذه الميزة ميزات أخرى كثيرة لصالح العملاء ومشروعات التنمية، ومنها أن قاعدة الغنم بالغرم تجعل الجهة الممولة تبذل كل ما في وسعها أثناء الدراسة والتحليل والتقييم لاحتمالات نجاح المشروع وبذلك تساعد العملاء على عدم الخوض في مشروعات لا تثبت جدواها الاقتصادية والاجتماعية(1).

فعلى سبيل المثال يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة لتمويل مشاريع ذات نفع عام التي ترغب الحكومة في إقامتها لتحقيق مصلحة عامة تراها، لا بغرض الربح، مثل تمويل بناء الجسور والمطارات والطرق والسدود وسائر مشروعات البنية التحتية، حيث تكون الحكومة هنا هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة ملاك هذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة - بصفتها مستأجراً- بإتاحة تلك المشاريع للمواطنين لاستخدامها والانتفاع بها، كما يمكن أيضاً استخدام صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية.

فالخدمات المالية الإسلامية بأدواتها المتنوعة قادرة على قيادة برامج تمويل المشاريع الحكومية بكفاءة عالية وبتكلفة منخفضة وبآجال مختلفة.

2: تحقيق التوزيع العادل للثروة:

تعد صكوك الاستثمار الإسلامي وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر؛ إذ تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، وبهذا تنتشر الثروة على نطاق أوسع دون أن تكون دولة بين الأغنياء المعدودين، ولعل ذلك من أعظم أهداف الاقتصاد الإسلامي.

ويعتمد الاستثمار الإسلامي على مبدأ احتمال الربح مقابل احتمال الخسارة وهو أساس العدل في العمل الاقتصادي، والصكوك القائمة على أساليب المشاركة تتضمن عموماً عدالة توزيع الأرباح، ففي الشركة توزع الأرباح بحسب الاتفاق

(1) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص252.

وبحسب عدد الأسهم المشاركة في العملية الاستثمارية، وكذلك الحال بالنسبة للمضارب، حيث يحصل على الأرباح مقابل عمله ويحصل صاحب المال على الربح مقابل مساهمته بالمال، في حين يحصل المزارع في حالتي المزارعة والمساواة على الثمر بنسبة معينة مثلما يحصل عليها صاحب الأرض أو الزرع، أما لأساليب البيوع فإن عدالة توزيع الأرباح مرتبطة إلى حد كبير بقوة العرض والطلب في السوق وسعة الأسعار السائدة فيه، ورغبة البائع والمشتري الحقيقية في البيع والشراء والمضاربة بالسلع، وظروف السوق بشكل عام، إضافة إلى حصول صاحب الحرفة على حقه بشكل يتناسب مع عمله وجهده.

ومن جهة أخرى تتطلب عدالة توزيع الأرباح في الاستثمارات الإسلامية عدالة توزيع الثروة من خلال فريضة الزكاة التي تقوم بهذه العملية بشكل يتناسب مع حجم الثروات والموارد المتاحة.¹

3: حل مشكله المديونية والتخفيف من معالجه عجز الموازنة

ويعد تمويل العجز المالي الحكومي من الأمور التي أجازتها الشريعة بفعل رسول الله صلى الله عليه وسلم للمصالح العامة ؛ فقد اقترض الرسول درعاً من صفوان بن أمية عند الخروج إلى غزوة حنين، حتى أنه توفي صلى الله عليه وسلم ودرعه مرهونة. وليس القرض هنا شخصياً؛ وإنما هو قرض عام، بدلالة أن الرسول صلى الله عليه وسلم أوفى القرض من مال الصدقة.

وبذلك ننتهي إلى أن العجز المالي الحكومي أمر واقع فعلاً وجائز شرعاً، وأن تتم مواجهته بالأساليب الشرعية. وتعد الصكوك من أهم الأدوات الإسلامية لمواجهة عجز الموازنة العامة للدولة. كما تتعدد الصكوك الإسلامية باختلاف آليات إصدارها التي تتم وفق صيغ التمويل المختلفة.²

1 (معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، المرجع

السابق ص 253

² الطيب داودي وصبرينه كردودي، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، 2014، ص ص 1-3.

تتيح الصكوك الإسلامية الفرصة لمعالجه عجز الموازنة العامة للدولة لسداد احتياجاتها التمويلية التي تحتاج إلى أموال ضخمة.

أما بالنسبة لدور الصكوك في حل مشكله المديونية سواء كانت ديونًا خارجية أو داخلية فإنه بإمكان الدولة إصدار صكوك ملكيه خدمات عامة أو عن طريق صكوك الاستصناع

والصكوك بديل شرعي مقبول مرحليًا في الصناعة المالية الإسلامية عن السندات التقليدية، وهي في الوقت نفسه تقريب لفكرة الأسهم، وهذا ما يوضح لنا طبيعة الصكوك بشكل واضح (1).

1 أمل علي إبراهيم وآخرون ، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها في النمو الاقتصادي، مرجع سابق ، ص15.

المطلب الثاني: دور الصكوك في تنمية الأسواق المالية

توفر الصكوك الإسلامية (أو عملية التصكيك) العديد من المزايا لمختلف المتعاملين في مجالها من مصدريين أصليين ومستثمرين، إضافة إلى ما تحققه من مزايا لأسواق الأوراق المالية وللاقتصاد الوطني ككل، وهذا ما نستعرضه فيما يلي:

أولاً: أهمية الصكوك الإسلامية في تنمية سوق الإصدار:

أثبتت العديد من الدراسات وجود علاقة طردية بين الاستثمارات والنتائج المحلي الإجمالي، حيث تؤدي زيادة الاستثمارات إلى زيادة معدلات الناتج المحلي الإجمالي وزيادة معدلات الرفاهية الاقتصادية.

وتعتبر الصكوك أحد الأدوات التمويلية لتمويل الاقتصاد؛ ولذا فإن زيادة إصدارات الصكوك سوف تسهم بشكل مباشر في زيادة الاستثمارات وبالتالي الناتج المحلي الإجمالي كما سبق توضيحه في دور الصكوك تنميته الاقتصاد القومي.

ويسهم السوق الأولي (سوق الإصدار) في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال عدة مؤشرات من أهمها:

- الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في أسواق رأس المال إلى الناتج القومي، فزيادة هذه النسبة تشير إلى أن الأسواق المالية تسهم في تحريك الموارد المالية وتفعيلها.

- الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في التكوين الرأسمالي الإجمالي، فإذا ما تم تمويل جزء من التكوين الرأسمالي عن طريق الإصدارات المختلفة من الأدوات المالية فإن ذلك يدل على الدور الفعال الذي تؤديه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

- ويمكن للأدوات المالية الإسلامية أن تشكل قنوات جيدة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية إنتاجية تسهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، خصوصاً إذا ما علمنا أن إصدارات الصكوك الإسلامية لا بد وأن ترتبط بمشاريع وأصول حقيقية⁽¹⁾.

ولقد زادت أهمية الصكوك كأداة للتمويل الإسلامي في السنوات الماضية، للنجاح في هيكلة الصكوك التي تتوقف على المتخصصين أو المشاركين في السوق وخبراء الشريعة الإسلامية ومراقبي الحسابات والمدقق الشرعي ووكالات التصنيف الائتماني التي لديها الخبرة بالتصنيف للأدوات المالية الإسلامية، هذا فضلاً عن المتخصصين الأكاديميين في الخدمات المالية الإسلامية²

ثانياً: دور الصكوك في تنمية الأسواق الثانوية (سوق التداول):

تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً مهماً في الاقتصاد القومي نظراً لما يمكن أن توفره هذه الأسواق من فرص نجاح لتمويل الشركات والجهات الاعتبارية، وزادت أهميتها مع التطورات التكنولوجية خاصة في مجال تكنولوجيات الإعلام والاتصال، ومحاولة كل منها الاستفادة أكثر من الفرص الاستثمارية والتمويلية التي قد توفرها أسواق الأوراق المالية على المستوى العالمي، مما وضع أسواق الأوراق المالية العالمية أمام تحدي مواكبة التغيرات العالمية الاقتصادية وتحدي توفير فرص استثمار وتمويل لكل المتعاملين في الأسواق سواء المستثمرين الصغار أو الكبار.

(1) سليم قط، مسعودة نصبة ، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها ، مرجع سابق ، ص 139.

(1) Rafisah Mat Radzi, Evolution In the Sukuk Structure: How do market demand & sharia solution shape them? , journal of Islamic Banking & finance, vol 6, No1, June 2018, p26

- لذا سعت الأسواق المالية إلى تطوير المنتجات المالية وتنويعها، الأمر الذي أدى إلى زيادة مساهمة أسواق الأوراق المالية في عمليات التنمية الاقتصادية من خلال رفع معدلات التمويل وتوفير السيولة.

- ولقد زادت أهمية المعاملات الاقتصادية والمالية الإسلامية نظرًا لطبيعة المعاملات المالية التقليدية في الأسواق الوضعية، وما يكتنفها من مظاهر الغش والتلاعب والقمار والبيع الصورية أو المظهرية وبيع الدين بالدين، كلها من المعاملات المحرمة شرعًا وسببًا مباشرًا أو غير مباشر في حدوث الأزمات المالية والاقتصادية، والملاحظ أن كثيرًا من اقتصاديات الدول الإسلامية وغير الإسلامية أدركت مدى صحة ومتانة المعاملات المالية والاقتصادية الإسلامية؛ مما أدى بها إلى تبني بعض هذه المعاملات على غرار بريطانيا التي فتحت الباب أمام المعاملات المصرفية الإسلامية، كما أصبحت ماليزيا النموذج المثالي والرائد في الكثير من المعاملات المالية الإسلامية وأنشأت سوق الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى البحرين التي قطعت شوطًا كبيرًا في هذا المجال.

ويتداول في هذه الأسواق الإسلامية أوراق مالية إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، إلا أن أسواق الأوراق المالية الإسلامية أمام تحدي تطوير منتجاتها المالية وهذا بواسطة الهندسة المالية الإسلامية التي يجب أن توفر أدوات استثمارية تضمن حلولاً تمويلية واستثمارية مع عدم مخالفتها للأحكام الشرعية من أجل تعبئة المدخرات واستغلالها في إحداث التنمية الاقتصادية⁽¹⁾.

(1) سلم قط، مسعودة نصية ، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق ، ص ص114-115.

وتظهر أهمية ودور الصكوك المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي (1):

- إن ابتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك المالية الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية، سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، وهو ما يعد أمرًا حيويًا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد، حيث تتعدد أنواع وأجال الصكوك، فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات كالزراعة، الصناعة، العقار... الخ

- تقدم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك التي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بديلاً قريباً للمعاملات المصرفية، فعندما تنتوع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وتنظم قواعد المعاملات بها، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراء للمدخرين من ودائع المصارف وتصبح مصدرًا أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين.

- إن التوسع في إصدار الصكوك المالية الإسلامية نتيجة تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على خلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، بما يسهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع الاستثمار.

- إن ازدياد كمية ونوعية الصكوك المالية الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك المالية الإسلامية والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية.

(1) بربري محمد أمين، فوزاين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق ذكره، ص ص 33-34.

وفيما يلي نوضح أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية⁽¹⁾:

- إدراج أسهم الشركات المصدرة للصكوك في سوق الأوراق المالية:

حيث يمكن أن تشكل أسهم هذه الشركات إضافة كمية للأسواق المالية تعمل على تفعيل أنشطة هذه الأسواق، وذلك للحجم الكبير الذي يمثلته رأسمال هذه الشركات.

- إدراج صكوك إسلامية:

تقوم البنوك الإسلامية وغيرها من الشركات بتقديم أدوات مالية إسلامية جديدة قائمة على أسس الشريعة الإسلامية، مما يشكل أيضًا إضافة كمية ونوعية مختلفة عما هو موجود في أسواق الأوراق المالية المحلية منها والعالمية، فعمليات التصكيك إذن تؤدي إلى تطوير تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية وبالتالي توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية.

فالصكوك الإسلامية تنتمي جانب الطلب على السيولة النقدية في سوق الأوراق المالية، وهو جانب مهم في تنمية هذه السوق، حيث أن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها.

- زيادة رسيمة سوق الأوراق المالية وعدد المتعاملين فيها:

أن تنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والأجال يمكن سوق الأوراق المالية من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، فالصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام فئات في المجتمع كانت تمتنع عن استثمار أموالها في المعاملات والأدوات التي لا تراعي الضوابط الشرعية كالسندات التقليدية، وبالتالي فهذه الصكوك تعد صيغة بديلة

(1) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص ص250-251.

لتلك المعاملات والأدوات المالية وتحقق مقاصد شرعية وفق منهج قائم على العدل وحفظ الحقوق، وهذا بدوره يسهم في إيجاد سوق مالية إسلامية عالمية مرنة تتعامل بالأسهم والصكوك المشروعة، ولها القدرة على جذب رؤوس الأموال الطائلة المدخرة لدى المستثمرين المسلمين وغيرهم من الممتنعين عن توظيفها في أسواق رأس المال العالمية، خاصة أموال المغتربين وسائر الأموال المهاجرة خارج العالم الإسلامي، وهذا ما يؤدي بدوره إلى توسيع حجم أسواق الأوراق المالية وانتعاشها.

- انفتاح سوق الأوراق المالية عالميًا:

تعمل الصكوك الإسلامية على زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، الأمر الذي ينتج عنه انفتاح سوق الأوراق المالية عالميًا، والإسهام في حملة الإصلاح والإعمار المالي الذي تسعى إليه الكثير من الحكومات والمؤسسات المالية، مما يساعدها على دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية.

- إضافة مؤسسات مالية جديدة:

يتعين الاهتمام بالأسواق المالية نتيجة الحاجة الماسة لإنشاء العديد من الشركات المنتجة، وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الجديدة، حيث يعتبر ذلك هو المعيار الأساسي للحكم على مدى نجاح سوق الأوراق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل، ومن ثم إثراء وتوسيع وتنشيط السوق الثانوية.

ويتطلب تطوير السوق الأولية توفر مؤسسات مالية متخصصة في وظائف تعد ضرورية لتطوير السوق الأولية، ومن أمثلة تلك المؤسسات: موجد العملية، الشركة ذات الغرض الخاص SVP، متعهد تغطية الإصدار، متعهد إعادة الشراء، وكيل الدفع، الأمين... وبالإضافة إلى هذه المؤسسات لابد من وجود إطار تشريعي وتنظيمي مناسب يسمح بإصدار مثل هذه الصكوك مما يدعم الثقة في هذه الأسواق ويمكنها من الإسهام في تحقيق التنمية الاقتصادية.

وتساعد عمليات التصكيك على تقليص دور الوساطة التقليدية بالنسبة لطالبي التمويل.

ثالثاً: أثر التصكيك الإسلامي في كفاءة سوق رأس المال الإسلامي:

حتى يتمكن سوق رأس المال من أداء وظائفه، لا بد من أن يكون على درجة عالية من الكفاءة، ويشار إلى السوق بأنها كفاء إذا كانت قادرة على تخصيص الموارد المالية بشكل كفاء، ويشمل مفهوم كفاءة السوق المالية كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

ويقصد بكفاءة التسعير، أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات بالوقت نفسه وبتكلفة متدنية.

أما كفاءة التشغيل، فيقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب على الأدوات المالية دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسмсرة.

فيما يتعلق بكفاءة التسعير فيمكن أن تضمنها التشريعات المتعلقة بالإفصاح، كما يضمنها استخدام وسائل اتصال حديثة تضمن الحصول على المعلومات بشكل مستمر وسريع، وتضمن اتصال العملاء بوكلائهم وبالسوق وأجهزته المختلفة، أما كفاءة التشغيل فتقتضي توافر كفاءة تسعيرية للأصول المالية المختلفة مما يعمل على تحقيق توازن بين العرض والطلب عليها بالمقابل تعتمد الكفاءة التسعيرية على الكفاءة التشغيلية فلا تتحقق الأولى في ظل أسعار مرتفعة للوساطة المالية مما يؤدي بالنهاية إلى تخصيص غير كفؤ للمواد المالية.

وتعمل الأسواق الثانوية على تسهيل الأصول المختلفة وإضفاء صفة النشاط على تعاملات الأسواق المالية.

ولا شك أن زيادة عدد الإصدارات للصكوك سوف يكون لها دور فعال في تنشيط السوق الثانوي للصكوك (سوق التداول)، وسوف تساعد طبيعة تلك المعاملات على تنشيط ورفع كفاءة سوق التداول⁽¹⁾.

(1) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص 139-141.

إلا أن هناك صعوبة في تقييم سعر الصكوك في سوق التداول وتقدير العائد المتوقع لأنه يتوقف على طبيعة النشاط وتحديد عناصر الخطر لتلك الاستثمارات وإلا فصاحات خلال عمر الصك، والتصنيف الائتماني وآراء المحللين وتوصيات البيع والشراء للصك¹.

فمن المتوقع أن تقوم الأسواق الثانوية بدورها بشكل أفضل في سوق رأس المال الإسلامي، وذلك لانقضاء الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بأسواق رأس المال التقليدية التي تؤثر سلباً في تخصيص الموارد، ذلك أن المضارب يعني بالقيمة السوقية للأسهم والسندات في الأجل القصير التي يدخل في تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمرود المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد باتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع، وذلك يؤثر في عملية تحديد الأسعار العادلة، ويخل بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار وزعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، مما سيكون لها الأثر السيئ في كفاءة أسواق رأس المال التقليدية، وحجبها على أداء دورها التنموي.

كما أن معيار حجم التداول الذي يتخذ كمعيار أساسي لتقدير مدى كفاءة أسواق رأس المال التقليدية لن يعبر عن أفضلية لهذا المعيار في ظل سوق رأس المال الإسلامي حيث يكون المعيار الإسلامي هو اتجاهات التعامل ومدى مناسبتها للأولويات والأنشطة التنموية.

لذلك فإن كفاءة سوق رأس المال الإسلامي ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، من هنا يمكن القول أن سوق رأس المال الإسلامي سوق تقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية.

(2)Mohammed Sawkat Hossian,Md Hamid Uddin ,Sarkar Kabir ,Sukuk as a financial assets: a review, Academy of Accounting& Financial Studies Journal. Volume 22,2018 p13¹

الفصل الثالث

صيغ التمويل الإسلامي وإدارة مخاطرها

المبحث الأول دليل مشروعية صيغ التمويل للصكوك

وضع الإسلام صيغاً لاستخدام الأموال واستثماره بالطرق المشروعة سواء بتعاون المال مع المال أو بتعاون المال مع العمل وهي ما يمكن تسميتها بصيغ التمويل^(١).

١- المضاربة:

لغة: هي مفاعلة من الضرب في الأرض وهو السير فيها.

جاء في القاموس المحيط: وضارب له اتجر له في ماله وهي القراض.

وعرفه الفقهاء بأنه: "أن يعطى الرجل للرجل المال على أن يتجر به على جزء معلوم بأخذه العامل من ربح المال أي جزء كان مما يتفقان عليه ثلثاً أو ربعاً أو نصفاً.

ويقول تعالى في سورة المزل: ﴿وَأَخْرُوجَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ﴾ [المزل: ١٨].

وقد أجمع العلماء على جواز عقد المضاربة، وقد روي عن صهيب الرومي - رضي الله عنه أن رسول الله قال: "ثلاثة فيهن البركة البيع إلى أجل، والمقارضة، وخط البر بالشعير للبيت لا للبيع"، والمقارضة هنا تعني المضاربة عند أهل الحجاز.

ونظراً لأن المضاربة تقوم على رأس المال والربح والعمل، فلكل منهم شروط:

- شروط تتعلق برأس المال : بأن تكون نقوداً حقيقياً، ولا يكون رأس المال ديناً في ذمه القائم بالتنمية، وإن يكون رأس المال معلوماً.

- شروط تتعلق بالربح : بأن يكون نصيب كل طرف من الربح معلوماً، وأن يكون النصيب حصة شائعة من الربح.

(١) عثمان احمد عثمان، الرقابة الشرعية على المصارف الإسلامية، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص ص

- شروط تتعلق بالعمل: اختصاص العامل بالعمل ، والا يضرب عليه أجلاً" يمنعه من التصرف.

وليراع في القراض ثلاثة أركان:¹

- رأس المال، وشرطه أن يكون نقداً معلوماً مسلماً إلي العامل، فلا يجوز القراض علي الفلوس ولا علي العروض، فإن التجارة تضيق فيه. ولا يجوز علي صرة من الدراهم، لأن قدر الربح لا يتبين فيه، ولو شرط مالك اليد لنفسه لم يجز، لأن فيه تضيق طريق التجارة.
- الربح، وليكن معلوماً بالجزئية بأن يشترط له الثلث أو النصف أو ما شاء، فلو قال: علي أن لك من الربح مائة والباقي لي، لم يجز إذ ربما لا يكون الربح أكثر من مائة فلا يجوز تقديره بمقدار معين بل بمقدار شائع.
- العمل الذي علي العامل، وشرطه أن يكون تجارة غير مضيقة عليه بتعيين وتأقيت، فلو شرط أن يشتري بالمال ماشية ليطلب نسلها فيتقاسمان النسل، أو حنطة فيخبزها ويتقاسمان الربح، لم يصح، لأن القراض مأذون فيه في تجارته وهو البيع والشراء وما يقع من ضرورتهما فقط.

2-المزارعة:

لغة: المزارعة لغة مفاعلة من الزرع وهو الإنبات في اصطلاح الفقهاء.

اصطلاحاً: هي دفع أرض وحب لمن يزرعه ويقوم عليه أو مزروعاً لمن يعمل عليه بجزء مشاع من المتحصل ويلزم العامل ما فيه صلاح الثمرة والزرع وزيادتها من السقي والحريث والآلة...الخ.

تنبت المزارعة بالسنة والإجماع، فقد روي عن ابن عمر رضي الله عنه أن النبي صلي الله عليه وسلم "عامل أهل خيبر بشطر ما يخرج منها من ثمر أو زرع".

¹ الإمام أبي حامد محمد بن محمد الغزالي، إحياء علوم الدين، المجلد (2) مكتبة الإيمان، 1996، ص 103

وتتمثل شروط المزارعة في أهليه المتعاقدين وتعيين الارض وتحديدها وصلاحياتها، وبيان مده المزارعة، والنصيب الشائع لكل المتعاقدين.

أما الإجماع فقط أجمع الصحابة قولاً وعملاً علي مشروعية المزارعه ولم يخالف في ذلك أحد منهم. فالمزارعه شريعة متوارثه، لتعامل السلف والخلف من غير نكير.

وقد اختلف الفقهاء الأربعة في حكم المزارعة إلي اتجاهين فذهب المالكية والحنابلة وأبو يوسف وعليه الفتوي عند الحنيفة إلي جواز عقد المزارعة ومشروعيتها واستدلوا من ذلك بالسنة والإجماع. أما أبو حنيفة فقد ذهب إلي عدم جواز المزارعة مطلقاً. ولكن الامام مالك رحمه الله قال بأنه لايجوز إعطاء الأرض مزارعة إلا أن يكون أرضاً وشجراً فيكون مقدار البياض من الأرض ثلث مقدار الجميع ويكون السواد مقدار الثلثين من الجميع ، فيجوز بذلك أن تعطي بالثلث والربع.¹

3-المساقاة:

لغة: لفظ المساقات منبثق من سقى الثمرة، وهي مفاعلة على تشرب بساق.

اصطلاحاً: المساقاة هي ذلك النوع من الشركات التي تقوم على أساس بذل الجهد من العمل في رعاية الأشجار المثمرة وتعهدها بالسقي والرعاية على أساس أن يوزع الناتج من الثمار بينهما بنسبة معينة متفق عليها.

ودليل مشروعية المساقات هو نفسه دليل مشروعية المزارعة عند أغلب الفقهاء أي بالإجماع، فقد روى البخاري حديث ابن عمر رضي الله عنه عن أهل خيبر برواية أخرى، فهي أن الرسول صلي الله عليه وسلم ساقاهم على نصف ما تخرجه الأرض والثمره.

¹ انعام حسن عبد الوهاب، الصكوك الإسلامية واستهداف التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستيرشعبة الاقتصاد، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، 2018، ص82

وأركان المساقاة الايجاب والقبول، المدة التي يجوز فيها التعاقد عليها ، ومحل المساقاة.¹

4-المشاركة:

لغة: المشاركة لفظ مشتق من الشركة.

اصطلاحاً: يعرف الفقهاء المسلمون الشركة بأنها عبارة عن تعاقد بين اثنين أو أكثر على العمل للكسب بواسطة الأعمال أو الأموال أو الوجاهة (مراكزهم الشخصية) ليكون الغنم بينهم حسب الاتفاق.

ودليل مشروعية المشاركة هو أن المشاركة مشروعة بالكتاب والسنة، لقوله تعالى: ﴿وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ﴾ [ص: 24].

وقوله تعالى (فيهم شركاء في الثلث)

(النساء : 12)

وفي السنة قال رسول الله صلي الله عليه وسلم

(يد الله مع الجماعة)

وروي عن رسول الله صلي الله عليه وسلم أنه قال فيما يرويه عن ربه - عز وجل-: "أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه، فإذا خانه خرجت من بينهما" [رواه أبو داود].

والاجماع : اجمع المسلمون علي جواز الشركات بلا خلاف بينهم مادامت تتفق مع الضوابط الشرعية.²

¹ <http://accdiscussion.com/acc11576.html>

² عثمان احمد عثمان، الرقابة الشرعية علي المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، صص 150-152

5-المربحة:

لغة: المربحة مفاعله من الربح وهو الزيادة وهو النماء في التجارة.

اصطلاحًا: المربحة هي البيع بالزيادة على الثمن الأول، وهي اشتراك البائع والمشتري في قبول الأرباح بالقدر المحدد علي زياده ثمن الشراء عند البيع من البائع الي المشتري، وتنقسم البيوع الإسلامية إلى:

- بيع الأمانة: هي التي يتم الاتفاق فيها على سعر السلعة بين البائع والمشتري مع الاختيار بسعرها الأصلي، وهي:

- بيع الوضعية: ثمن البيع أقل من ثمن الشراء.
- بيع التولية: ثمن البيع يساوي ثمن الشراء.
- بيع المربحة: ثمن البيع أكبر من ثمن الشراء.

- بيع المساومة: هي التي يتم الاتفاق فيها على سعر السلعة دون اشتراط معرفة ثمنها الأصلي أي بالمساومة بين الطرفين.

ودليل مشروعية المربحة:

قال تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ [البقرة: 275]، والمربحة بيع من البيوع في الإسلام.

وبيع المربحة هو بيع السلعة بالثمن الاول مع الزيادة، والربح باتفاق البائع والمشتري، وقد تتم المربحة بالوعد بالشراء ، بأن يقدم عميل المصرف مبدئيًا "برغبته في الحصول علي سلعه ما ووعد بالشراء لها بعد تملك المصرف لها وأضافه ربح محدد.

6-الإجارة:

لغة: الإجارة من أجر بأجر، وهو ما أعطيت من أجر في عمل.

اصطلاحاً: هي عقديع منفعة مباحة معلومة، تؤخذ شيئاً فشيئاً مدة معلومة من عين معلومة. وعرف بأنه عقد علي منفعة مباحة معلومة وبمده معلومة ، من عين معلومة أو موصوفه في الذمه أو عمل بعوض معلوم.

ودليل مشروعيه الإجارة في القرآن والسنة والإجماع.

في القرآن لقوله تعالى: ﴿قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ﴾ [القصص: 26].

وأما السنة فأحاديث كثيرة، منها ما رواه أبو هريرة رضي الله عنه أن رسول الله صلي الله عليه وسلم قال: "ثلاثة أنا خصيمهم يوم القيامة: رجل أعطى ثم عذر، ورجل باع حرًا فأكل ثمنه ورجل استأجر أجيرًا فاستوفى منه ولم يوفه أجره".

كما أجمع أهل العلم على جواز الإجارة وأنها جائزة على منافع الإنسان، كما أنها جائزة على منافع الأعيان لأن الإنسان قد يحتاج إلى منافع الأعيان ولا يجد الثمن ليشتري العين (السلعة).¹

7-السلم:

لغة: السلم يعني السلف، وقد تسمى سلمًا لتسليم رأس المال في المجلس، ويسمى سلمًا لتقديم رأس المال، فكان المشتري أسلف للبائع، فأسلمت إليه بمعنى أسلفت، فالسلم هو أستعمال رأس المال وتقديمه ، وهو بيع أجل بعاجل ، وعرف أنه بيع الموصوف في الذمة الي أجل .

¹ <http://accdiscussion.com/acc11576.html>

اصطلاحًا: هو أن يسلم عوضًا حاضرًا في عوض موصوف في الذمة إلى أجل.

فالسلم إذا هو عكس البيع لأجل ففي الأول يتم تعجيل الثمن ويؤجل المثلن، وأما الثاني فيجعل المثلن ويؤجل الثمن. وقد شرع السلم على الطرفين لأن المبيع يكون نازلًا في القيمة عن البيع العادي، فيستفيد البائع من قبض رأس المال المعجل لينفقه على حوائجه ويستفيد المشتري في إنقاص الثمن.¹

ودليل مشروعية السلم

لقوله تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ ﴾

[سورة البقرة: 282].

قال القرطبي رحمه الله في تفسيره (قال ابن عباس رضي الله عنه) هذه الآية نزلت في السلم خاصة، معناه أن سلم أهل المدينة كان سبب هذه الآية الكريمة، ثم تتناول جميع المداينات إجماعا.

أما في السنة فروي: سعيد بإسناده عن ابن عباس رضي الله عنه أنه قال: اشهد أن السلف المضمون إلي أجل قد أحله.

الله جل جلاله في كتابه وأذن فيه، فروي ابن عباس رضي الله عنه قال : (قدم رَسُولُ الله صلى الله عليه وسلم) : من أسلف في شيء ففي كيل معلوم ووزن معلوم إلي أجل معلوم.

أما في الإجماع فقال ابن المنذر (أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم علي أن السلم جائز لورود النص الصحيح بذلك ، واعتبر استثناء عن نهيه صلى الله عليه وسلم عن بيع ماليس عندك، لأن الناس بحاجة لذلك. فظهر أن بيع السلم من

المصالح الحاجية ، وقد سماه الفقهاء بيع المحاويج²

¹ عثمان احمد عثمان، الرقابة الشرعية علي المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص152

² انعام حسن عبد الوهاب، الصكوك الإسلامية واستهداف التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستيرشعبة الاقتصاد، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، 2018، ص74

8-المغارسة:

لغة: المغارسة مفاعلة من الغرس.

اصطلاحاً: عرف ابن رشد (الحفيد) المغارسة كما يلي: وهي عند مالك أن يعطى الرجل أرضه لرجل على أن يغرس فيه عددًا من الثمار معلومًا فإذا استحق الشريكان للغارس جزءً من الأرض والشجر شائعًا متفق عليه، أي أن المغارسة تكون في الأشجار حيث يقوم العامل بغرسة أرض ببيضاء لحساب صاحبها حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجًا أخذ العامل جزءً من الأرض والشجر كأجرة له على ذلك؛ لذلك اعتبرناها نوعًا من الإجارة.

ودليل مشروعية المساقات هو نفسه دليل مشروعية المزارعة عند أغلب الفقهاء أي بالإجماع، فقد روى البخاري حديث ابن عمر رضي الله عنه عن أهل خيبر برواية أخرى، فهي أن الرسول صلى الله عليه وسلم ساقاهم على نصف ما تخرجه الأرض والثمرة .^(١)

وفي رواية علي أن يعتملوها من أموالهم، ولرسول الله صلى الله عليه وسلم شطر ثمرها في هذه الأحاديث جواز المساقاة، وبه قال مالك والثوري والليث والشافعي وأحمد وجميع فقهاء المحدثين وأهل الظاهر وجماهير العلماء. وقال أبو حنيفة : لا يجوز وتأول هذه الأحاديث علي أن خبير فتحت عنوة وكان أهلها عبيدًا لرسول الله صلى الله عليه وسلم، فما أخذه فهو له وماتركه فهو له. وأكدت السنة علي فضل الغرس والزرع. فعن جابر قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " مامن مسلم يغرس غرساً إلا كان مأكل منه له صدقة. وما سُرق منه له صدقة. وما أكل السبع منه فهو له صدقة . وما أكلت الطير فهو له صدقة . ولا يزرؤه أحد إلا كان له صدقة "².

¹ عثمان احمد عثمان، الرقابة الشرعية علي المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص152

² صحيح مسلم بشرح الإمام أبي زكريا يحيى بن شرف النووي، الجزء العاشر المجلد الخامس ، دار الفكر للطباعة والنشر، بيروت،

ص ص172-175

9- الاستصناع

أجاز مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي عقد البيع بالاستصناع حيث جاء في قراره ما يلي⁽¹⁾:

(أ) أن عقد الاستصناع ملزم للطرفين إذا توفرت فيه الأركان والشروط المحددة في العقد من حيث المواصفات ومواعيد التسليم.

(ب) أن يكون المعقود عليه معلوماً ببيان جنسه ونوعه وقدره وأن يحدد فيه موعد التسليم، لكن بعض الفقهاء كالحنفية لا يجيزون تحديد الأجل لأنه يفسد الاستصناع ويحوّله إلى عقد (سلم) ومن ثم يجب وضع شروط السلم فيه حتى يصبح صحيحاً.

(ج) جواز تأجيل دفع الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لآجال محددة وذلك حسب رأي بعض الفقهاء.

(د) يجوز أن يتضمن عقد الاستصناع شرطاً جزائياً في حالة تأخر المصرف عن الموعد المحدد وبمقتضى ما اتفق عليه العاقدان ما لم تكن هناك ضرورة للتأخير.

10- البيع الآجل

الاجل لغة²:

الأجل: مدة الشيء

والأجل الوقت الذي يُحدّد لانتهاه الشيء أو حُلُولِهِ.

يقال: ضربت له أجلاً.

ويقال: جاء أجله: إذا حان موته. والجمع آجال: والأجل غاية الوقت المحدّد لشيء،

وفي التنزيل العزيز: الأنعام آية 128 وَبَلَّغْنَا أَجْلَنَا الَّذِي أَجَّلْتَ لَنَا.

1 ماهر عزيز ، صيغ التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية،

2010، ص14.

² المعجم الوسيط <https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/home>

وقال تعالى: (وما كان لنفس أن تموت إلا بإذن الله كتاباً مؤجلاً.) آل عمران / 145

واصطلاحاً لا يتعدى معناه اللغوي فهو بمعنى التأخير.

أما البيع إلى أجل فهو ما يشترط فيه تأجيل الثمن، وعكسه منجز الثمن، وهو البيع الذي ينقد فيه الثمن، ويسمى أيضاً البيع بالنقد

ويعني قيام البائع بتسليم السلعة أو البضاعة المتفق عليها إلى المشتري في الحال مقابل تأجيل سداد الثمن إلى وقت أجل معلوم سواء أكان التأجيل للسعر كاملاً أو لجزء منه.

وقد جرت العادة على تسديد الجزء المؤجل من السعر الكلي للسلعة على دفعات أو أقساط؛ لذا سمي البيع إلى (أجل البيع بالتقسيط)، وقد يكون البيع إلى أجل بسعرين: (أ) السعر الحاضر، وهو السعر النقدي.

(ب) السعر الآجل، وهو سعر البيع وبسعر أكبر من الثمن الحاضر.

وهناك اختلاف في آراء الفقهاء حينما يكون البيع بسعرين مختلفين، أي حينما يكون السعر الآجل أعلى من السعر الحاضر.

فبعض الفقهاء¹ أجاز ذلك البيع إذا كان عن تراضٍ بين البائع والمشتري، استناداً إلى قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ ۖ﴾.

والأصل في الأشياء الإباحة ما لم يعارضها نص شرعي، فالعقود جميعها مباحة إذا كانت مبنية على التراضي بين المتعاقدين، ما لم يمنع ذلك نص من نصوص الشرع، ولم يرد مانع، بل جاء النص عاماً في جواز البيع، وذلك قوله تعالى: (وأحل الله البيع).

¹ ماهر عزيز، صبح التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، المرجع السابق، ص 17

والبيع إلى أجل مع زيادة الثمن على الحال عقد مبني على التراضي، يخدم الطرفين، فالبايع ربحه يزيد، والمشتري ينتظر زمنا ما حتى تحصل له السلعة، فيستفيد من هذه السلعة التي قبضها قبل أن يتوفر لديه ثمنها، والمعروف أن للزمن قيمة اقتصادية مهمة في المقاولات وعقود الاستصناع وغيرها من أنظمة التجارة والمعاملات .

ورد الجمهور على استدلال المانعين بحديث (من باع بيعتين)، فالممنوع . عند الجمهور. هو قبول إحدى الصفقتين على الإبهام، أما لو قال: قبلت بألف نقدا أو بألفين نسيئة صح ذلك¹

بينما منع البعض الآخر² هذا البيع بحجة أن هذه الزيادة تمثل (ربا) حيث أن هذه الزيادة يطلب دفعها عن المشتري مقابل التأجيل أو ثمن الوقت، ويرى بعض الفقهاء أن العلة من عدم جواز البيع هو كونها زيادة في الدين بغير عوض، وهو معنى (الربا)، استنادًا إلى قوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ .

وأن الزيادة في الثمن في نظير الأجل، كالزيادة في الدين نظير الأجل، فكما أن الأخيرة تعتبر ربا، كذلك الزيادة في الثمن نظير الأجل في البيع تعتبر ربا، فهي داخلية في عموم النهي عن الربا وتحريمه؛ إذ أن الحالتين كليهما فيهما معاوضة على الزمن، وهذا هو الربا .

وفي السنة النبوية، فمن ذلك قوله . صلى الله عليه وسلم .: (من باع بيعتين في بيعة فله أوكسهما أو الربا) . واستدلوا بما ثبت عنه . صلى الله عليه وسلم . (نهى عن بيعتين في بيعة)³.

¹ حمزة ابو فارس ، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوريا، الدورة التاسعة عشر للمجلس ، اسطنبول، 2009، <https://www.e-cfr.org/blog/2020/>

² ماهر عزيز ، صيغ التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، المرجع السابق ، ص 17.

³ حمزة ابو فارس ، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوريا، مرجع سبق ذكره.

اما الجمهور فقد ذهبوا إلى جواز البيع إلى أجل مع زيادة في الثمن على ما لو باعه نقدا. وفسروا حديث النهي عن بيعتين في بيعة بما إذا تفرقا ولم يجزم المشتري بالأخذ بأحد الثمنين، أما إذا أخذ بأحدهما فالبيع صحيح¹.

ورد الجمهور هذا القول بأن الفرق بين الصورتين من ناحية عملية أن ما تقرر كونه ثمنا في الصورة الأولى، صار ثمنا باتا بعد جزم الفريقين بأحد الشقوق، ولا يزيد هذا الثمن بعد تمام البيع ولا ينقص باختلاف أحوال المشتري في الأداء، فلو كان المشتري اشترى البضاعة بعشرة على أنه سيؤدي الثمن بعد شهر، ولكنه لم يتمكن من الأداء إلا بعد شهرين، فإن الثمن يبقى عشرة كما هو وأما في الثانية فلا تزال تزيد الفائدة كلما يطول التأخير، فهذا يدخلها في الربا المحرم شرعا.

وقال ابن الهمام أثناء كلامه عن حديث النبي عن بيعتين في بيعة أو صفقتين في صفقة: ” فإن كون الثمن على تقدير النقد ألفا، وعلى تقدير النسيئة ألفين ليس في معنى الربا .

أن الزيادة في البيع الآجل جعلت مقابل العمل والضمان، فالبائع تعب في امتلاك السلعة ودخلت في ضمانه، فإذا هلكت فإنما هلاكها عليه، بينما الزيادة في الربا لم تجعل مقابل شيء.

والزيادة في البيع الآجل ربما لا تتحقق؛ لأن العوضين غير متماثلين، في حين أن الزيادة في الربا متحققة، فهي نقود في زيادة لأجل الآجل.

وقد ذهب إلى الجواز كثير من الفقهاء المعاصرين منهم الشيخ خليل عبد الكريم كوننج في كتابه ”المنتخبات الفقهية المعاصرة“ حيث قال: ”وتجوز الزيادة في الثمن لأجل.

وكذلك الأستاذ عبد الإله بن مزروع حيث قال: ”الراجح من أقوال أهل العلم هو جواز الزيادة في الثمن المؤجل عن الثمن الحال.

¹ حمزة ابو فارس ، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوريا، مرجع سبق ذكره.

وقال الدكتور وهبة الزحيلي عند حديثه عن بيعي التقسيط أو إلى أجل بأكثر من الثمن النقدي: ” وهذان النوعان يصلحان بدليلين مشروعين عن القروض الربوية، وهما جائزان لعموم الأدلة .

وجاء قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي العالمي في دورته السابقة بجدة 1992 م رقم القرار 66 / 2 / 7 مصرحاً بالجواز حيث جاء في فقرته الأولى: البيع بالتقسيط جائز شرعاً ولو زاد فيه الثمن المؤجل على المعجل.

أما المذهب الراجح فقد ذهب إلى ترجيح ما أعتدته الجمهور وغالب المعاصرين من جواز زيادة الثمن المؤجل على الحال وفقاً لما قرره مجمع الفقه الإسلامي بجدة¹.

11-الوكالة

والوكالة جائزة بإجماع المسلمين فلم ينقل عن أحد القول بمنعها وقد يستدل علي جوازها بقوله تعالى:

(فابعثوا أحداكم بورقكم)

فإن ذلك توكيل لأحدهم وقد أقره الله تعالى ورسوله إذ لم يرد ناسخ له وشرع من قبلنا شرع لنا مالم يرد ناسخ ينسخه وقد استدل علي جوازها بفعل النبي صلي الله عليه وسلم فقد روي أبو داود أن النبي صلي الله عليه وسلم وكل حكيم بن حزام بشراء أضحية ولكن في سنده مجهول ورواه الترمذي عن حبيب بن أبي ثابت عن حكيم ولكن حبيباً لم يسمع من حكيم فإذا كان حبيبته يكون الاحتجاج بالحديث صحيحاً والإفلا.

وروي أيضاً عن النبي صلي الله عليه وسلم وكل أبا رافع في تزويج ميمونة. وسواء صح سند هذه الأحاديث أو لا. فإن إجماع المسلمين عليها من غير أن يخالف فيها أحد من أئمتهم دليل علي جوازها من غير نزاع.

أما أركانها فهي أربعة: موكل بكسر الكاف، وموكل بفتحها، وموكل فيه، وصيغة. وتنقسم شروط الوكالة إلي أقسام منها ما يرجع الي الموكل. ومنها ما يرجع إلي الوكيل. ومنها ما يرجع الي الموكل فيه. ومنها ما يرجع إلي الصيغ التي تتحقق فيها الوكالة وفي كل ذلك تفصيل المذاهب.²

¹ حمزة ابو فارس ، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوروبا، المرجع السابق

² عبد الرحمن الجزيري، كتاب الفقه علي المذاهب الأربعة، الجزء الثالث، المكتبة التوفيقية، (بدون) ص ص 148-150

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها

أولاً : أنواع الصكوك

تتنوع الصكوك الاستثمارية الإسلامية إلى أنواع عديدة وفقاً لاعتبارات عديدة (1)؛ فبحسب آجالها تنقسم إلى صكوك قصيرة الأجل لمدة ثلاثة أشهر أو سنة (وتسمى أيضاً بشهادات الإيداع أو الاستثمار)، وصكوك متوسطة وأخرى طويلة الأجل.

وتتنوع بحسب صيغتها إلى صكوك مضاربة، إجارة، مشاركة، سلم، استصناع، متاجرة، أسهم، القرض الحسن. وبحسب صيغتها تنقسم إلى صكوك ذات أجل محدد، صكوك دائمة، صكوك متناقصة وصكوك متزايدة.

وتنقسم بحسب التخصيص إلى صكوك خاصة تصدر لتمويل مشروع معين، وصكوك عامة توزع حصيلتها على جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف (أو الجهة المصدرة).

كما يمكن تقسيم الصكوك حسب الجهة المصدرة إلى صكوك حكومية، صكوك الشركات، صكوك البنوك.

كما يمكن تصنيفها إلى صكوك قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول.

الصكوك القابلة للتداول: وهي صكوك تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع لذلك يمكن تداولها، وهي: صكوك المشاركة والمضاربة وصكوك الإجارة وصكوك صناديق الاستثمار وصكوك المزارعة والمساقاة والمغارة.

الصكوك غير القابلة للتداول: وهي التي لا يجوز تداولها لأنها قائمة على الديون، وما كان هذا شأنه فلا يجوز تداوله وتتمثل في صكوك السلم والاستصناع والمربحة.

(1) معطي الله خير الدين، شريك رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقدمات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 2012، ص 37، 41.

وبشكل عام فقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً واشتহারاً يمكن حصرها وتقسيمها إلى الأقسام التالية:

1: الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة.

2: الأدوات التمويلية القائمة على البيع.

3: الأدوات المالية القائمة على الإجارة.

4: صيغ أخرى للصكوك

1: الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة:

أ- صكوك المشاركة:

صكوك المشاركة: هي وثائق ذات قيمة متساوية يتم إصدارها من أجل استخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، وهي تعتمد بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعاً ويصبح المشروع أو أصول النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم وتدار الصكوك على أساس المضاربة أو الوكالة بالاستثمار⁽¹⁾.

والمشاركة عقد يتم بين اثنين على مساهمة كل منهم بمبلغ من المال - يسمى رأس المال- من أجل اشتراك في تمويل مشروع استثماري معين فيما بينهم، على أن يقسم الربح على ما يتفقون عليه والخسارة على قدر رأس مال كل منهم وبعبارة أخرى تعني المشاركة الاشتراك في الربح والخسارة من مشروع استثماري⁽²⁾.

هذا ولا تختلف صكوك المشاركة عن صكوك المضاربة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الإدارة لجنة للمشاركين يرجع إليهم لاتخاذ قرارات استثمارية.

(1) بربري محمد أمين، موزارين عبد المجيد، كريغار مراد ، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد رقم 2، أبريل 2018، الجزائر، ص30.

(2) سليم قط ، مسعودة نصبه ، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها ، مرجع سابق ، ص123.

وتنقسم صكوك المشاركة أيضًا إلى عدة أنواع نذكر منها ما يلي (1):

- صكوك المشاركة الدائمة (طويلة الأجل): وهي تشبه إلى حد بعيد الأسهم

الدائمة، مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأسمال المشروع وطرح الباقي في صورة صكوك للاكتتاب، سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث معين، وتُعد هذه الصكوك بديلاً عن الأسهم، حيث يمكن للمصدر أن يوسع نشاطه أو ينشئ مشروعًا موازيًا، فيقوم - باعتباره شخصية معنوية- بالتكفل بجزء من رأس المال وي طرح الجزء الباقي للاكتتاب.

- صكوك المشاركة المحدودة: وتكون مؤقتة بفترة زمنية محددة عادة ما تكون فترة متوسطة تنتهي بانتهاء المشروع أو الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية... إلخ، وتكون نهايتها بإحدى الصورتين:

▪ **صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:** حيث تسترد قيمة هذه الصكوك بصورة تدريجية وفقًا لأقساط دورية، ويحصل حاملها على جزء من الأرباح إن وجدت حسب ما بقي له من رصيد لم يدفع بعد.

▪ **صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة:** المتناقصة المنتهية بالتملك فعند نهاية المشروع يقوم المصدر عادة بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي، ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، كأن يكون المشروع هو القيام بحفر منجم، ففي نهاية المشروع (الحفر) يقوم المصدر بإعادة تقييم أصول المشروع (آلات، تجهيزات...) وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو تلك الأصول.

(1) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص239.

ويقوم التمويل بالمشاركة على مبدأ الغنم بالغرم حيث تتم المشاركة في الأرباح والخسائر التي تتحقق طبقاً للحصة المتفق عليها ابتداءً، فهي عملية محاطة بالمخاطر، مما يتطلب التعرف على مختلف مصادر الخطر لاتخاذ الترتيبات اللازمة لإدارة تلك المخاطر والتغلب عليها من كل من أطراف المشاركة⁽¹⁾.

ب- صكوك المضاربة:

صكوك المضاربة هي وثائق محددة وموحدة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب مشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح، ويحصل مالكوها على نسب محددة من أرباح المشروع، ولا تنتج هذه الصكوك أية فوائد، فهي تقوم أساساً على المضاربة وهي تمثل حصصاً شائعة في المشروع الذي يتم إصدارها لإنشائه، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته⁽²⁾.

وصكوك المقارضة أو المضاربة من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة في 1407هـ، وتعرف على أنها الوثائق موحدة القيمة، والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها، مقابل دفع القيمة المحررة فيها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه، بحسب النسب المعلنة على الشيوخ، مع مراعاة التصفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب فيه، عن طريق تخصيص الحصة المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة الصكوك حتى السداد التام.

وهناك عدة أنواع من صكوك المقارضة ويمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة، فيمكن أن تكون كالتالي⁽³⁾:

-
- (1) عبد الوهاب أحمد، هلال يوسف صالح، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وأثرها في قرار التمويل (دراسة عينة من المصارف الإسلامية اليمنية)، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد الأول، 2016، ص127.
 - (2) إبري محمد أمين، فوزان عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق، ص30.
 - (3) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، صص122-123.

- **صكوك المضاربة المطلقة:** هي صكوك تصدرها الشركة التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها، وتعطى هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للشركة ، حيث أنها لا تكون مخصصة لمشروع معين، بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع.

- **صكوك المضاربة المقيدة:** وتفيد هنا بمشروع معين كالاستثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع السيارات أو غيرها.

- **صكوك المضاربة المستمرة:** وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأس ماله.

- **صكوك المضاربة المحدودة أو (المستردة بالتدرج):** وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخاً بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

والتمويل بالمضاربة يكتنفه العديد من المخاطر منها تحديد نسبه توزيع الأرباح وتعرض البضاعة للتلف في ظروف استثنائية ومماطله المضارب في تصفية العملية.

ج- صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة:

صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي الأشجار المثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر.

أما صكوك المزارعة فهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعته على أساس عقد المزارعة الشرعية، واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق ، ويعد المكتتبون في هذه الصكوك

هم الزراعيون لهذه الأرض بأموالهم، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض⁽¹⁾.

وصكوك المغارسة: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس أشجار والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس بحسب ما يتفق عليه في العقد.

وتلك الوثائق هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب في تمويل المزارعة أو المساقاة أو المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول حيث يتم شراء الأراضي اللازمة ويتم التعاقد مع شخص ليقوم بمهام المزارعة أو المساقاة أو المغارسة.

وتقوم المصارف الإسلامية عند استخدام تلك الصيغ على اختيار أحد الخيارات الثلاثة التالية⁽²⁾:

- أن يتولى هو القيام على الزرع بجزء مشاع معلوم من المحصول.
- أن يشترك في رأس المال فيكون من الملاك.
- أن يتولى فقط الإشراف على المشروع وإدارته مقابل أجر معلوم.

2: الأدوات التمويلية القائمة على البيع:

أ-صكوك المرابحة: هي وثائق ذات قيمة متساوية تصدر بقصد تمويل عقد بيع سلعة مرابحة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مرابحة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم حصيلة الصكوك في تملك البضاعة مرابحة وقبضها قبل بيعها مرابحة، وتصدر عادة من أجل تمويل المشاريع والاستثمارية الضخمة أو شراء سلعة لا تطيق موارد الشركة العادية تمويلها⁽³⁾.

(1) بربري محمد أمين، فوزاين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق، ص30.

(2) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص125.

(3) بربري محمد أمين، فوزاين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق، ص30.

وتكون سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك، وقد اقترحها الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984م، وذلك بطلب إنشاء شركة مساهمة إسلامية تمارس أعمال الإصدار المختلفة في صناديق المرابحة والإيجار والسلم، على أن يكون الإصدار الأول صندوق لصكوك المرابحة، والتي تعرف بأنها صكوكًا متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد المرابحة (المرابحة بأمر الشراء) يتم إصدارها، حيث يتم التقدم بالوعد بالشراء للبنك بمواصفات الشيء المراد شراؤه، فيقوم البنك بالبحث عن هذا الشيء وتحديد قيمته (قيمة شرائه) فيطرح بذلك صكوك المرابحة مجموعة بقيمة هذا الشيء المراد شراؤه فتُملك هذه السلعة لأصحاب الصكوك وبعد ذلك يقوم 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 أجرًا من طرف حملة الصكوك لكونه وكيلًا عنهم⁽¹⁾.

وبناء على ذلك فصكوك المرابحة يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بقصد استخدام حصيلاتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذا العقد (نيابة عن مالكي صكوك المرابحة)⁽²⁾.

ويعد بيع المرابحة للأمر بالشراء بالمصارف الإسلامية، من أكثر صيغ الاستثمار الإسلامي شيوعًا لدى جميع المصارف الإسلامية المعاصرة وذلك لاعتقاد

(1) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص 127.

(2) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 241.

هذه المصارف أنها - المربحة - من أسهل الصيغ القابلة للتطبيق كما يعتقد البعض الآخر أنها من أكثر الصيغ الاستثمارية انخفاضاً في درجة المخاطر من الصيغ الأخرى، إلا أن هذه الصيغة لا تخلو من المخاطر، التي يمكن تلخيصها كما يلي (1):

- تعرض أموال المصرف للخطر في حالة عجز العميل عن السداد وعدم الحصول على ضمانات كافية حتى مع اللجوء إلى القضاء ووجود رهن عقاري على سبيل المثال؛ إذ أن التنفيذ على هذه الضمانات يحتاج إلى مدة طويلة تصل لأكثر من سنة في بعض الأحيان، وهذا يعني أن المصرف يفقد عائداً على هذه الأموال طيلة فترة اتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة حتى يتم تحصيل حقوق المصرف.

- ثبات أرباح البنك طوال مدة المربحة، ففي بيوع المربحة للأمر بالشراء يتم تحديد نسبة المربحة وتضاف إلى رأس المال (التمويل)، ويتم توزيع المبلغ على مدة التسديد المتفق عليها مسبقاً، وكما هو معروف قيمة الكمبيالات ثابتة لا تتغير سواء تقدم العميل بالتسديد أم تأخر على العكس مما هو مطبق في البنوك التقليدية حيث يمكن تغيير سعر الفائدة إذا دعت الحاجة لذلك، كما أنه يمكن احتساب عوض الضرر الناتج عن التأخير إذا ما حصل.

- تحمل البنك المسؤولية تجاه البضاعة، سواء هلك السلعة المشتراة أو غير ذلك، فمن الناحية الشرعية يجب على البنك تملك السلعة التي سيشتريها للعميل وحيازتها، ومن ثم التنازل عنها للعميل، فإذا ما حصل أن حدثت موانع تحول دون تحويل ملكية السلعة المشتراة للعميل، فتبقى ملكيتها للمصرف الذي قد لا يستطيع بيعها ثانية ويتحمل خسارة قيمة هذه البضاعة أو في حالة تلفها أثناء هذه العملية.

(1) عبد الوهاب أحمد، هلال يوسف صالح، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وأثرها على قرار التمويل (دراسة عينة من المصارف الإسلامية اليمنية)، مرجع سابق، ص 126.

ب-صكوك السلم:

تقوم فكرة صكوك السلم أساسًا على عقد السلم، والسلم هو بيع شيء موصوف في الزمة إلى أجل معلوم بثمن معجل، وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع .

وهي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية حصة معلومة في رأس مال السلم، لتمويل شراء سلعة مؤجلة التسليم بثمن حال ثم تسوق على الزبائن، ويتمثل عائد حملة الصكوك في الربح المتولد عن بيع سلعة السلم⁽¹⁾.

ولقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك السلم في المعيار الشرعي رقم (17) صكوك السلم بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأسمال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك".

وهي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الزمة، ما زالت في ذمة البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق⁽²⁾.

(1) بربري محمد أمين، فوزاين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها ، مرجع سابق ، ص3.

(2) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص241.

ج- صكوك الاستصناع:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكًا لحملة الصكوك، وتصدر هذه الصكوك خصيصًا لتمويل استصناع احتياجات الشركة اللازمة حسب القطاع الذي ترغب الاستصناع فيه، وذلك وفقًا لاحتياجات معينة وضمن مواصفات محددة يتم تسليمها من طرف المستصنع وبيعها (1).

وصكوك الاستصناع في حقيقتها كصكوك السلم حيث تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، وعليه تكون هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول سواء من طرف البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها (2).

وتتمثل أهم خصائص تلك الصكوك فيما يلي³:

- تشجع هذه الصكوك وتساعد علي الأستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التكنولوجية.
- توفر هذه الصكوك تمويلًا لتلبية الاحتياجات التمويلية لتصنيع السلع والمنتجات
- تمويل رأس المال العامل للمشروعات الأستثمارية.
- تسمح بتمويل مشروعات البنية التحتية.

(1) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق، ص 30.

(2) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 241.

³ سالم احمد الكوشلي، استراتيجية المصارف في تفعيل تداول الصكوك الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة مولانا مالك ابراهيم الإسلامية، اندونيسيا، 2016، ص 48.

3: الأدوات المالية القائمة على الإجارة:

صكوك الإجارة

هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، وهي عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية، قابلة للتداول تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات، وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعاً رئيساً لها⁽¹⁾.

وتتنوع صكوك الإجارة إلى عدة أنواع نوجزها فيما يلي⁽²⁾:

- **صكوك ملكية الأعيان المؤجرة:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو عن طريق وسيط مالي بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حسيطة الاكتتاب، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

- **صكوك ملكية المنافع:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة أو موصوفة في الذمة بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حسيطة الاكتتاب، وتصبح العين ملكاً لحملة الصكوك.

وعليه يمكن تقسيم صكوك ملكية المنافع إلى: صكوك ملكية منافع أعيان موجودة، وصكوك ملكية منافع أعيان موصوفة في الذمة.

- **صكوك ملكية الخدمات:** وتعرف هي الأخرى بأنها وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم خدمة من طرف معين (أو طرف موصوف في الذمة، كمنفعة الطبيب من مستشفى يتم تحديد مواصفاته دون تسميته)، واستيفاء الأجرة من حسيطة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

وبناءً على هذا التعريف تنقسم صكوك ملكية الخدمات إلى: صكوك ملكية خدمات من طرف معين، وصكوك ملكية خدمات من طرف موصوف في الذمة.

1 بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كركار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق، ص30.

2 معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص240.

تنطوي صكوك الإجارة على الخصائص التالية (1):

- تتميز صكوك الإجارة بخاصية صلاحيتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشاريع، بحيث يمكن استخدامها لتمويل مشروعات ذات نفع عام أو استخدامها في المشاريع الخاصة.
- العائد على صكوك الإجارة قد يكون ثابتاً أو متغيراً.
- ملك العقار قد يكون التمويل لنفسه أو جهة مرتبطة به.
- صكوك الإجارة قد تكون قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (العقار).

وتستخدم المصارف الإسلامية عقود التأجير لاستثمار الأموال المتاحة لتحقيق مزايا عديدة، وتستخدم أسلوبين من أساليب التأجير، وهما: التأجير التشغيلي والتأجير المنتهي بالتمليك.

ويتم نقل الملكية للعميل عن طريق إحدى الصور التالية:

- (أ) اقتران عقد التأجير مع عقد هبة العين للمستأجر معلقاً على سداد كامل الأجرة، أو وعد بالهبة بعد سداد كامل الأجرة.
- (ب) عقد إجارة مع إعطاء المالك الخيار للمستأجر بعد الانتهاء من وفاء جميع الأقساط الإيجارية المستحقة خلال المدة من شراء العين المأخوذة بسعر السوق عند انتهاء مدة الإجارة.
- (ج) عقد إجارة مع اقترانه بوعد بيع العين المؤجرة بعد سداد كامل الأجرة.
- (د) عقد إجارة ويعطى المؤجر للمستأجر حق الخيار في تملك العين المؤجرة في أي وقت يشاء.

(1) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص 130.

ولكن هذه الصيغة لا تخلو من المخاطر التي يمكن أن نوجزها كما يلي⁽¹⁾:

- **مخاطر تسويقية:** وتتمثل في أن شراء هذه الأجهزة والمعدات من قبل المصرف يحتاج إلى حملة تسويقية منظمة من قبل المصرف لجذب انتباه العملاء للتعاون مع المصرف في هذا الشأن، لذلك لابد من الأخذ بعين الاعتبار عند شراء مثل هذه الأجهزة لاحتياجات السوق والطلب على هذه المعدات، وإلا تعرض المصرف إلى مخاطر كبيرة تتمثل في تجميع رأس المال وقد يتسبب في خسائر كبيرة كذلك.
- **مخاطر عدم انتظام دفع الأجرة:** ويعني عدم دفع الأجرة بانتظام تعطيل رأس المال العامل للمصرف سواء من حيث تشغيل رأس المال أو من حيث إعادة استثمار الأموال السائلة لديه.
- **مخاطر التغير في الأساليب التكنولوجية:** وخاصة في العصر الحالي الذي يشهد تسارعاً متزايداً في التقدم التكنولوجي والعلمي، وخاصة ما نشاهده ونلمسه هذه الأيام من التقدم التكنولوجي المتسارع ، الأمر الذي يستوجب أن يتم اختبار مواد التأجير بعناية فائقة وبحرص شديد خوفاً من تعريض المصرف لمخاطر كبيرة.

4: صيغ أخرى للصكوك

وهناك عدة صيغ أخرى من الصكوك الإسلامية منها صكوك الوكالة بالاستثمار ، وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار ويعين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها⁽²⁾.

(1) عبد الوهاب أحمد، هلال يوسف صالح ، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وأثرها على قرار التمويل (دراسة عينة من المصارف الإسلامية اليمنية)، مرجع سابق ذكره، ص 130-131.

(2) قرومي حميد ، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث، الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية، الجزائر ، 2014، ص4.

وكذلك صك صناديق الاستثمار الإسلامية حيث تقوم صناديق الاستثمار بشراء وبيع الأوراق المالية ذات الفرص الاستثمارية لمشروعات قائمة بالفعل وتصدر هذه الصناديق صكوكًا مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، تصرف باسم صكوك الاستثمار أو وثائق الاستثمار مقابل الأموال النقدية التي تتلقاها من الغير ويمثل كل صك أو وثيقة حصة نسبة في صافي أصول الصندوق، كما أن هناك صناديق استثمار تستثمر في صكوك تحت مسمى صناديق الصكوك.

وهناك صك رأس المال المخاطر ويعد نشاط رأس مال المخاطر نوعًا من التمويل بالمشاركة، حيث يشارك الممول بالمال والعمل حيث يعد رأس المال عن طريق المساهمة المباشرة ويستخدم لتمويل وإعادة هيكلة الشركات المتعثرة والصناعات الصغيرة والشركات القائمة والتوسعات فيها أو تمويل الاستثمار لفصل فرع وشركة تابعة (1).

وهناك صيغة الاستثمار المباشر الذي يمتلك بموجبه المصرف المشروع الذي يقوم بتأسيسه وإدارته؛ أي أن المصرف يقوم باستثمار الأموال بنفسه، ومن بين الأسباب التي تدفع المصرف إلى هذه الصيغة هي عزوف أصحاب الأعمال عن إقامة مشاريع معينة على الرغم من أهميتها، ويعد المصرف في هذه الحالة مضاربًا والمودعين هم أرباب الأموال وذلك طبقًا لعقد المضاربة. أما في حالة قيام المصرف بتحويل مشاريع المتعاملين فهو في هذه الحالة يعد (ربًا للمال) والمتعاملين هم المضاربون ويسمى هذا استثمار غير مباشر (2).

ثانيًا : أهمية صيغ التمويل الإسلامي

وتختلف أهمية كل نوع من الصكوك عن الأخرى حيث أن كل نوع منها له أهمية اقتصادية في مجال من مجالات الاقتصاد المختلفة، وفيما يلي سنتعرف على أهمية كل نوع من الصكوك الإسلامية (3).

(1) <http://specialties.kayt.com/ar/specialties/q>

(2) ماهر عزيز ، صيغ التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية، 2010، ص18.

(3) أمل علي إبراهيم وآخرون ، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها في النمو الاقتصادي، مرجع سابق ، ص 10-11.

1- أهمية صكوك المشاركة:

تؤدي صكوك المشاركة دورًا كبيرًا في عمليات التمويل بوصفها الأساس الذي يجعل الاقتصاد قادرًا على ربط إنتاج السلع والخدمات أي (دورة الاقتصاد) بدورة النقود، وبذلك يجعل الاقتصاد حقيقياً يعتمد على الإنتاج، كما أنها تسهم في الحد من التضخم، وبالتالي الحد من زيادة الأسعار كما أنها تقلل من تكاليف الإنتاج.

وتُعد صكوك المشاركة من أفضل صيغ التمويل المتوسط والطويل الأجل، وذلك لمواجهة مشكلة انخفاض قيمة العملة وهذه ميزة للبلدان التي تعاني من انخفاض قيمة عملتها أمام العملات الأجنبية، كما أنها يمكن أن تعالج مشكلة عجز الموازنة، فتستطيع الدولة إصدارها لتمويل المشروعات الاستثمارية الكبرى دون أن يترتب عليها التزامات ثابتة إما للممولين أو أعباء الدين في حالة القروض سواء الداخلية أو الخارجية.

2- أهمية صكوك المضاربة:

يمكن استخدام صكوك المضاربة في التمويل الطويل والمتوسط الأجل لتمويل المشروعات الاقتصادية الكبرى مثل إنشاء الدولة لمشروعات بنية تحتية حيث يكون عائد الصك جزءاً من ربح المشروع، وتعد حلقة وصل بين رؤوس الأموال وذوي الخبرات الاقتصادية.

كما يمكن استخدامها في تمويل عجز الموازنة عندما تستخدمها الحكومة في المشروعات المدرجة للربح.

3- أهمية صكوك الإجارة:

تعد من أهم أساليب التمويل الإسلامي نظراً للمزايا التالية:

- تتميز صكوك الإجارة لخضوعها لعوامل السوق من عرض وطلب، حيث ترتفع قيمتها إذا ارتفعت القيمة السوقية للأصول والمنافع وتنخفض قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأصول والمنافع.

- كما أنها تتمتع بدرجة عالية من المرونة حيث يمكنها تمويل القطاع العام والخاص والخيري.
- تتميز صكوك الإجارة بالاستقرار في السعر وثبات العائد وترتبط ارتباطاً مباشراً بدورة الإنتاج والتوزيع للسلع الاقتصادية.
- صكوك الإجارة تعد مناسبة لتمويل الأصول الثابتة حيث يستفاد من مبلغ الإيجار دون تحمل نفقات الصيانة ومخاطر الملكية من هبوط في الأسعار.

4-أهمية صكوك المراجعة:

هو نوع من الصكوك القادر على التمويل بغير فائدة، حيث بإمكانه تمويل متطلبات التنمية من مواد وأدوات وآلات إنتاجية لازمة للصناعة والزراعة وكافة مستلزمات الإنتاج، كما أن صكوك المراجعة يمكنها تمويل السلع الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك أتاحت الفرصة للمنتجين خاصة صغارهم من امتلاك أدوات الإنتاج اللازمة لممارسة نشاطهم الاقتصادي، على أن يحصلون على مستلزمات إنتاجهم بشرائها ثم يقومون بتسديد ثمنها بالأقساط.

ومن مميزات المراجعة حسب المؤسسات المالية التي تستعمل صيغة المراجعة

ما يلي:

- لها ضمانات جيدة لتجنب مخاطر عدم سداد الأقساط الآجلة.
- تتميز بسهولة التنفيذ والمتابعة فعلى الرغم من عائدها المنخفض إلا أنه يسهل متابعتها وتنفيذها خاصة في العمليات الاستثمارية التي يصعب الإشراف عليها مقارنة بصيغ التمويل الأخرى.
- كما يمكن لصكوك المراجعة أن تسهل تمويل بعض بنود الميزانية المتعلقة بشراء المستلزمات والمعدات والاستهلاكات عن طريق المراجعة مع البنوك الإسلامية.

وعلى الرغم من مميزات المراجعة إلا أنها لها آثار سلبية حيث قد تؤدي إلى حدوث تضخم نتيجة ما يضاف من هامش الربح إلى تكلفة المواد الخام وبالتالي يؤدي إلى زيادة أسعارها.

المبحث الثالث :إدارة مخاطر الصكوك

مقدمة:

تتطلب عملية إصدار الصكوك درجة من الإتقان والدقة ، وتمر عملية إصدار الصكوك الإسلامية بعدة خطوات، وقد تتقدم خطوة على أخرى، كما قد تتم جميع الخطوات أو قد يقتصر على بعضها فقط، وأحياناً توجد عدة بدائل لاختيار أحدها، ولكن الوضع الطبيعي أن تقع كما يلي:

(أ) **الهيكلية:** وتعني إعداد الهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة الجدوى ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية، وتضمن كل ذلك في نشرة الاكتتاب، ووضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة، ومن الأهمية أن يتم اختيار تلك الجهات بطريقة جيدة لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين، وتستعين الجهة الراغبة في إصدار الصكوك بخبرات أو دراسات ، كما تتم الاستعانة بهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط الشرعية ولابد من تحديد النقاط التالية:

- الهدف من الإصدار.
- نوع الأصول المراد صكها.
- دراسات الجدوى الاقتصادية و تتضمن الدراسة الشرعية، الدراسة القانونية، الدراسة التسويقية، الدراسة الفنية، والدراسة المالية.

(ب) **تمثيل حملة الصكوك:** ويكون ذلك من خلال شركة ذات غرض خاص SPV ذات شخصية مستقلة، وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة، ثم يقوم

المصدر بإثبات نقل ملكية الأصول من دفاتره إلى دفاتر تلك الشركة ذات الغرض الخاص.

(ج) طرح الصكوك للاكتتاب: بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

(د) تسويق الصكوك: ويتم إما بالطرح مباشرة للجمهور، وإما أن يتم بيع الصكوك جملة إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنكاً أو مجموعة بنوك، ثم يقوم هو بتسويقها وبيعها إلى الجمهور.

(هـ) التعهد بتغطية الاكتتاب: يتقدم متعهد تغطية الإصدار بتعهد يلتزم بموجبه بتنظيم الاكتتاب فيما تبقى من الصكوك، حيث يلتزم بشراء الصكوك التي لم يكتتب فيها وبيعها تدريجياً أو يحتفظ بها كلياً أو جزئياً.

(و) مرحلة ما بعد الإصدار: يتم في هذه المرحلة التصنيف الائتماني للصكوك من قبل جهة متخصصة تمهيداً لتحديد الجدارة الائتمانية لإدراجها في سوق التداول، ففي هذه المرحلة تكون محاولة لتوفير سوق تداول (ثانوية) للصكوك المصدرة من خلال توفير آلية إعادة شرائها من المستثمرين بأسعار يُعلن عنها، مما يضفي صفة السيولة على تلك الصكوك، فيوفر لها جاذبية أكبر بالنسبة للمستثمرين⁽¹⁾.

أولاً: مخاطر عملية التصكيك:

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب أخذها في الحسبان وتتمثل أهم المخاطر المرتبطة بالصكوك الاستثمارية الإسلامية⁽²⁾.

(1) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 244-245.

(2) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص 131-134.

(أ) مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية حيث أن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية، فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أية فترة خلال عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها ولكل هيكل من هياكل الصكوك ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراسة إمكانية وقوعها وكيفية الحد منها وطرق معالجتها.

(ب) المخاطر التشغيلية للأصول، حيث أن هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها قائمة على أصول وأن العائد من هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول؛ لذا فإن المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس وبغاية، كما أن المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يجب دراستها.

(ج) المخاطر القانونية نظرًا لاختلاف الكثير من النظم والتشريعات في كثير من الدول وهي أنظمة وضعية مما يجعلها قد تخالف أحكام الشريعة الإسلامية أو يحدث نوع من التعارض ولا بد من أخذها بعرض الاعتبار لحماية مصالح مالكي الصكوك.

(د) مخاطر تتعلق بخطر التأخر في الوفاء بعائد الصكوك بسبب رغبة الجهة المستفيدة في تأخير الوفاء، وخطر العجز عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس.

(هـ) مخاطر عدم قدرة الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المالية المتوقعة على حملة الصكوك.

(و) مخاطر ترتبط بنوعية الصكوك أو الصيغ المستخدمة للتمويل الإسلامي وهي:

● **مخاطر تتعلق بصكوك المشاركة:** مثل سوء إدارة المشروع، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق والمتابعة، ولتحسين مثل هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا اختيار الشريك.

● **مخاطر تتعلق بصكوك المضاربة:** وتتمثل في المخاطر الأخلاقية كسوء الأمانة، وكفاءة الشريك المضارب، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق أو التصفية، ولتجنب مثل هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا اختيار المضارب والمدقق الداخلي. ونلاحظ أن صيغة الاستثمار بالمضاربة تُعد من العلاقات التي قد تُثار أو تظهر فيها مشكلة الوكالة (تعارض المصالح) وعدم تماثل المعلومة بين أصحاب الاموال، أي حملة الصكوك والمضارب المصدر، بالإضافة إلى مشكلة عدم وجود ضمانات على صيغة المضاربة، إلا على حسن الإدارة وعدم التعدي على مال المستثمرين (حملة الصكوك)، وليس لحملة الصكوك حق التدخل في إدارة المشروع كشرط لصحة صيغة المضاربة، مما يجعل يد المضارب مطلقة في عملية الإدارة، وأيضًا عدم وجود معايير دقيقة يمكن بها إثبات تعدي المضارب وتقصيره في حقوق حملة الصكوك.

● **مخاطر تتعلق بصكوك المربحة:** ومن أهمها عدم وفاء العميل بالتزامه بدفع الأقساط المحددة في مواعيدها (مخاطر الائتمان)، ومن بين المخاطر أيضًا عدم الالتزام بالوعد في حالة صكوك المربحة للأمر بالشراء، وهي تعد من المخاطر عند الأخذ برأي عدم إلزام العميل بتنفيذ وعده بشراء السلعة بعد توفيرها ولو كانت وفق المعايير الخاصة بالأمر بالشراء (في حالة أن الأمر بالشراء ليس المصدر بل جهة أخرى يتولى المصدر تمويلها)، فإجباره عن الشراء يعني اضطراب المؤسسة إلى بيعها أقل من سعر شرائها، كما يمكن أن تفقد صكوك المربحة قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك سلعة المربحة بكاملها وعليه انهيار المشروع وفشله.

● **مخاطر تتعلق بصكوك السلم:** وهي المخاطر الناتجة عن عدم تسليم السلعة بسبب تلفها أو تماطل البائع في تسليمها، ومخاطر تتعلق بالسلعة نفسها في حال عدم تسليمها بالمواصفات والمعايير المتفق عليها، مثل أن تكون السلعة بجودة أقل، وتتأثر صكوك السلم الصادرة بهذه المخاطر بطبيعة الحال، لأن حملة الصكوك هم أصحاب المال الذين دفعوا ثمن سلعة السلم، وعلى أساسه ينتظرون تسليم السلعة في تاريخ

محدد، وإذا تعرضت بضاعة السلم لأي نوع من أنواع المخاطر السابقة يعني انخفاض عوائد الصكوك باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في ملكية بضاعة السلم⁽¹⁾.

بالإضافة إلى المخاطر السابق ذكرها آنفاً، فإن هناك المخاطر العادية وهي المخاطر المالية التي تؤثر على السوق بشكل عام وتتأثر بها الأوراق المالية عامة والصكوك المالية الإسلامية خاصة، ويطلق عليها مخاطر عامة أو كلية أو مشتركة وهي:

● **مخاطر الائتمان:** وتُعد من أهم المخاطر التي تتعرض لها الصكوك المالية الإسلامية وتسمى أيضاً بمخاطر التمويل ، وتحدث هذه المخاطر في حالة الصكوك الإسلامية نتيجة سوء اختيار الزبون، فهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة الزبون أو سوء سمعته أو عدم رغبته أو قدرته على السداد.

● **مخاطر السوق:** وتُعد مخاطر السوق من أخطر التحديات التي تواجه النشاط الاستثماري، وهذه المخاطر تشمل مخاطر سوق المال التي تشمل (مخاطر سعر الصرف، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر أسعار الأوراق المالية، مخاطر التضخم)، ومخاطر الأصول الحقيقية (السلع والخدمات).

● **مخاطر التشغيل:** وتنشأ نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث وتندرج ضمن المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية، كما تندرج تحت المخاطر الخاصة إذا كانت ناجمة عن عدم توفر الكفاءة الإدارية أو من خلال ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين.

● **مخاطر السيولة:** وتشير إلى تعرض المصدر للصكوك إلى خسائر محتملة تنشأ عن عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته أو تمويل الزيادة في الموجودات عند استحقاقها؛ لذا نجد أن خطر السيولة مرتبط بمدى القدرة على تحويل أية ورقة مالية أو أصل إلى نقد في حال ما اضطرت المؤسسة إلى ذلك.

(1) بربري محمد أمين، فوزاين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق، ص 36، 39.

هذا بالإضافة إلى مخاطر تتعلق بالاختلافات الشرعية بين الفقهاء ونتيجة غياب معايير شرعية موحدة إن وجدت فهي غير ملزمة التطبيق، هذا فضلاً عن مخاطر تضارب المصالح في الهيئات الشرعية وخاصة فيما يتعلق ببعض المبادئ الخاصة بالشفافية والإفصاح وبما يعرض استقلالية هذه الهيئات للخطر نتيجة الانتفاع المادي أو المعنوي لعضو اللجنة.

ثانياً: إدارة مخاطر الصكوك:

(أ) خطوات إدارة مخاطر الصكوك المالية الإسلامية:

سياسات إدارة المخاطر توضح الأساليب والإجراءات المتخذة لمواجهة ومعالجة الخطر، وهي عملية قياس أو تحديد أو تقييم الخطر الذي تتعرض له المشروع محل التصكيك. ويمكن تحديد خطوات إدارة المخاطر كالتالي:

● **تحديد المخاطر:** يتم تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية سواء أكانت مخاطر عامة أم مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر انتمان أو مخاطر سوق أو مخاطر تشغيل أو مخاطر شرعية، والوقوف على أسباب تلك المخاطر، كما يجب أن تتصف بالاستمرارية، وأن يتم فهم كافة المخاطر على مستوى كل عملية وعلى مستوى كل نشاط.

● **تقييم المخاطر:** بعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقاً لجسامتها من حيث كونها مخاطر مرتفعة، أو متوسطة أو ضعيفة لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها.

● **ضبط المخاطر:** من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال، فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر، فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

● **تنفيذ القرار:** ذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضوع التنفيذ.

● **مراقبة ومراجعة المخاطر:** بما أن عملية إدارة المخاطر هي عملية مستمرة ولضمان هذا يتم القيام بمراقبة ومراجعة نتائجها، ونظراً لسرعة تغيير بيئة الأعمال، وبالتالي اختفاء مخاطر معينة وظهور أخرى تتغير بهذه التقنيات الضرورية لإدارة هذه المخاطر، فضلاً عن إمكانية اكتشاف أخطاء في إدارة المخاطر الموجودة من قبل ذلك، وبالتالي يصبح لدى المديرين القدرة على تصحيح هذه الأخطاء قبل أن تؤدي إلى كوارث لا تستطيع المؤسسة إدارتها.

(ب) آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

توجد عدة آليات وطرق تقليدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية ويمكنها أن تسهم في الحد من مخاطر الصكوك الإسلامية، وتتمثل هذه الآليات فيما يلي (1):

● **دراسة الجدوى الاقتصادية:** وتعني دراسة جدوى المشروعات في مرحلة سابقة لمرحلة التقييم ومرحلة لاحقة لمرحلة التعرف على الفكرة الاستثمارية. والمفهوم الإسلامي لدراسة جدوى المشاريع الاستثمارية هو الدراسات التي تسبق المشروع الاستثماري بمفهوم "الربحية الإسلامية" أو ما يمكن تسميته أبعاد المشروع الشرعية والاقتصادية والاجتماعية لتقييم العائدات المتوقعة، والتوخي أو التقليل من المخاطر الاقتصادية ومخاطر مخالفة القواعد الشرعية، من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملزمة بالشريعة الإسلامية من حيث النشاط الحلال، فضلاً عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفق الضروريات، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود بالخير والمنفعة على المجتمع.

(1) بربري محمد أمين، فوزاين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، المرجع السابق، ص39.

● **التأمين الإسلامي:** إن عقد التأمين من العقود المستحدثة التي لم تكن لها وجود في الفقه الإسلامي، ولا يجوز الاعتماد على التأمين التجاري في التأمين ضد المخاطر، وإنما الاستفادة من شركات التأمين التعاوني، التي تقوم بشكل عام على فكرة مؤداها أن توزع المخاطر على مجموعة من الأفراد بدلاً من ترك من لحقته المخاطر يتحمل تبعاتها وحده، وفي ظل تواجد شركات التأمين التعاوني، فعلى الجهات المصدرة للصكوك أن تشترك في هذا النوع من المؤسسات، وذلك باعتبار أن التأمين الإسلامي من أهم الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول.

● **التنوع:** إن التنوع مبدأ استثماري مهم في النظرية المالية التقليدية، ويمكن تطبيقه في الصناعة المالية الإسلامية، الذي يمثل استراتيجية استثمارية لتدنية المخاطر. وتقوم آلية التنوع في حالة الصكوك الإسلامية على تنوع جهة الإصدار من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد، وهو ما يعرف بالتنوع الكفاء حيث توجد أسس مختلفة للتنوع، من أهمها تنوع جهة الإصدار وتنوع تواريخ الاستحقاق، والتنوع القطاعي، والتنوع الدولي. وبالتالي يلاحظ هنا أن التنوع قد يكون آلية لتقليل المخاطر بالنسبة لحملة الصكوك.

● **الحوكمة:** تعتبر كفاءة الإدارة والرقابة على الصكوك المالية الإسلامية سر ربحيتها ونموها، وبقدر كفاءة الإدارة بقدر ما قد تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان، فضلاً عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الاجتماعية. وفي هذا الإطار تعد الحوكمة عاملاً من عوامل تحقيق هذه الكفاءة وأمرًا ضروريًا لإيجاد نظام رقابي محكم يمكن أن يساهم في تحسين أداء المشروع الاستثماري موضوع الصكوك الإسلامية، من خلال عملية تحسين إدارة المخاطر بتحديد الجهات وتوزيعه للمسؤوليات والصلاحيات بين مختلف الأطراف المشاركة في

عملية التصكيك للحد من المخاطر التي تواجه هذه العملية، باعتبار أن حوكمة الشركات هي عمليات تتم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح لتوفير الإشراف على المخاطر وإدارتها، ومراقبة المخاطر والتأكيد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى الإسهام مباشرة في إنجاز الأهداف ، ومن بين أهم الاستراتيجيات الضرورية لتطوير الحوكمة كآلية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، التي لا بد أن تتخذ مسارات شرعية ومالية وإدارية، نذكر منها ما يلي:

- حوكمة الجهات المتصلة بإصدار الصكوك الإسلامية.

- حوكمة الهيئات الشرعية.

وهناك عدد آخر من آليات إدارة المخاطر تتمثل فيما يلي¹ :-

● كفاءة الإدارة والرقابة عليها.

تُعد كفاءة إدارة الصكوك جوهر ربحيتها ونموها، وبقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين الربحية والسيولة والأمان مع مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الاجتماعية، كما أن من عوامل تخفيض المخاطر الرقابة الفعالة على الإدارة من طرف حملة الصكوك والأطراف الرقابية بعملية التصكيك

● الضمانات.

تتعدد أنواع الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، ومن أهم هذه الضمانات الكفالة وذلك من خلال التزام طرف بتحمل عبء عن طرف آخر علي سبيل التبرع.

إضافة إلى أن الرهن نوع من أنواع الضمانات، حيث يعد الرهن آلية من آليات الحماية ضد المخاطر.

¹ وفاء جيلاني وغريبي حمزه ، الصكوك الإسلامية أنواعها وإداره مخاطرها، مجله التنمية والاقتصاد التطبيقي ، جامعه المسيلة، العدد3، مارس 2018، صص 146، 145.

أما ضمان طرف ثالث فهو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببها؛ أي حتي لو كان ناشئاً عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حمله الصكوك من إلزامه بالتعويض؛ لأن هذا الإلزام له الأولوية الشرعية، وقد جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة بأنه يجوز تعهد طرف ثالث بالتبرع للتعويض عن الخسارة.

كما يجوز إيجاد متعهد باسترداد الصكوك ، فإذا كان المتعهد جهة مختلفة عن جهة الإدارة فإنه يجوز التعهد برد القيمة الاسمية للصك، إما من خلال ملزم أو بالاتفاق. أما إذا كان المتعهد بالاسترداد هو الجهة المديرة فلا يجوز التعهد منها بالاسترداد إلا بالقيمة السوقية، كما يجوز أن يتعهد المستأجر في صكوك التأجير بشرائها بالقيمة الاسمية أو بما يتم الاتفاق عليه، وذلك يحقق ضمان أصول الصكوك مادامت الصكوك قائمة.

● الاحتياطات

تُعد الاحتياطات نوع من الضمانات، فتكوين الاحتياطات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك، وتكوين تلك الاحتياطات رهين بتحقيق أرباح . وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن صكوك المضاربة وصكوك الاستثمار، فليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشره الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصه حملة الصكوك في الأرباح في حاله وجود تسهيل دوري، وأما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خساره رأس المال.

وتقوم فكرة تكوين الاحتياطات على الأساس الفكري للتأمين التعاوني نفسه من حيث أنهما قائمان على أساس الاشتراك في دفع أقساط متساوية لتغطية المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا إليها، إلا أن تكوين الاحتياطات يكون محدود النطاق وبين مجموعة تشترك في نشاط استثماري واحد(1).

(1) بربري محمد أمين، فوزاين عبد المجيد، كريكار مراد، «مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق ذكره، ص40.

الفصل الرابع

الضوابط الشرعية للصكوك

المبحث الأول : الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية

نظرًا لاتساع تطبيق الصكوك عالميًا والإقبال العام المتزايد عليها، فإن المجلس الشرعي للأيوبي يؤكد على ما ورد بشأن الصكوك في المعايير الشرعية، ويوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بالمعايير الشرعية عند الإصدار والاكتتاب في الصكوك وبعد عملية الإصدار.

أولاً : المعايير الشرعية في مراحل إصدار الصكوك

(1) عند إصدار الصكوك¹:

- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها ودخت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل، وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم (21) بشأن الأوراق المالية.
- لا يجوز لمدير الصكوك سواء أكان مضاربًا أم شريكًا أم وكيلًا بالاستثمار أن يلتزم بأن يقدم إلى حملة الصكوك قرصًا عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع، ويجوز أن يكون احتياطي لتغطية حالة النقص بقدر الإمكان، بشرط أن يكون ذلك منصوصًا عليه في نشرة الاكتتاب، ولا مانع من توزيع الربح المتوقع تحت الحساب وفقًا للمعيار الشرعي رقم (13) بشأن المضاربة، بند (8) أو الحصول على تمويل مشروع على حساب حملة الصكوك.
- لا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بثمن يتفق عليه عند الشراء، وفقًا لما

¹ معطي الله خير الدين، شريك رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ، ص ص242-243.

جاء في المعيار الشرعي رقم (12) الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة بند 2/6/1/3، وفي المعيار الشرعي رقم (5) بشأن الضمانات بند 1/2/2 و 2/2/2، علمًا بأن مدير الصكوك ضامنًا لرأس المال بالقيمة الاسمية في حالات التعدي أو التقصير ومخالفة الشروط، سواء أكان مضاربًا أم شريكًا أم وكيلًا بالاستثمار، أما إذا كانت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار تقتصر على أصول مؤجرة إجارة منتهية بالتملك، فيجوز لمدير الصكوك التعهد بشراء تلك الأصول عند إطفاء الصكوك بباقي أقساط الأجرة لجميع الأصول، باعتبارها تمثل صافي قيمتها.

- يجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الإجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكًا أو مضاربًا أو وكيلًا بالاستثمار.

- يتعين على الهيئات الشرعية ألا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكلة الصكوك، بل يجب أن تدقق العقود والوثائق ذات الصلة وتراقب طريقة تطبيقها، وتتأكد من أن العملية تلتزم في جميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية وفقًا للمعايير الشرعية، وأن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول تلك الصكوك إليه من موجودات بإحدى صيغ الاستثمار الشرعية وفقًا للمعيار الشرعي رقم (17) بشأن صكوك الاستثمار، بند 5/1/8/5.

هذا ويوصي المجلس الشرعي المؤسسات المالية الإسلامية أن تقلل في عملياتها من المدائنات، وتكثر من المشاركة الحقيقية المبنية على اقتسام الأرباح والخسائر، وذلك لتحقيق مقاصد الشريعة.

وبالإضافة إلى ذلك يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعًا وقانونًا، سواء أكانت أعيانًا، منافعًا أو خدمات، وفقًا لما جاء في المعيار الشرعي رقم (17) بشأن صكوك الاستثمار، بند (2) وبند (5) ويجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقوها في موجوداته. وأن يتحمل مالك الصك غنم ذلك المشروع وغممه، وهو ما أكدته الفتوى الصادرة عن

المجلس الشرعي التابع لهيئة المراجعة والمحاسبة، بقولها: "ينبغي إصدار الصكوك على أساس مشروعات تجارية أو صناعية جديدة يسهم فيها حملة الصكوك، وإن صدرت على أساس مشروع قائم، فالواجب أن تمثل الصكوك ملكية تامة لحملتها في موجودات حقيقية من شأنها أن تملك وتباع، سواء أكانت أعياناً أم منافع، أم حقوقاً معنوية".

كما يشترط في المشروع الذي تصدر الصكوك لتمويله أو تسييله أن يكون مدرّاً للدخل، ومستقلاً عن المشروعات الأخرى الخاصة بالجهة المصدرة، وأن تكون له حسابات مالية مستقلة، ويتولى تدقيق حسابات المشروع من قبل محاسب قانوني أو أكثر تعينه الجهة المصدرة وفقاً للمعايير المعتمدة.

ولا يلتزم المصدر بدفع العوائد (الفوائد) ولا قيمة الصك، وإنما يعتمد ذلك على الإيرادات والقيمة السوقية للأعيان⁽¹⁾.

(2) عند تحديد سعر الأصول²:

أصدر المجلس الاستشاري الشرعي ضوابط بشأن تحديد سعر الأصول في الصكوك الإسلامية؛ لتسهيل عملية تحديد سعر بيع الأصول المستخدمة باعتبارها الأصول التي تقوم عليها الصكوك التي تنظم وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل، بيع العينة والمراوحة.

وقد قرر المجلس الاستشاري الشرعي أن سعر بيع الأصول إذا كانت تباع بسعر أعلى من أسعارها فيجب ألا يتجاوز 1,33 مرة من قيمة السوق، وإذا كانت الأصول تباع بسعر أقل من سعرها فينبغي ألا يقل عن 0,67 مرة من قيمة السوق.

و قرر المجلس الاستشاري الشرعي أن القيمة السوقية إذا لم يتمكن تحديدها يلجأ إلى القيمة العادلة أو غيرها من القيم التي تعتبر مناسبة ويمكن استخدامها مادامت تستند إلى التراضي بين البائع والمشتري وتقييم مناسب، والقيمة الدفترية الصافية أمر غير معقول.

1 أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الاسلاميه ، مرجع سابق ، 2019 ، ص ص83-84.

² معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ، ص242.

(3) عند استخدام متحصلات الاكتتاب

هناك عدة اعتبارات عند الاكتتاب في الصكوك⁽¹⁾:

- يمكن استخدام المتحصلات المتجمعة من إصدار الصكوك لأغراض تمويلية مادامت الأدوات المستخدمة متوافقة للشريعة الإسلامية، كما أن غرض التمويل يجب أن يكون في المشاريع والأنشطة المسموح بها شرعاً.
- يمكن استخدام هذه المتحصلات في العمليات التجارية العامة التابعة للمؤسسات المالية التقليدية طالما أنها لا تتطوي على أية أنشطة وأدوات مخالفة للمشرع.
- تمثل الصكوك حصة شائعة في حق صاحبها من الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار.
- الأصول مقابل النقود ، وليس ورقة مقابل النقود.
- مبادلة الأصول أو الاستثمار في الأصول.
- العائد بمثابة الربح وليس الربا.
- استعمال رأسمال الصكوك في ما يتوافق مع أحكام الشريعة.
- وبعد قفل باب الاكتتاب بالصكوك وتخصيصها وبدء نشاطها يجوز تداولها إن كانت تمثل حصة شائعة في ملكية أو منافع أو خدمات أما قبل بدء نشاطها فيجب مراعاة الضوابط التي تحكم عمليات الصرف⁽²⁾.

ثانياً: المعايير الشرعية ما بعد إصدار الصكوك:

وتتمثل أهم الضوابط الشرعية للصكوك بعد إصدار واكتتاب الرسوم فيما يلي⁽³⁾:

إمعطي الله خير الدين، شريك رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، المرجع السابق، 2012، ص 243.

(2) أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية مرجع سابق ، ص 83.

(3) الصوفي ولد الشيباني ، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مجلة الفقه والقانون، العدد الرابع والثلاثون، موريتانيا، 2015، ص 15، 16.

(1) ضوابط وأحكام تداول الصكوك الإسلامية:

بما أن الصك يمثل حصة شائعة في موجودات الإصدار تستمر طيلة مدة الصك، فيحق لحامله التصرف فيه بالبيع بالقيمة المتراضي عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة للقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر منها أو أقل لكن بالشروط والضوابط التالية:

- تطبق أحكام الصرف على تداول الصكوك التي لا تزال أموالها نقودًا، وإذا كان مال القراض ديونًا فإنه تطبق على تداول القروض أحكام التعامل في الديون. أما إذا كان مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقًا للسعر المتراضي عليه على أن يكون الغالب في هذه الحالات أعيانًا ومنافع.
- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط أما قبل بدء النشاط فتراعي الضوابط الشرعية لعقد الصرف (التقايض والتماثل عند اتحاد الجنس والتقايض عند اختلاف جنس المتبادلين) كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونًا أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعد باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.
- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلًا للأجرة وهي دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.

- لا يجوز تداول صكوك ملكية 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 أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمنًا في استصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون.
- لا يجوز تداول صكوك السلم إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع وذلك بعد استلامها وقبل بيعها.
- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.
- يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض، أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدء صلاح الزرع أو الثمر.

(2) ضوابط عملية إطفاء الصكوك:

يقصد بإطفاء السندات التقليدية دفع قيمتها الاسمية مع الفوائد الربوية في تواريخها التي تحددها النشرة، أما إطفاء صكوك الاستثمار أو المقارضة فهو استرداد مال المضاربة من قبل رب المال في صكوك المقارضة أو استرداد للمال الداخل في المشروع من قبل المصدر الذي يكون بمثابة الوكيل أو الشريك في مختلف صكوك الاستثمار، وهذا الاسترداد يكون بإحدى الطرق التالية:

- تصفية المشروع وتنقيضه حقيقة (بيعه وتحويله إلى نقد وسيولة) حيث يأخذ صاحب كل صك حقه ونصيبه من الأموال المتوافرة إن ربحاً فربح، وإن خسارة فخسارة على الجميع بقدر رؤوس الأموال.
- التنقيض الحكمي، أي تقويم المشروع تقويمًا عادلاً من لدن الخبراء ثم توزيع الناتج المقدر على حملة الصكوك كل حسب حصته.
- تملك الموجودات بالهبة أو ثمن رمزي أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك.
- كما أن الاطفاء العادل القيمة السوقية وليس القيمة الاسمية لأنه لا يصح ضمان القيمة الاسمية⁽¹⁾.

ثالثاً: معيار سوق دبي المالي للصكوك

وفي الامارات العربية المتحدة تم إصدار معيار سوق دبي المالي المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية⁽²⁾ لإصدار وتملك وتداول الصكوك وجاء اهتمام سوق دبي المالي باستصدار معيار خاص بتملك وتداول الصكوك ووضعت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية هذا المعيار بغرض ضبط توافق الصكوك مع مبادئ الشريعة السمحة مما يطمئن حامليها من جهة، ويمكن صناعة التمويل الإسلامي من تحقيق المزيد من التطور والتقدم.

ويهدف هذا المعيار إلى تنظيم إصدار وتداول الصكوك مع الحرص على أن تحتفظ بأصلها الشرعي وتستخدم الآليات والقواعد والضوابط التي يقرها الفقه الإسلامي

(1) أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية ، ص 83-84.

وبذلك تصبح الصكوك - كما أرادت لها أصولها الشرعية - أداة مالية إسلامية لا غبار عليه⁽¹⁾.

وقد تناول المعيار أنواع الصكوك وتفصيل أحكام كل فرع من تلك الأنواع وترتيبات إصدار الصكوك.

حيث يجوز إصدار الصكوك من جهة مؤهلة للإصدار أو عن طريق شركة ذات غرض خاص يكون لها الشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة.

ويكون لكل إصدار لجنة شرعية تتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل يختارهم مُنشئ الصكوك ويجوز له اختيار هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي لتولي مهام هذه اللجنة.

وفيما يلي أهم بنود المعيار:-

1- اختصاص لجنة الرقابة الشرعية للصكوك:

تختص اللجنة الشرعية للصكوك بما يأتي⁽²⁾:

(أ) إبداء الرأي الشرعي في شأن الصكوك المزمع إصدارها واعتماد هيكلها وعقودها ونشره اكتبها.

(ب) التحقق من أن إصدار وتداول واسترداد الصكوك قد تم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

(ج) التحقق من أن استخدام حصيلة الصكوك فيما صدرت من أجله وتوزيع عوائدها منذ إصدارها وحتى استردادها قد تم وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

(1) سوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

- المعيار رقم (2) لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، ص4.

(2) سوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية،

المعيار رقم (2) لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، المرجع السابق، ص7.

(د) الرقابة والتدقيق على الجهات ذات الصلة بإصدار الصكوك للتأكد من التزامها بأحكام الشريعة وتقديم تقرير دوري إلى جمعية مالكي الصكوك إن وجدت.

2-المبادئ العامة والضوابط الشرعية

تتمثل المبادئ العامة والضوابط الشرعية وفقاً لمعيار دبي على الوجه التالي(1):

(أ) يجب أن يصدر عقد الصكوك على أساس شرعي تتوافر فيه الشروط الشرعية.

(ب) لا يجوز إصدار الصكوك وتداولها إذا كانت حصيلة إصدارها تستخدم في نشاط محرم أو كانت بعض موجوداتها محرماً.

(ج) يجب أن يكون العائد على الصكوك ناتجاً عن استثمار موجوداتها وليس ديناً في ذمة منشئ الصكوك ولا التزاماً عليه.

(د) يجب أن تستخدم حصيلة إصدار الصكوك حسب الغرض الذي أصدرت من أجله وفق الضوابط الشرعية طوال مدة الاستثمار.

(هـ) توافر الشروط اللازمة للمشروع الذي تصدر الصكوك لتمويل إنشائه أو تطويره على أن يكون نشاطه مشروعاً وفقاً للضوابط الشرعية وأن يدر عائداً وفقاً لدراسة جدوى اقتصادية وتعد القوائم المالية وفقاً لمعايير الأيوبي.

(و) منشئ الصكوك مسئول عن صحة البيانات والمعلومات والمستندات والإقرارات التي تتضمنها نشرة إصدار الصكوك.

(ز) يجب الالتزام في الصكوك بالمعايير الشرعية والمحاسبية (أيوبي) فيما لم يتضمنه المعيار من مبادئ وأحكام عامة.

(1)سوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، المعيار رقم (2) لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية المرجع السابق، صص 9-10.

3- الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك:

(أ) يجوز أن يتولى إصدار الصكوك شركة ذات غرض خاص تتمتع بشخصية اعتبارية وبذمة مالية مستقلة عن ذمة منشئها أو مالكيها، ولا يجوز أن يكون منشئ الصكوك مالكاً لهذه الشركة ولا مديراً لها إذا ترتب على ذلك محذور شرعي كالبيع للنفس والاستئجار منها أو تضارب المصالح، ويجب أن تعد ميزانية سنوية مرفقة للشركة ذات الغرض الخاص.

(ب) يجوز النص في نشرة إصدار الصكوك وفي مستنداتها على استحقاق مدير الصكوك لكل أو بعض ما زاد عن الربح عن حد معين حافزاً لمدير الصكوك على حسن الأداء.

(ج) أن حملة الصكوك يتحملون الغرم ويحصلون على الغنم الناتج عن الموجودات التي استثمرت فيها حصيلة إصدار صكوكهم وأنه لا يجوز لمصدر الصكوك أو مدير الصكوك أو المستخدم لحصيلة إصدار الصكوك وعقد من عقود الاستثمار الشرعية أن يضمن لحملة الصكوك القيمة الاسمية لهذه الصكوك ولا عائداً محدداً وإلا كان الإصدار والعقد الذي بنى عليه باطلاً، وقد تناول المعيار حالات ضمان الصكوك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

المبحث الثاني: الاختلافات الفقهية بالتجربة الماليزية

إن التجربة الماليزية تعتمد على صيغتي بيع العينة وبيع الدين، وبالنسبة لبيع العينة فإنه مبرر من قبل المجيزين له من العلماء الماليزيين من حيث كونه عقدًا مستوفيًا لأركان عقد البيع الصحيح، ولم يصح أثر في تحريمه، والحاجة قائمة لمثل هذا العقد لما فيه من دعم للعمل الإسلامي المصرفي ووفاء بحاجات الناس للتمويل، وهم في الحقيقة نظروا لشكل العقد لا مضمونه، المشتمل على التحايل الصريح على الربا، عند تبنيه كعقد تمويل إسلامي وعند إجازتهم للحاجة أن يحددوا ضوابط لذلك ومتى تنتفي هذه الحاجة.

والعينة بكسر العين في اللغة: السلف، وهو شراء سلعة بالأجل ثم بيعها نقدًا بأقل من سعر الشراء لنفس البائع. والعينة تكون بين طرفين، ولنفس البائع الأول. ويكون هدف المشتري الأول هو الحصول على النقد، من خلال إعادة بيع السلعة لنفس البائع، ولكن بسعر أقل بالطبع. فالسلعة ليست مقصودة لذاتها.

ولذا، فإن الفرق بين الثمنين (النقدي والأجل) لا يخرج عن كونه فائدةً أو ربًا، ولكن عن طريق التحايل. ومن هنا كان سبب تحريم العينة كما جاء في حديث الرسول: "إذا ضَنَّ الناس بالدينار والدرهم، وتبايعوا بالعينة، واتبعوا أذناب البقر، وتركوا الجهاد في سبيل الله، أنزل الله بهم بلاءً، فلا يرفعه حتى يراجعوا دينهم". رواه أحمد.¹

و لقد تعرض مجلس المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي - في دورته السابعة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة، في الفترة من 19 . 1424/10/23هـ، الموافق 13 . 2003/12/17 - تعرض لموضوع «التورق» كما تجرّيه بعض المصارف في الوقت الحاضر».

وتبين للمجلس أن التورق الذي تجرّيه بعض المصارف في الوقت الحاضر يتمثل في: قيام المصرف بعمل نمطي يتم فيه ترتيب بيع سلعة (ليست من الذهب أو الفضة) - من أسواق السلع العالمية أو غيرها - على المستورق بثمن آجل، على أن يلتزم

¹ عصام عبد الهادي أبو النصر، التورق بين الفقه والواقع-<https://ebook.univeyes.com/6814/pdf>

المصرف . إما بشرط في العقد أو بحكم العرف والعادة . بأن ينوب عن المستورق في بيعها على مشترٍ آخر بثمن حاضر ، وتسليم ثمنها للمستورق .

وبعد النظر والدراسة، قرر مجلس المجمع ما يلي:¹

أولاً: عدم جواز التورق الذي سبق توصيفه - في التمهيد - للأمور الآتية:

1 . إن التزام البائع في عقد التورق بالوكالة في بيع السلعة لمشتري آخر ، أو ترتيب من يشتريها يجعلها شبيهة بالعينة الممنوعة شرعاً، سواء أكان الالتزام مشروطاً صراحة أم بحكم العرف والعادة المتبعة.

2 . إن هذه المعاملة تؤدي في كثير من الحالات إلى الإخلال بشروط القبض الشرعي اللازم لصحة المعاملة.

3 . إن واقع هذه المعاملة يقوم على منح تمويل نقدي بزيادة لما سمي بالمستورق فيها من المصرف في معاملات البيع والشراء التي تجري منه، والتي هي صورية في معظم أحوالها، يهدف المصرف من إجرائها إلى أن تعود عليه بزيادة على ما قدم من تمويل.

وهذه معاملة بخلاف التورق الحقيقي المعروف عند الفقهاء . وقد سبق للمجمع في دورته الخامسة عشرة أن قال بجوازه بمعاملات حقيقية وشروط محددة، بينها قراره.. وذلك لما بينهما من فروق عديدة، فصلت القول فيها البحوث المقدمة.

فالتورق الحقيقي يقوم على شراء حقيقي لسلعة بثمن أجل تدخل في ملك المشتري، ويقبضها قبضاً حقيقياً وتقع في ضمانه، ثم يقوم ببيعها هو بثمن حال لحاجته إليه، قد يتمكن من الحصول عليه وقد لا يتمكن، ولا يدخل الفرق بين الثمنين الآجل والحال

¹ عصام عبد الهادي أبو النصر، المرجع السابق

في ملك المصرف الذي طرأ على المعاملة؛ لغرض تبرير الحصول على زيادة لما قدم من تمويل لهذا الشخص بمعاملات صورية في معظم أحوالها. وهذا لا يتوافر في المعاملة المبينة التي تجريها بعض المصارف.

ثانيًا: يوصي مجلس المجمع جميع المصارف بتجنب المعاملات المحرمة امتثالاً لأمر الله تعالى. كما أن المجلس إذ يقدر جهود المصارف الإسلامية في إنقاذ الأمة الإسلامية من بلوى الربا، فإنه يوصي بأن تستخدم تلك المعاملات الحقيقية المشروعة، من دون اللجوء إلى معاملات صورية تؤول إلى كونها تمويلًا محضًا بزيادة ترجع إلى الممول.

كما أصدر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي - المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته التاسعة عشرة في إمارة الشارقة (دولة الإمارات العربية المتحدة) من 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430هـ، الموافق 26-30 نيسان (إبريل) 2009م، وبعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع التورق: حقيقته، أنواعه (الفقهي المعروف والمصرفي المنظم)، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله، أصدر القرار رقم 179-19/5؛ حيث تضمن ما يلي¹:

أولاً: أنواع التورق وأحكامها:

1- التورق في اصطلاح الفقهاء: هو شراء شخص (المستورق) سلعة بثمن مؤجل؛ من أجل أن يبيعها نقدًا بثمن أقل غالباً إلى غير من اشترت منه بقصد الحصول على النقد. وهذا التورق جائز شرعاً، شرط أن يكون مستوفياً لشروط البيع المقررة شرعاً.

¹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، قرار رقم 179 <https://www.iifa-aifi.org/ar/2302.html>

2- التورق المنظم في الاصطلاح المعاصر: هو شراء المستورق سلعة من الأسواق المحلية أو الدولية أو ما شابهها بثمن مؤجل يتولى البائع (الممول) ترتيب بيعها، إما بنفسه أو بتوكيل غيره أو بتواطؤ المستورق مع البائع، وذلك بثمن حال أقل غالباً

3-التورق العكسي: هو صورة التورق المنظم نفسها، مع كون المستورق هو المؤسسة، والممول هو العميل.

ثانياً: لا يجوز التورقان (المنظم والعكسي)، وذلك لأن فيهما تواطؤاً بين الممول والمستورق، صراحة أو ضمناً أو عرفاً، تحايلاً لتحصيل النقد الحاضر بأكثر منه في الذمة، وهو ربا.

ويوصي بما يلي:

(أ) التأكيد على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية استخدام صيغ الاستثمار والتمويل المشروعة في جميع أعمالها، وتجنب الصيغ المحرمة والمشبوهة، التزاماً بالضوابط الشرعية؛ بما يحقق مقاصد الشريعة الغراء، ويُجَلِّي فضيلة الاقتصاد الإسلامي للعالم الذي يعاني من التقلبات والكوارث الاقتصادية المرة تلو الأخرى.

(ب) تشجيع القرض الحسن لتجنيب المحتاجين اللجوء للتورق، وإنشاء المؤسسات المالية الإسلامية صناديق للقرض الحسن.

وبناء عليه فإن جواز بيع التورق يكون مشروطاً بألا يتضمن هذا النوع من البيع إعادة بيع السلع المشتراة إلى بائعها الأصلي بثمن أقل، لا مباشرة ولا بالواسطة لأن ذلك من بيع العينة المحرم شرعاً الذي يعد حيلة على الربا وبمثل هذا نصت المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

حيث ورد في المعيار الشرعي العشرون المتعلق ببيع السلع في الأسواق المنظمة والمعيار الشرعي الثلاثون المتعلق بالتورق منع بيع العينة بالصورة المذكورة⁽¹⁾.

كما أصدر مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابط العالم الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي قرارات بشأن بيع الدين، تتضمن ما يجوز وما لا يجوز حول بيع الدين.

والصورة الممنوعة منها جدولة الدين والمتضمنة بيع الدين على المدين بثمان مؤجل يزيد عن مقدار الدين، ومنها بيع الدين بالدين أو بيع الكالئ بالكالئ، أي بيع الدين لغير المدين بثمان مؤجل، وكذلك تسنيد أو تصكيك الدين بحيث يمكن تداول صكوك الدين في الأسواق المالية التي يتطرق لها القرار ضمن التطبيقات الممنوعة شرعاً.

ثم عاد المجمع في دورته الثامنة عشر عام 2007 وناقش موضوع نسخ الدين في الدين وأكد على ما صدر منه سابقاً، مع التأكيد على عدم جواز ما يسمى بقلب الدين أو إعادة جدولة الدين، وقد نص القرار على أنه يعد من نسخ الدين في الدين الممنوع شرعاً كل ما يفضي إلى زيادة الدين على المدين مقابل الزيادة في الأجل أو يكون ذريعة إليه⁽²⁾.

كما إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته السابعة عشرة بعمان (المملكة الأردنية الهاشمية) من 28 جمادى الأولى إلى 2 جمادى الآخرة 1427هـ، الموافق 24 - 28 حزيران (يونيو) 2006م.

1 عبد الله بن عبد العزيز المعجل، لمحات من التجربة الماليزية في المصرفية الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 35، أبحاث كرسي محمد الراشد لدراسات المصرفية الإسلامية، (1436هـ)، ص 27، 39.

2 عبد الله بن عبد العزيز المعجل، لمحات من التجربة الماليزية في المصرفية الإسلامية، المرجع السابق، ص 26، 39.

وبعد اطلاعه على قرار المجمع رقم: 101(11/4) بشأن موضوع: بيع الدين وسندات المقارضة، والذي نص على أنه: "لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه... الخ"، وبعد الاطلاع أيضًا على قرار المجمع رقم: 139(15/5) بشأن موضوع بطاقات الائتمان، والذي ذكر أن: "على المؤسسات المالية الإسلامية تجنب شبهات الربا أو الذرائع التي تؤدي إليه، كفسخ الدين بالدين".

قرر ما يلي:1:

أولاً: يبعد من فسخ الدين بالدين الممنوع شرعاً كل ما يُفضي إلى زيادة الدين على المدين مقابل الزيادة في الأجل أو يكون ذريعة إليه، ومن ذلك فسخ الدين بالدين عن طريق معاملة بين الدائن والمدين تنشأ بموجبها مديونية جديدة على المدين من أجل سداد المديونية الأولى كلها أو بعضها، سواء أكان المدين موسراً أم معسراً، وذلك كشراء المدين سلعة من الدائن بثمن مؤجل، ثم بيعها بثمن حال من أجل سداد الدين الأول كله أو بعضه.

ثانياً: من صور بيع الدين الجائزة:

1- بيع الدائن دينه للغير في إحدى الصور التالية:

أ- بيع الدين الذي في الذمة بعملة أخرى حالة، تختلف عن عملة الدين بسعر يومها.

ب- بيع الدين بسلعة معينة.

ج- بيع الدين بمنفعة عين معينة.

2- بيع الدين ضمن خلطة أغلبها أعيان ومنافع هي المقصودة من البيع.

كما يوصي بإعداد دراسات معمقة لاستكمال بقية المسائل المتعلقة بهذا الموضوع وتطبيقاته المعاصرة.

1 مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، قرار بيع الدين، 2006 <https://www.iifa-aifi.org/ar/2216.html>

ويلاحظ أن التجربة الماليزية تبنت إصدار الصكوك على أساس بيع العينة المنتقد من كثيرين، غير أن هيئة الرقابة الشرعية بالبنك المركزي الماليزي وهيئة الأوراق المالية الماليزية أفتت بجوازها تماشيًا مع المذهب الشافعي المجيز لها. وقد استند هذا النقد إلى أن المذهب الشافعي لا يجيز العينة إذا كانت مشروطة في العقد. والجدير بالذكر أن التوجه الحالي لمعظم المصارف الإسلامية الماليزية هو الابتعاد عن منتج العينة من خلال إيجاد بدائل لها.

والجدير بالذكر أن التطور الذي عرفته ماليزيا على مستوى الإطار القانوني والشرعي لإصدار الصكوك يعود لرغبة القائمين على الصناعة في تطوير اللوائح القانونية والشرعية وهو ما أسهم بشكل فعال في جانب التأسيس القانوني والضبط الرقابي لعمل المؤسسات المالية، بالإضافة إلى الانفتاح والاستفادة من التجارب العالمية البارزة والأخذ بأراء المؤسسات الداعمة للصناعة على المستوى الدولي كالهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية والأيو في⁽¹⁾.

إن الاختلافات الفقهية بماليزيا ترتبط بثلاث وسائل ومن بينها بيع الديون والتورق واستخدام بعض المشتقات المالية من أجل التحوط.

وهناك إصدار في ماليزيا وإندونيسيا وسنغافورة وبروناي على وجود خصوصية لتلك المنطقة حتى في المجال الديني حيث أن المذهب السائد هو المذهب الشافعي بخلاف مذاهب أخرى، كما أن طبيعة المنطقة تقتضي هذا النوع من الأحكام الفقهية فمثلاً التورق المحرم بالخليج هو الطريقة المفضلة للماليزيين في إدارة السيولة، ولا يوجد أية طريقة أخرى بالنسبة لهم، وهم أسسوا على ذلك ما يسمى بورصة سوق السلع وهي عبارة عن منصة للمرابحة في السلع الدولية تسهل عملية السيولة للدول وكبار المستثمرين تسهل عملية السيولة بين المصارف المحلية والسيولة النقدية حتى على مستوى العالم والمرجع الفقهي فيها هو التورق المحرم بالخليج⁽²⁾.

(1) فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 94، 105.

(2) www.arabic.cnn.com/business/2014.

الفصل الخامس

أهم الدول المصدرة للصكوك

المبحث الأول

تطور إصدارات الصكوك بماليزيا والعوامل المؤثرة في نجاح الصكوك

شهدت المصرفية الإسلامية تطوراً متسارعاً وقبولاً تجاوز الحدود الجغرافية للدول الإسلامية إلى دول غربية متطورة، مثل بريطانيا وفرنسا. ويرى كثير من المحللين أنه بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م، برزت المصرفية الإسلامية بديلاً حقيقياً للمصرفية التقليدية، لاسيما فيما يتعلق بإدارة الصكوك وإصدارها، وذلك بوصفها الأداة الأسرع نموًا وتطوراً في سوق التمويل الإسلامي، ولاتصافها بالمرونة وسهولة الإصدار والتسويق وقلة المخاطر، بالإضافة إلى موافقتها للضوابط الشرعية التي تخرجها من شبهات المعاملات الربوية، وتبعدها عن مشابهة السندات. ومن أحدث منتجات الصكوك وابتكاراتها الصكوك الإسلامية الخضراء، التي تسعى لتمويل المشاريع الخضراء الصديقة للبيئة.

وتعد ماليزيا الدولة الرائدة في هذا المجال في سنة 2018م، واحتلت ماليزيا الصدارة حيث بلغ إجمالي إصدارها للصكوك الإسلامية 32,8 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل 35% من إجمالي الإصدارات العالمية. وأظهر التقرير أيضاً أن السعودية حلت في المركز الثاني بعد ماليزيا بنسبة تقدر بـ 21,4%، تلتها أندونيسيا بـ 15,5%، والإمارات العربية المتحدة بـ 9,1%، وتركيا بـ 3,9% على التوالي.

ويمثل حجم الصكوك بماليزيا 52% من حجم سوق السندات الماليزية. وتمثل حجم إصدار الصكوك السيادية 49% من إجمالي الأوراق المالية الحكومية مقارنة بـ 29% في نهاية سنة 2008⁽¹⁾.

ويوضح الجدول قيم الصكوك المحلية والدولية لماليزيا خلال الفترة من 2001 إلى 2018 مقسمة وفقاً للصكوك المحلية والصكوك الدولية.

(1) فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الأول، يونيو 2019، ص 81، 82.

قيمة الصكوك المحلية والدولية لماليزيا % من إجمالي الصكوك الدولية

خلال الفترة من 2001-2018

عدد الإصدارات	القيمة بالمليون دولار	% من إجمالي الصكوك الدولية	
6248	606 648	71,34	الصكوك المحلية
107	63 653	25,32	الصكوك الدولية
6355	670 301	-	الإجمالي

Sources : IIFM (2019) – IIFM sukuk report, July 2019, 8th edition, pp.41-44.

وتتملك ماليزيا أكبر سوق للتمويل الإسلامي، حيث أصدرت عدد من الصكوك تحتل المرتبة الأولى عالمياً من حيث قيمة الإصدار، كما هو موضح بالجدول خلال الفترة من 2001-2018، وكان الهدف من تلك الإصدارات هو تمويل عمليات إنشاء وتطوير عدة مشروعات عملاقة في مجال البنية التحتية، ولقد كانت للقطاعات الحكومية الصدارة من حيث إصدار الصكوك مقارنة بالقطاعات الأخرى خلال الفترة من 1996-2014.

وهو ما يفسر أهمية إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا واعتمادها الكبير في تمويل اقتصادها والنهوض به وكذلك المجهودات المبذولة من جانب الحكومة الماليزية لتطوير الصكوك الإسلامية.

ولقد كان لمساهمة الصكوك السيادية في نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا 0,61% في عام 2002، في حين كانت تحمل 2,76% من الموازنة العامة للدولة، ولقد ارتفعت مساهمة الصكوك السيادية في الناتج المحلي الإجمالي إلى 17,17% في عام 2011، ومن الضروري الإشارة إلى أن ما يقارب 10% من الصكوك السيادية تم استثمار أموالها في عام 2011 في مشاريع البنية التحتية، وهذا ما يشير إلى أن صكوك البنية التحتية كان لها تأثير كبير في القيمة الاقتصادية بماليزيا⁽¹⁾.

(1) أمل علي إبراهيم وآخرون ، الصكوك الاسلاميه كاداه للتمويل وأثرها علي النمو الاقتصادي ،مرجع سابق ، ص ص 17-18.

ومن أهم نماذج تلك التجربة هو تجربة رهن مطار كوالالمبور مقابل إصدار صكوك بنحو 100 مليار دولار حيث تم إصدار الصكوك مقابل بيع المطار لجماعة حملة الصكوك لمدة عشر سنوات ثم توقيع عقد شراء المطار مرة أخرى في اللحظة نفسها وبقيمة البيع نفسها لإعادته إلى ملكية الدولة ولكن بعد عشر سنوات، وخلال هذه السنوات العشر تذهب عائدات تشغيل المطار إلى حملة الصكوك، وإذا تحققت خسائر في أي من هذه السنوات يتحملها حملة الصكوك أيضاً، وفي نهاية المدة تقوم الدولة بسداد قيمة هذه الصكوك لأصحابها وبقيمتها نفسها بعد أن تكون قد استخدمت هذه الحصيلة في بناء مشروعات جديدة طويلة السنوات العشر والاستفادة من فروق التضخم في الأسعار العالمية، وهكذا نجحت ماليزيا في تنفيذ العديد من المشروعات العملاقة في مدى زمني قصير للغاية.

وهكذا استطاعت الدولة بناء مطار ضخم دون الانتظار لسنوات لتوفير المبالغ اللازمة، وبالتالي فإن الصكوك الإسلامية قد وفرت لماليزيا بالاعتماد على إصدارات الصكوك نهوض اقتصادي واجتماعي قوي⁽¹⁾.

ويمثل الجدول تطور إصدار الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية خلال الفترة 2010 و2016.

إصدار الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية خلال الفترة 2010، 2016⁽²⁾.

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المبلغ (مليار دولار)	32.8	60.9	97.1	82.4	77.9	30.4	29.9
نسبة الزيادة (%)	-	85.7	59.4	15.1-	5.5-	61.0-	1.6-

Sources :SC-Malaysia, annual report statement & statistics, Various year.

(1) رامي محمد كمال ،الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية ، مرجع سابق ذكره،2019، ص ص98-99.

(2) بدروني عيسى، نصر الدين ابن عمار ، أنواع الصكوك الإسلامية وطرق إدارة مخاطرها بالتركيز على السوق الماليزية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 3، مارس 2018، ص183.

تطور عدد السندات والصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي 2010-2016.

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الصكوك الإسلامية	20	44	41	49	47	25	32
السندات التقليدية	32	41	40	37	31	21	25
إجمالي الصكوك والسندات	52	85	81	86	78	46	57
نسبة الصكوك إلى الإجمالي	38.46	51.76	50.62	56.98	60.26	54.35	56.14

Sources :SC-Malaysia, annual report statement & statistics, Various year.

كما أن عدد الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية في تزايد مستمر حيث نجد أن هناك 20 صك مدرج في السوق خلال سنة 2010 أي بنسبة 38.46% من إجمالي الصكوك والسندات في السوق، إلا أنه خلال سنة 2013 نجد هناك تطور في عدد الصكوك المدرجة في السوق حيث وصلت إلى 49 صك أكثر من عدد السندات المدرجة في السوق أي بنسبة 56.98% وذلك نتيجة التحفيزات والتسهيلات المقدمة من طرف الحكومة الماليزية من أجل تشجيع المستثمرين بالتوجه إلى هذا النوع من الأدوات المالية المتوافقة للشريعة الإسلامية، ثم انخفضت في سنة 2014 إلى 47 صكًا، وذلك يعود إلى مخاوف المستثمرين من تداعيات انخفاض أسعار البترول خلال الثلث الأخير من سنة 2014، ثم وصلت إلى 32 صك سنة 2016 أي بنسبة 57%⁽¹⁾.

حجم تداول الصكوك والسندات في سوق الأوراق المالية الماليزي.

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الصكوك الإسلامية	38328	78903	71091	99129	76070	48334	63729
السندات التقليدية	25255.24	29927	32208	48445	42076	61630	77260
إجمالي حجم التداول	63583.24	112330	103299	148074	138146	118464	140989
نسبة حجم الصكوك الإسلامية من إجمالي حجم التداول	60.28	70.24	68.82	66.95	55.06	40.8	45.20

Sources : SC-Malaysia, annual report statement & statistics, Various years.

(1) عمر عيو ، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية الإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 18، يونيو 2017، ص54.

من خلال الجدول يتضح أن حجم التداول للصكوك الإسلامية أكبر مقارنة بالسندات التقليدية بداية من سنة 2010 حيث بلغت 38.32 بليون رينجت أي بنسبة 60.28% من إجمالي حجم التداول في السوق إلى غاية سنة 2013 ويعود السبب في ذلك إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين الماليزيين، بالإضافة إلى الإعفاءات الضريبية على هذا النوع من الأدوات المالية المتداولة في السوق، كما أدرجت الحكومة الماليزية في هذه الفترة صكوك حكومية من أجل تمويل عملية التنمية الاقتصادية.

أما فيما يخص سنة 2014 فنلاحظ أن هناك انخفاض نتيجة المخاوف من انهيار أسعار النفط في نهاية السنة، ثم عاودت الارتفاع سنة 2016 حيث وصلت إلى 63.72 بليون رينجت ⁽¹⁾.

القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية (بليون رينجت).

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي	756.1	806	942	1029.62	1012.14	1086.18	1030.56
إجمالي القيمة السوقية لسوق رأس المال الماليزي	1275.3	1285	1466	1702.15	1651.17	1694.78	1667.37
نسبة القيمة السوقية الإسلامية إلى إجمالي القيمة السوقية (%)	59.3	63	64	60.5	61.3	64.09	61.81

Sources :SC-Malaysia, annual report statement & statistics, Various year.

ونلاحظ من خلال الجدول أن القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي تمثل حوالي 59.3% أي ما يقدر بـ 756.1 بليون رينجت أي أكثر من القيمة السوقية لسوق رأس المال التقليدي.

وقد استمرت هذه القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي السيطرة على السوق حيث وصلت هذه النسبة سنة 2016 ما يقارب 61.81% ويعود السبب في ذلك إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل سوق الأوراق المالية الماليزي

(1) عمر عيو ، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية ، المرجع السابق، ص55.

سوق جذاب لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بتوفير القوانين والتشريعات الخاصة بهذه الأدوات المالية، مما أدى إلى إقبال خاص من طرف المستثمرين الماليزيين إلى الاستثمار في هذه الأدوات لأنها أقل مخاطرة من الأدوات المالية الأخرى، وأيضًا إلى جعل ماليزيا مركزًا ماليًا دولي للتمويل الإسلامي⁽¹⁾.

إصدارات الصكوك والسندات 2017-2020.

السنة	إجمالي الإصدارات بالبليون بالرنجت	إصدارات الصكوك بالبليون رينجت	إصدارات الصكوك لإجمالي الإصدارات %
2017	317.94	168.68	53.05%
2018	385.93	199.90	51.80%
2019	384.85	235.20	61.12%
2020/1	25.33	10.60	41.86%

Source: Bursa Malaysia, Fast, BNM.

إجمالي رأس المال السوقي للسندات والصكوك.

(مليون رينجت)

	رأس المال السوقي للسوق	رأس المال السوقي للأسهم	السندات والصكوك القائمة	سوق رأس المال الإسلامي	% السوق الإسلامي لإجمالي الأسهم المقيدة
2017	3198.7	1906.8	1291.9	1893.5	59.46%
2018	3106.2	1700.4	1405.7	1880.73	60.96%
2019	3202.1	1711.8	1490.3	2035.6	64.6%
2020	3154.4	1646.4	1508.1	2001.7	64.25%

Sources Bursa Malaysia, FAST BNM.

وأدت الصكوك دور قوي في تنميه الاقتصاد الماليزي، وتتمثل أهم القطاعات المصدرة للصكوك موزعًا وفقًا للقطاعات خلال الفترة من 2005-2010، قطاع البنية التحتية 53%، قطاع الزراعة 11%، قطاع العقارات 9%، قطاع الخدمات المالية 7,8%، المنتجات الصناعية 7%، قطاع التشييد 6.2%، قطاع النقل 2%، قطاعات أخرى 4%.

(1) عمر عيو ، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، المرجع السابق، ص56.

ولقد تم توزيع تلك الصكوك وفقاً لنوع الصكوك (صينغ التمويل على الوجه التالي):

الإجارة 68%، مشاركة 7%، استصناع 6% مضاربة 5%، مرابحة صفر، البيع بضمن أجل 6,8% (1).

1- الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بماليزيا

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينيات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962، التي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وأما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي الذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل 1983 عبر مجمع من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي، وتبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984.

أما التطور الحقيقي يعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت شركة (شيل إم. دي. إس) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول للمرة الأولى في السوق المحلي عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية مما أدى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه (2).

ويعد الإطار القانوني والشرعي من الأطر والمبادئ المهمة في عملية تنظيم الصكوك الإسلامية وإصدارها، التي تحتاج إلى جهات رقابية رسمية تعمل على إصدار صكوك تتلاءم مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ومن هذا المنطلق قامت الحكومة الماليزية بالاعتماد على هيئات تتمثل في:

(1) Noriza Binti, Nor Edi Azhar Sukuk in Malaysian capital market, 3rd international conference on business & Economic Research, Indonesia, 2012, p.31.

(2) أمل علي إبراهيم وآخرون، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص16.

- هيئات الرقابة العامة وتشمل هيئة الأوراق المالية الماليزية، والبنك المركزي، وهيئة الشركات الماليزية.
- الهيئات غير الحكومية وتمثل المؤسسات الحكومية والممارسين.
- الهيئات العالمية الداعمة للسوق التي تشغل على المستوى العالمي.

ويعد هذا الإطار التنظيمي بمثابة مجموعة من القوانين والضوابط والإجراءات والهيئات التي تحدد قواعد السوق الذي تعمل فيه الصناعة المالية، وذلك بهدف حماية المستهلكين ووضع القيود العادلة للمنافسة، والمعايير المناسبة التي تضبط سلوكيات الناشطين في السوق، ومع النمو المتسارع الذي تشهده هذه الصناعة خاصة في مجال الإدارة والامتثال لأحكام الشريعة، تم إصدار مسودة من طرف البنك المركزي لتعزيز الحوكمة الشرعية في مؤسسات التمويل الإسلامي وذلك من خلال تعزيز الرقابة الشرعية وتحسين وظائف الرقابة الداخلية على مستوى مؤسسات المالية الإسلامية. (1)

أولاً : الجهات الرقابية الشرعية

1- هيئة الأوراق المالية بماليزيا:

تعد هيئة الأوراق المالية بماليزيا الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا، وهي الجهة الرقابية الوحيدة لسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، تأسست عام 1993م لتشرف على تنظيم سوق رأس المال وتطويره، وهي جهة ذات شخصية اعتبارية وقانونية مستقلة لها سلطة التحقيق والتفتيش، ولها صلاحيات وسلطات قانونية مخولة لها بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية.

(1) فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين ، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية ،مرجع سابق ، ص99.

2- الإشراف والرقابة الشرعية (الحوكمة الشرعية):

هيئة الأوراق المالية الماليزية بوصفها جهة رقابية رئيسة فهي مسؤولة عن تطوير سوق رأس المال الإسلامي وتدعيمه على المستوى المحلي والعالمي. وقد أسهمت الهيئة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي من خلال تأسيسها لثلاث لجان مهمة تعمل على ضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، وتخضع أنشطة السوق لرقابة المستشارين الشرعيين، والخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية وتتمثل هذه اللجان في:

(أ) قسم سوق رأس المال الإسلامية:

يتكون أعضاؤها من المتخصصين في فقه المعاملات الإسلامية والاقتصادية المالية والوضعية، ومن أهم وظائفها:

- إعداد البحوث والدراسات، ثم تقديمها إلى الهيئة الاستشارية الشرعية.
- ابتكار المنتجات المالية في مجال الأسهم، وأدوات الدين، والمشتقات المستقبلية.
- القيام بتحليل سندات الشركات المدرجة في قائمة السوق المالية الماليزية.

(ب) شعبة دراسات الأدوات المالية الإسلامية:

وأنشئت هذه الشعبة من طرف هيئة الأوراق المالية سنة 1994 لدراسة المسائل الخاصة بالمنتجات المالية ومناقشتها، وبيان كيفية معالجتها من الناحية الشرعية، وتتكون هذه الشعبة من مجموعة من علماء الشريعة الإسلامية والمتخصصين في المنتجات المالية. وقد تطورت فيما بعد وأصبح يطلق عليها المجلس الاستشاري الشرعي (SAC).

(ج) المجلس الاستشاري الشرعي (SAC):

تم إنشاؤه سنة 1996م وذلك بعد إجراء تعديل في القسم 124 من قانون المؤسسات المصرفية والمالية (BAFIA) وهو ما مهد لإنشاء هيئة استشارية مركزية شرعية على مستوى البنك المركزي مخولة بتحديد مدى التزام المؤسسات المالية بالضوابط الشرعية. ومن أهم أعمالها القيام بالرقابة على نشاطات سوق رأس المال، والتأكد من مطابقة أنشطته لأحكام الشريعة وضوابطها. كما أنها تقوم بتقديم الاستشارات الشرعية اللازمة للبنك المركزي المالي في القضايا المتعلقة بأنشطة البنك والتمويل الإسلامي، ويعد المجلس الاستشاري الشرعي الجهة الرقابية الشرعية العليا ويتسم دوره في الآتي:

- إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور المعنية بالأوراق المالية الإسلامية.
- تقديم الاستشارات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية.
- تقديم الآراء للمحاكم والمحكمين في القضايا الشرعية المتعلقة بالبنوك.
- توثيق جميع الإرشادات والقوانين المتعلقة بإصدارات الأوراق المالية الإسلامية.
- تقديم التوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية.

ثانياً: المنظومة القانونية لإصدار الصكوك:

يعد الإطار القانوني أحد الأطر التنظيمية التي تحكم عمليات سوق رأس المال وتراقب المتعاملين فيه، و تمثل القوانين التالية أهم التشريعات المطبقة على سوق رأس المال الإسلامي والصكوك في ماليزيا⁽¹⁾:

1- قانون سوق رأس المال والخدمات عام 2007:

هو القانون الرئيسي الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية وعملياتها وتم سنه في مايو عام 2007م من قبل مجلس البرلمان الماليزي. ومن أهم أهداف هذا القانون ضمان حماية المستثمرين وتعزيز ثقة الوكلاء أمام حملة السندات وتقوية هيئة الأوراق المالية الماليزية، كما تمت إضافة مواد جديدة وهي المادة رقم 316 و317 التي صنفَت سوق رأس المال الإسلامي ضمن قطاع الأوراق المالية.

(1) فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين ، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية ، المرجع السابق ، ص ص 103-104.

2- قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية عام 1993:

هيئة الأوراق المالية بماليزيا الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا هي الجهة الرقابية الوحيدة لسوق رأس المال الماليزي، وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، تأسست عام 1993م لتشرف على تنظيم سوق رأس المال وتطويره، وهي جهة ذات شخصية اعتبارية وقانونية مستقلة لها سلطة التحقيق والتنفيذ، ولها صلاحيات وسلطات قانونية مخولة لها بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية، وهي الهيئة الوحيدة التي تقوم بالإشراف على سوق رأس المال وتطويره، وتسهيل إجراءات قبول عمليات الشركات وضمان الحماية الكافية للمستثمرين.

3- قانون الشركات عام 1965:

هذا القانون هو الوحيد الذي يحكم كل الشركات التي تعمل في سوق رأس المال الماليزي، ويوجد فقط ثلاثة أنواع من الشركات الملزمة قانونيًا بأن تكون مسجلة للحصول على رخصة عمل وهي:

- الشركات المحدودة بالأسهم.
- الشركات المحدودة بالضمان.
- الشركات غير المحدودة.

4- قانون الخدمات المالية الإسلامية عام 2013 (IFSA):

يعد قانون الخدمات المالية الإسلامية ذروة الجهود المبذولة في إطار تطوير الإطار القانوني وهو قانون موحد يتضمن قانون المصرفية الإسلامية لعام 1983 والمواد المناسبة لأنشطة المالية الإسلامية وعملياتها من قانون المصرفية والمؤسسات المالية لعام 1989.

كما تضمن أيضًا نصوصًا مهمة تخص تطوير الصناعة المالية الإسلامية والتوسع في أنشطتها التجارية.

ويهدف قانون 2013 إلى تعزيز الاستقرار المالي، والامتثال للأحكام الشرعية. وينص البند 28 من القانون على أنه يجب على المؤسسة أن تضمن دومًا أن أهدافها وعملياتها وأعمالها وشؤونها وأنشطتها متوافقة مع الأحكام الشرعية، ولأجل ذلك يجب على المؤسسات المالية الامتثال لقرارات المجلس الاستشاري الشرعي في حالة ما أدركت المؤسسة أن أعمالها وأنشطتها لا تتوافق مع الأحكام الشرعية، أو مع مشورة هيئتها الشرعية، أو مع مشورة المجلس الاستشاري الشرعي أو حكمه ويجب على المؤسسة:

(أ) إشعار البنك المركزي وهيئته الشرعية فورًا بذلك.

(ب) التوقف فورًا عن مزاولة هذا العمل أو النشاط.

(ج) أن تقدم للبنك المركزي خطة لتصحيح عدم الامتثال، وذلك خلال ثلاثين يومًا من تاريخ معرفتها بعدم الامتثال، أو خلال مدة أخرى يحددها البنك المركزي.

ويعاقب القانون كل من يخالف القانون أعلاه بالسجن لمدة لا تتجاوز ثمانية سنوات، أو بغرامة مالية لا تزيد عن خمسة وعشرين مليون رنجيت، أو بالعقوبات معًا.

بالإضافة إلى القوانين السابق ذكرها، توجد أيضًا مبادئ إرشادية تنشرها هيئة الأوراق المالية الماليزية لتوجيه سوق رأس المال الإسلامي، وما يناسب الصكوك، ومن هذه المبادئ ما يلي:

1- المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك.

2- المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك المدعومة بالأصول.

وكل هذه القوانين والمبادئ الرقابية وضعت أساسًا لضمان أمور ثلاثة وهي العدالة والشفافية والاطمئنان، وثمرتها حماية الأطراف المتعاملة في السوق وتقادي المخاطر التنظيمية.

والجدير بالذكر هنا أن التطور الذي عرفته ماليزيا على مستوى الإطار القانوني والشرعي لإصدار الصكوك يعود لرغبة القائمين على الصناعة في تطوير

اللوائح القانونية والشرعية، وهو ما أسهم بشكل فعال في جانب التأسيس القانوني والضبط الرقابي لعمل المؤسسات المالية. بالإضافة إلى الانفتاح والاستفادة من التجارب العالمية البارزة، والأخذ بآراء المؤسسات الداعمة للصناعة على المستوى الدولي كالهيئة العالمية لهيئة الأوراق المالية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، وهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.¹

وقد نجحت ماليزيا في تحقيق هذه الاستراتيجيات حيث أصبحت ماليزيا نموذجًا يحتذى به، وحقق سوق رأس المال الماليزي نموًا سنويًا تراكميًا بلغت نسبته 7.1% خلال السنوات العشر الماضية، ويرجع ذلك إلى ما يلي:-

● توفير البيئة التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي، حيث أصدرت الهيئة مجموعة من الأطر القانونية والرقابية المرتبطة بسوق رأس المال الإسلامي.

● توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

وتعد ماليزيا من الدول الرائدة في مجال الخدمات المالية الإسلامية تحديدًا في مجال تقديم الابتكارات المالية، وأدوات تعميق السوق المالي الإسلامي ومنها ابتكار أدوات تنقية وفلتر للشركات التقليدية من المنظور الشرعي، الأمر الذي مهد إلى بناء المؤشرات المالية للشركات التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة. وهذا يعود إلى الدور المركزي والمهم الذي أدته اللجنة الاستشارية الشرعية والذي تمحور دورها في اتجاهين أساسيين، هما:

- دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقًا لأحكام الشريعة.

- تفعيل الأدوات المالية الشرعية.

حيث يتمحور الاتجاه الأول في دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية من منظور شرعي وكونها أدوات مالية قابلة للتعامل من قبل المستثمرين الذين لديهم اعتبارات شرعية، وبالتالي لا تتعارض هذه الأدوات المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن هذه الأدوات المالية الأسهم العادية المدرجة في بورصة ماليزيا وهي

¹ فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين ، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، المرجع السابق ، ص

ما تسمى الأسهم المختلطة أي الشركة التي تحتوي أنشطتها على أنشطة لا تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية. والهدف من هذه الآلية هو توسيع وزيادة عمق السوق المالي الماليزي من خلال توفير أسس مرجعية صادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لفترة أنشطة الشركات المختلطة، وإتاحة الفرص للمستثمرين الذين يبحثون عن فرص استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة⁽¹⁾.

وكما ذكر سابقاً كان لتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية الدور الأساسي في تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واقترن ذلك بتشجيع كبير من الحكومة الماليزية وفق استراتيجيات واضحة ومحددة بإحلال سوق رأس المال الإسلامي كبديل شرعي للسوق التقليدي.

وفي سبيل ذلك عملت الهيئة على عدة محاور، منها: ²

- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي، وقام بهذا الدور بشكل أساسي اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي.
- التخطيط لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، حيث طرحت الهيئة في عام 2001 النقطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واشتملت على ستة أهداف جوهرية منظمة، وسميت بالخطّة الشاملة، وهي مبنية على رؤية استراتيجية للاتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي وتمتد لعشرة أعوام من عام 2001-2010، وأحد أهدافها الرئيسية جعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. ولتحقيق هذا الهدف وضعت الهيئة مجموعة من الاستراتيجيات الفرعية منها توفير منتجات وخدمات تنافسية في سوق رأس المال الإسلامي وبشكل مستمر، وخلق سوق فعالة للصناديق الاستثمارية الإسلامية بكفاءة وفاعلية، والتأكد من أن ماليزيا توفر أطراً تنظيمية ورقابية ومحاسبية ملائمة وشاملة لسوق رأس المال الإسلامي.

(1) هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، الإدارة العامة للدراسات والتطور، 2018، ص ص49-50.

² هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، المرجع السابق، ص 50

2- الضوابط المالية لإصدار الصكوك بماليزيا

أولاً : الضوابط المالية الكلية للاقتصاد

تقع ماليزيا في جنوب شرق آسيا وتتكون من 13 ولاية وثلاثة أقاليم اتحادية ومساحتها 329,845 كيلو متر مربعاً وعدد سكانها 30 مليون نسمة. وتعد ماليزيا نموذجاً للتنمية الشاملة بالنسبة لدول العالم الثالث وتمتاز بخصوصيتها وأهميتها، إذا نهضت في المجال الاقتصادي خلال الأربعة عقود الأخيرة واستطاعت التوفيق بين اتجاهين:

الاتجاه الأول: الاندماج في اقتصاديات العولمة.

الاتجاه الثاني: الاحتفاظ بنهج الاقتصاد الوطني.

فتتحول من بلد يعتمد على تصدير المواد الأولية البسيطة إلى أكبر الدول المصدرة للسلع والتقنية الصناعية في منطقة جنوب شرقي آسيا.

وقد اعتمدت التجربة الماليزية على البنية التحتية للإنسان والاستثمار البشري وقامت بفتح فروع الجامعات عالمية من أستراليا وبريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية على أرضها مع زرع قيم العمل والتنمية والإبداع والابتكار وهكذا كان التعليم والبحث العلمي هما الأولوية الأولى للحكومة الماليزية⁽¹⁾.

ويعتبر اقتصاد ماليزيا هو رابع أكبر اقتصاد في جنوب شرق آسيا ورقم 38 في العالم، أن إنتاجية العمل الماليزية أعلى بكثير من نظيراتها في بلدان الجوار ويرجع ذلك إلى الكثافة العالية للصناعات القائمة على المعرفة واعتماد أحدث التقنيات للتصنيع والاقتصاد الرقمي، وتبعاً لتقرير التنافسية العالمية 2017 كان الاقتصاد الماليزي الاقتصاد التنافسي رقم 27 في العالم.

وفي السبعينيات بدأت ماليزيا تقليد اقتصاديات النمور الآسيوية والتزمت بالانتقال من الاعتماد على التعدين والزراعة إلى اقتصاد يعتمد على التصنيع.

(1) مركز الروابط للدراسات والبحوث الاستراتيجية ، النمو الهائل في الاقتصاد الماليزي: نموذج استرشادي للدول

النامية، 2017، www.awabetcenter.com/archives

ومنذ الثمانينات قاد القطاع الصناعي نمو ماليزيا أدى الاستثمار دوراً مهماً في النمو وازدهرت الصناعات الثقيلة، وحققت ماليزيا بشكل متواصل نمو في الناتج المحلي الإجمالي بأكثر من 7% إلى جانب انخفاض معدلات التصميم في الثمانينيات والتسعينيات.

وفي عام 1991 أعلن رئيس الوزراء الماليزي السابق مهاتير محمد هدفه رؤية 2020 التي ستحول ماليزيا إلى دولة صناعية، وشهدت ماليزيا طفرة اقتصادية وشهدت تطوراً سريعاً خلال أواخر القرن العشرين.

وفي 21 أبريل 2009 أعلن رئيس الوزراء نجيب رزاق عن تحرير 27 قطاع خدومي واعتبرت هذه الحركة بمثابة جهود حكومية من أجل زيادة الاستثمار في قطاع الخدمات، كما أعلن عن مزيد من خطوات التحرير الاقتصادي.

وبلغ إجمالي الاستثمارات المتراكمة في ماليزيا عام 2014 ما قيمته 235.9 مليار رينجت ماليزي حيث أسهمت المصادر المحلية بنسبة 72.6% ونسبة 27.4% من مصادر أجنبية، واحتلت ماليزيا الترتيب 15 في مؤشر ثقة الاستثمار الأجنبي المباشر عام 2014، والترتيب 16 في عام 2007 والترتيب 21 في 2010⁽¹⁾.

كما احتلت ماليزيا باقتصادها المرتبة 25 ضمن أكثر دولة تنافسية في العالم وذلك بين عامي 2018 و2019، ويرجع ذلك إلى الكثافة العالية للصناعات القائمة على تقنيات المعرفة الحديثة واعتماد التكنولوجيا الحديثة، إذا بلغت في عام 2015 قيمة صادرات المنتجات المتطورة تكنولوجيا 57.258 مليار دولار أمريكي، وهي ثان أعلى قيمة في رابطة دول جنوب شرق آسيا بعد سنغافورة وتصدر ماليزيا ثان أكبر حجم وقيمة من منتجات زيت النخيل على المستوى العالمي بعد أندونيسيا، كما تعتبر ماليزيا أكبر منتج للتصدير والمطاط في العالم، وللقطاع الصناعي تأثير كبير حيث يشكل أكثر من 40% من الناتج المحلي الإجمالي، وتعد ماليزيا أكبر مركز مالي ومصرفي إسلامي في العالم⁽²⁾.

(1) موسوعة المعرفة، اقتصاد ماليزيا <https://www.m.marefa.org>

(2) ويكيبيديا، اقتصاد ماليزيا www.ar.m.wikipedia.org

وتتلخص العوامل التي ساعدت على نجاح تجربة النهضة الماليزية بكل جوانبها إلى ما يلي⁽¹⁾:

- المناخ السياسي الذي يمثل حالة خاصة بين جيرانها حيث يتميز بتهيئة الظروف الملائمة للإسراع بالتنمية الاقتصادية.
- يتم اتخاذ القرارات دائماً من خلال المفاوضات المستمرة بين الأحزاب السياسية القائمة على أسس عرقية مما جعل سياسة ماليزيا توصف بأنها ديمقراطية.
- تنتهج ماليزيا سياسة واضحة ضد التجارب النووية، مما ساعد على توجيه التمويل المتاح للتنمية بشكل أساسي بدلاً من الإنفاق على التسلح وأسلحة الدمار الشامل، هذا بالإضافة إلى جذب استثمارات أجنبية.
- ارتفاع النفقات المخصصة لمشروعات البنية التحتية، مما أدى إلى نمو الاقتصاد لتصبح ماليزيا ضمن دول الاقتصاد الخمس الأولى في العالم في مجال قوة الاقتصاد المحلي.
- انتهجت ماليزيا استراتيجية تعتمد على الذات بدرجة كبيرة من خلال الاعتماد على سكان البلاد الأصليين الذين يمثلون الأغلبية المسلمة للسكان.
- اهتمام ماليزيا بتحسين المؤشرات الاجتماعية لرأس المال البشري الإسلامي من خلال تحسين الأحوال المعيشية والتعليمية والصحية للسكان الأصليين أو المهاجرين إليها من المسلمين.
- اعتماد ماليزيا بدرجة كبيرة على الموارد الداخلية في توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات حيث ارتفع الادخار المحلي الإجمالي.
- كان لماليزيا ثلوث دفع بها إلى التميز وهو مثلث النمو والتحديث والتصنيع باعتبار هذه القضايا الثلاث أولويات اقتصادية وطنية، كما تم التركيز على

(1) مركز الروابط لدراسات البحوث الاستراتيجية ، النمو الهائل في الاقتصاد الماليزي: نموذج استرشادي للدول

النامية، مرجع سابق www.awabetcenter.com/archives

مفهوم الشراكة بين القطاع العام والخاص من ناحية وشراكة تجمع بين الأعراف والفئات الاجتماعية المختلفة التي يتشكل منها المجتمع الماليزي من ناحية أخرى.

- امتلاك ماليزيا رؤية مستقبلية للتنمية والنشاط الاقتصادي من خلال خطط التنمية والتخطيط الاستراتيجي لماليزيا 2020 والعمل على تحقيق ما تم التخطيط له.

- وجود درجة عالية من التنوع في البنية الصناعية وتغطيتها لمعظم فروع النشاط الصناعي.

ولقد انعكس ذلك في التصنيف الائتماني للدولة في تصنيف موديز نهاية 2018 حيث بلغت (A3 stable)⁽¹⁾.

ولقد أقيمت فيتش خلال عام 2019 تصنيف ماليزيا الائتماني عند (A) وتعني جدارة ائتمانية متوسطة إلى عالية ونظرة مستقبلية مستقرة، والتصنيف الائتماني يعكس معدل نمو أعلى من متوسط الدول المماثلة، لكن يواجه قيودًا تتمثل في الديون الحكومية المرتفعة ومستويات الدخل الفردي المنخفض وضعف معايير الحوكمة.

ونتناول فيما يلي أهم المؤشرات الرئيسة للاقتصاد الماليزي:

1- ارتفع الناتج المحلي الإجمالي من 143.5 مليار دولار عام 2005 إلى 314.7 مليار دولار عام 2019.

2- ارتفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي من 5593 دولار أمريكي عام 2005 إلى 9951 دولار عام 2015.

3- ارتفع ميزان التجارة الدولية (الصادرات - الواردات) من 27.3 مليار دولار عام 2005 إلى 27.9 مليار دولار عام 2015.

(1) Moody's ,Rating Malaysia Credit Rationm, 2018
<https://countryeconomy.com/ratings>.

جدول : أهم المؤشرات الرئيسة للاقتصاد المالي

2019	2010	2005	المؤشرات الاقتصادية
314707	255018	143534	GDP بالمليون دولار بالأسعار الجارية
5.9	7.4	5.3	معدل نمو GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي (سنة الأساس 2010 بالأسعار الثابتة)
9951.4	9071.4	5593.8	نصيب الفرد من GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي
246670	198791	141624	التجارة الدولية - الصادرات بالمليون دولار أمريكي
218764	164586	114624	التجارة الدولية - الواردات بالمليون دولار أمريكي
27906	34204	27334	التجارة الدولية (ميزان التجارة الدولية) بالمليون دولار
7950	25644	19980	ميزان المدفوعات (الحساب الجاري) بالمليون دولار أمريكي

المصدر : الأمم المتحدة، كتاب الإحصاءات العالمية، طبعة 2019، ص228.

ثانياً : الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك

تعتبر الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك هو أساس عملية التصكيك، ولقد وضعت كثير من الدول الضوابط التي تضمن نجاح عملية التصكيك منها إعداد دراسة جدوى اقتصادية للمشروع محل التصكيك تتضمن وصف للمشروع المزمع لإصدار الصكوك، ودراسة التصنيف الائتماني للإصدار مع تحديث ذلك الإصدار بشكل سنوي أو مدى تواجدت أية أحداث جوهرية تؤثر على المشروع محل التصكيك. هذا بالإضافة الي إعداد قوائم مالية للمشروع محل التصكيك مقنن من مراقب حسابات المشروع محل التصكيك.

ويختلف المشروع محل التصكيك من دولة لأخرى وفقاً للقطاع الذي ينتمي إليه المشروع ومؤشرات الربحية فيه، والمزايا والحوافز، والتنافسية بالسوق لتلك الصناعة. لذلك يتم دراسة كل حالة على حدة وفقاً للضوابط والمزايا والحوافز في كل دولة.

3-الضوابط الشرعية للصكوك بماليزيا

لقد تضمن الإطار التقني للصكوك الإشراف والرقابة الشرعية وما تضمنه من لجان خاصة بسوق رأس المال الإسلامي وشعبة الأدوات المالية الإسلامية والمجلس الاستشاري الشرعي SAC.

وقد تضمن قانون الخدمات المالية عام 2013 الإطار القانون العام للأنشطة المالية الإسلامية.

وتعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية المسئولة عن تطبيق وإصدار الصكوك، وفي هذا الصدد أصدرت عدد من التعليمات الإرشادية في هذا الشأن:

الدليل الإرشادي العام لإصدار الصكوك وتبادل أطراف عملية التصكيك وشروط موافقة هيئة الأوراق المالية وأحكام الشريعة المطبقة على بعض أنواع الصكوك والإفصاح عن المعلومات الجوهرية والمتطلبات الإضافية لبرنامج الصكوك، والشروط الخاصة بالصكوك المقدمة بالعملات الأجنبية عن الجهات الماليزية وغير الماليزية.

- دليل خاص بالأوراق المالية المدعومة بأصول Asset Backed Secrecies والصادر في يوليو 2004 ويشمل المتطلبات الخاصة بالأصول والجهة المستفيدة Originator والشركة ذات الغرض الخاص SPV ومتطلبات الإفصاح وشروط مواقف هيئة الأوراق المالية والأطراف الأخرى.

- دليل استرشادي لتسجيل شركات التصنيف الائتماني للسندات والصكوك.

- دليل استرشادي للتداول الثانوي للأوراق المالية الأجنبية (عملات أجنبية).

- دليل استرشادي لنشرات الاكتتاب للسندات والصكوك.

إلا أنه يجب أن يؤخذ في الاعتبار وجود اختلافات فقهية بين دول الخليج وماليزيا، وهو ماسوف يتم تناوله في فصل الضوابط الشرعية لأصدار الصكوك

المبحث الثاني

تطور إصدار الصكوك بالإمارات والعوامل المؤثرة في نجاح الصكوك

تعد الإمارات العربية المتحدة من أهم الدول المصدرة للصكوك على المستوى العالمي، حيث تحتل المركز الثاني بعد ماليزيا في إصدار الصكوك الدولية ويوضح الجدول التالي إجمالي قيمة الصكوك خلال الفترة من 2001 وحتى 2018.

جدول:نسبة إصدارات الامارات من الصكوك عالميا

	عدد الإصدارات	القيمة بالمليون دولار	% من الإجمالي
الصكوك المحلية	15	8324	0.98
الصكوك الدولية	109	71054	28.26

Sources : IIFM (2019) – IIFM Sukuk Report, July 2019, 8th edition, pp.42-45.

ودولة الإمارات العربية المتحدة هي الدولة الأولى في هذا المجال، وهي التي بدأ فيها نظام الصكوك بحسب الشريعة الإسلامية، وأقيم فيه البنك التجاري الأول الذي يتعامل بالصكوك وهو "بنك دبي الإسلامي" في عام 1975م، وهناك أيضًا مصرف عجمان، وبنك الهلال، وقد استفادت من هذه الصكوك بشكل كبير، وقد أسهمت هذه الصكوك الإسلامية في تمويل العديد من المشروعات مثل مشروع ميناء خليفة والمناطق الحرة بحوالي 10 مليار دولار.

كما يعد ميناء خليفة الذي تم افتتاحه في 2012م من أهم المرافق في الدولة وأهم مشروعات البنية التحتية ومساهمًا قويًا في الناتج المحلي الإجمالي الذي يزداد عامًا بعد عام، ويسهم أيضًا في استقبال وتصدير البضائع والخدمات وتوزيعها ويسهم أيضًا في تعزيز النمو الاقتصادي والصناعي والتجاري من خلال مدينة خليفة الصناعية المجاورة للميناء، أي يعد الميناء أحد المراكز الاستراتيجية في تعزيز قطاع النقل البحري والتجارة.

وخلال السنوات التي أعقبت تأسيسها، حافظت موانئ أبو ظبي على معدلات نمو مطردة وحيث وصل مساهمته إلى 18.3 مليار درهمًا عام 2017م مقارنة بعام 2006م الذي بلغ 181 مليون درهمًا أي زاد بنسبة 0.06% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

وهناك العديد من المؤسسات الخاصة بإصدار هذه الصكوك ومنها بنك دبي الذي يمتلك أكبر قاعدة أصول في دولة الإمارات وأول مصرف إسلامي متكامل الخدمات وهناك أيضًا بورصة دبي، والشركة القابضة لسوقي دبي الماليين التي أنشأت أول برنامج ادخار يطابق أحكام الشريعة الإسلامية في العالم.

ونتيجة لتوسعها في إصدار الصكوك، أفادت شهادات صادرة من وكالات تصنيف عالمية ومؤسسات مالية أن مكانة دبي كعاصمة للاقتصاد الإسلامي تستطيع أن تقوي إمكانياتها وتطوير بنية تحتية داعمة لإصدار الصكوك على صعيد منطقة الشرق الأوسط⁽¹⁾.

وسعت دول مجلس التعاون الخليجي إلى إيجاد بديل شرعي للأسهم، وكانت الصكوك الإسلامية هي البديل المناسب لتحقيق التنمية الاقتصادية التي تسعى إليها تلك الدول خاصة مع ازدهار هذه الصكوك على مستوى العالم في الآونة الأخيرة وما حققته من نتائج إيجابية في كثير منها مثل ماليزيا.

ولقد تصدر بنك دبي الإسلامي المركز الأول على مستوى العالم عام 2006، حيث قام البنك بإدارة صكوك بقيمة 1.1775 مليار دولار ليستحوذ بذلك على نسبة 20.8% من حصة السوق لإصدارات الصكوك في العالم، كما حصل بنك دبي على تفويض من مركز دبي للسلع والمعادن لإدارة وترتيب إصدار صكوك مرتبط بالذهب وهو أول إصدار لصكوك مرتبطة بالذهب، كما أدار البنك صكوكًا بقيمة 500 مليون دولار لمصلحة البنك الإسلامي للتنمية؛ ذلك إلى جانب مشاركته في إدارة صكوك

(1) أمل علي إبراهيم، وآخرون، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها في النمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص 18، 19.

لمصلحة ماليزيا بقيمة 600 مليون \$، كما أدرجت شركة آبار للإسكان البترول في الإماراتية صكوكًا بقيمة 460 مليون \$ في سوق دبي المالي في شهر مايو 2006 .

ومن أهم الأمثلة على إصدارات الصكوك بدولة الإمارات هي صكوك جغزا وهي المنطقة الحرة لجبل علي حيث أصدرت الشركة في عام 2007 صكوك مشاركة بقيمة 7500 مليون درهمًا إماراتيًا تستحق في عام 2012، ويأتي الإدراج بعد نجاح عملية الاكتتاب بالصكوك الإسلامية وتغطيتها بالكامل حيث تم إصدارها بالعملية المحلية (الدهرم) في بورصة دبي العالمية، واقتصر الاكتتاب بها على الشركات والمؤسسات، ورتب لعملية إصدار الصكوك الإسلامية بنك دبي الإسلامي و"باركليز كابيتال" و"دويتشه بنك" و"ليمان برادرز"⁽¹⁾.

وقد احتلت الإمارات المركز الأول في إصدار الصكوك في عام 2007 حيث بلغ حجم ما أصدرته 33 مليار دولار بتفوقه على ماليزيا التي بلغ حجم إصدار الصكوك فيها 31 مليار دولار.

وفي إطار دعم التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية بما يحقق التنمية الاقتصادية والمالية والبيئية المستدامة في الإمارات المتحدة، تمكنت دبي من أن تصبح ثالث أكبر مركز عالمي للصكوك الإسلامية في أعقاب إدراج حكومة دبي عام 2014م صكوكًا بقيمة 208 مليار درهمًا، وإعلان حكومة هونج كونج عن خطط لإدراك أول صكوكها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بقيمة مليار دولار (3.67 مليار درهمًا) في بورصة ناسداك دبي بمركز دبي المالي العالمي لما شهدته القطاعات الصناعية في منطقة الخليج العربي وجنوب شرق آسيا ازدهارًا مطردًا، وتعد دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي لما تتمتع به من اقتصاد حر ومرن ومفتوح، وتنوع اقتصادها وامتلاكها بنية تحتية وتقنية ولوجيستية.

(1) رامي محمد كمال ، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، ص104.

وجاء إطلاق مبادرة "دبي مركز عالمي للصكوك الإسلامية" في عام 2013م، بهدف دعم قطاع التمويل الإسلامي ونقل إمارة دبي إلى طليعة المراكز الرئيسية لإصدار وإدراك استقطاب العديد من المستثمرين ليس من الدول الإسلامية فقط، بل أيضًا من أكبر اقتصادات العالم غير الإسلامية، وارتفعت القيمة الاسمية الإجمالية للصكوك المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي في نهاية 2015م إلى 36.7 مليار دولار أمريكي مقارنة بـ 5.4 مليار دولار أمريكي لعام إطلاق المبادرة 2013م، مما جعل دبي في المرتبة الأولى عالميًا في إدراج الصكوك الإسلامية⁽¹⁾.

واحتلت دولة الإمارات العربية المتحدة المرتبة الأولى عربيًا والثانية عالميًا بعد ماليزيا كأفضل منظومة متكاملة للاقتصاد الإسلامي في تسعة قطاعات رئيسية بحسب المؤشر العالمي الإسلامي الصادر عام 2015 من والذي يشمل 73 دولة.

واتفق الخبراء والمختصين على أن أداء دولة الإمارات العربية المتحدة في هذا الشأن يجعلها مرشحًا قويًا لقيادة سوق الصكوك الإسلامية التي تعد من أهم أدوات التمويل الإسلامي، وبلغ حجم الصكوك المدرجة في أسواق دبي عام 2015 نحو 135 مليار درهمًا⁽²⁾.

وهناك عدة إصدارات للصكوك الإسلامية بالامارات نتج عنها نشاطات مهمة لتحقيق التنمية المستدامة في الإمارات العربية المتحدة، أهمها⁽³⁾:

مجمع لصناعات الحلال: أطلقت حكومة دبي بالتعاون مع مدينة دبي الصناعية والمناطق الاقتصادية العالمية مجمعًا لصناعات الحلال، تم تصميمه ليكون قاعدة للشركات العاملة في مجالات تصنيع ونقل الأطعمة ومستحضرات التجميل ومنتجات العناية الشخصية الحلال.

(1) راضية لسود، سامية بولعل، مسعودة بن سعيد، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد رقم 1، الجزائر، 2018، ص 67.

(2) راضية لسود، سامية بولعل، مسعودة بن سعيد، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، المرجع السابق، ص 67.

(3) راضية لسود، سامية بولعل، مسعودة بن سعيد، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، المرجع السابق، ص 68.

مشروع "سلمى" لتوفير الإغاثة الغذائية الحلال: يعد هذا البرنامج ثمرة شراكة بين مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي ومؤسسة الأوقاف وشؤون القصر في دبي ومؤسسة نور أوقاف وبالتعاون مع برنامج الأغذية للأمم المتحدة، حيث يقوم هذا البرنامج بإدارة إنتاج مغلفات وجبات حلال طويلة الأمد لتقديمها للمحتاجين من ضحايا الكوارث والحروب والنزاعات.

المركز التكنولوجي لريادة الأعمال: أطلقت سلطة واحة دبي للسيليكون مسابقة "يوم رواد الأعمال" التي تتيح للشركات الناشئة في الإمارات فرصة الحصول على دعم حاضنة واحة السيليكون "سيليكون أواسيس فاوندرز"، والسفر إلى وادي السيليكون في الولايات المتحدة الأمريكية للانضمام إلى برنامج "مختبرات الشرق الأوسط لتطوير التكنولوجيا" التطويري المخصص لرواد الأعمال في منطقة الشرق الأوسط.

المدن الخضراء: تعد الصكوك الخضراء أحد المسارات الرئيسية التي تركز عليها استراتيجية دبي للطاقة النظيفة لعام 2050م، التي تم إطلاقها عام 2015م، حيث تضمنت الاستراتيجية إنشاء صندوق دبي الأخضر بقيمة 100 مليار درهم، وذلك لتمويل الاستثمار في قطاع الطاقة النظيفة، كمولد الطاقة الشمسية الذي يعد الأكبر في العالم بقدرة إنتاجية 5000 ميغا واط لعام 2030م؛ لذلك تم فتح تعاون مشترك بين هيئة كهرباء ومياه دبي وشركة الصكوك الوطنية لإطلاق صندوق تمويلي أخضر في 2017م بقيمة 2.4 مليار درهمًا، الذي سوف يكون له ذراعًا يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهو ما يعد خير دليل على مساعي والتزام الدولة بتعزيز التمويل الأخضر من خلال إصدار الصكوك الإسلامية⁽¹⁾.

(1) إاضية لسود، سامية بولعل، مسعودة بن سعيد ، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وأفاتها في الجزائر، المرجع السابق، ص68.

وتحتل دولة الإمارات العربية المتحدة مركزاً متقدماً على المستوى الإقليمي والدولي في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، حيث تربعت دولة الإمارات في المرتبة الثانية عالمياً، حيث حجم الإصدارات للصكوك الإسلامية التجارية في نهاية العام 2016، بما نسبته 18.3% من إجمالي إصدارات الصكوك التجارية على المستوى الدولي.

ولقد عملت هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات على إطلاق استراتيجية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي وذلك في شهر أيلول من عام 2017، بالتعاون مع مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي، وسوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، حيث شملت ثلاثة محاور رئيسية، وهي الدور الرقابي للهيئة، ودور الجهات ذاتية التنظيم (الأسواق المالية)، إضافة إلى التحديات التي تواجه سوق التمويل الإسلامي، وشملت الاستراتيجية خارطة طريق لتنفيذها وتحديد المخصصات المالية والاعتمادات اللازمة لتنفيذ كل مرحلة من مراحل خطة العمل⁽¹⁾.

وعملت الهيئة على إصدار الأنظمة التشريعية لتنظيم منتجات سوق رأس المال الإسلامي والرقابة عليها مثل صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والإفصاح الإضافي للمنتجات الإسلامية، وعقود التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وأحكام وكالات التصنيف التي تعمل على تصنيف الجهات والمنتجات الإسلامية، وتحديث أنظمة الصكوك والملاءة المالية بوضع أوزان للمنتجات الإسلامية، إضافة إلى مبادرة إصدار وثيقة ضوابط للصناعة تشجع الابتكار في مجالات السوق المالية الإسلامية، وإصدار نظام حوكمة اللجان الشرعية في الأوراق المالية، واعتماد وتأهيل أعضاء لجان الرقابة الشرعية، وتنظيم برامج تدريب

(1) هيئه سوق رأس المال الفلسطيني، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في قيمة الاقتصاد الفلسطيني، مرجع سابق ، ص ص 43-44.

وإعداد برنامج توعية متكامل حول السوق العالمي الإسلامي، والتنسيق مع الجهات الدولية ذات العلاقة تحديداً IFSB, IOSCO, AAOIFI⁽¹⁾.

وسجلت منصة ناسداك دبي للمرابحة وهي منصة التمويل الإسلامي التي تقدم مزايا نوعية للمؤسسات المالية وعملائها الراغبين للحصول على الحلول والفرص التجارية المتوافقة مع الشريعة صفقات بقيمة 364.5 مليار درهماً منذ إطلاقها في عام 2014 حتى 2018.

وتبلغ قيمة الصكوك والسندات المدرجة ببورصة ناسداك دبي وعددها 101 أدرج حوالي 257.3 مليار درهماً تمثل نسبة 47% من الصكوك والسندات من داخل الإمارات، نسبة 53% من الصكوك والسندات من خارج الدولة.

وتسعى ناسداك للاهتمام بمجموع المالية الإسلامية مع سعيها لضم مصدرين جدد من دول خارجية أخرى بسوق الصكوك⁽²⁾.

وتأتي الإمارات ضمن أكبر ثلاث دول مصدرة للصكوك الإسلامية في العالم وموقع دبي الاستراتيجي وحجم وتجاريتها الخارجية يعطيها أفضلية وميزة تؤهلها لدور ريادي في مجالات التمويل الإسلامي المتطور والابتكار الإسلامي عامة.

1- الإطار التنظيمي للصكوك في الإمارات العربية المتحدة

صدر قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية رقم 93/ر لسنة 2005 في شأن النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية وشمل القرار شروط الإدراج وإجراءات تقديم طلب الإدراج والالتزامات المستمرة للجهات المصدرة والإصدارات الجديدة، وكذلك الالتزامات الخاصة بالأنظمة والإجراءات.

وقد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 2014/16 بشأن نظام الصكوك وقد ألغى القرار الموضح عاليه، وتتمثل أهم ملامح هذا القرار فيما يلي⁽³⁾:

(1) هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في قيمة الاقتصاد الفلسطيني، المرجع السابق، ص ص 45-47.

(2) البيان، ناسداك دبي نحو فتح سوق الصكوك للأفراد، 2018.

www.albayan.ae/economy/2018.

(3) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 2014/16 بشأن نظام الصكوك، هيئة الأوراق المالية للسع.

أولاً : نظام الصكوك

1- يجب توافر الشروط التالية فيما يتعلق بشروط الإصدار والإدراج:

- (أ) إجازة الصكوك من قبل اللجنة الشرعية لدى الملتمزم.
- (ب) يجب ألا يقل إجمالي القيمة الاسمية للإصدار عن عشرة ملايين درهماً أو ما يعادلهم ما لم تقرر الهيئة خلاف ذلك.
- (ج) إعداد وتقديم نشرة اكتتاب وفقاً للنموذج الذي تعده الهيئة.
- (د) الدخول في اتفاقية أمانة تتضمن تأكيد حق الأمين في الحصول على أية معلومة تتعلق بالصكوك وواجباته في حماية حقوق ومصالح حملة الصكوك.
- (هـ) تعيين أحد المصارف المرخص لها بالعمل داخل الدولة للعمل كوكيل دفع في الدولة.
- (و) يجوز أن يكون إصدار وطرح وإدراج الصكوك وفقاً لبرنامج إصدار صكوك توافق عليه الهيئة.

2- إجراءات الإصدار:

لقد حددت المادة (7)، (8) من القرار إجراءات ومستندات طلب الموافقة على الإصدار والإدراج الأساسي على أن تتضمن مسودة النشرة وقرار الجهة المختصة على الإصدار والقوائم المالية والمستندات التي تحددها الهيئة.

وتصدر الهيئة موافقاتها على الإصدار أو رفضه خلال خمسة أيام عمل من تاريخ تقديم الطلب، وفي حال رفض الطلب يجوز التظلم من القرار الصادر برفض الموافقة.

ويجب على الملتمزم ضمان عدم استخدام العائدات التي يتم الحصول عليها من إصدار الصكوك إلا لأغراض متوافقة مع الشريعة الإسلامية ويتم إثبات ذلك بموافقة اللجنة الشرعية.

إلا أن هناك نوعان من الصكوك للشركات وهي صكوك الجملية صكوك يكون الحد الأدنى لقيمة الصك الواحد 500 ألف درهم أو ما يعادل ولا تطرح للاكتتاب

العام، أما صكوك التجزئة فهي صكوك لا تزيد قيمة الصك الواحد فيها عن 100 ألف درهم وتطرح للاكتتاب العام، هذا بالإضافة إلى الصكوك الحكومية وهي الصكوك التي تصدرها الحكومة الاتحادية أو الحكومات المحلية أو الهيئات الحكومية التابعة لها أو أي شخص اعتباري عام أو الشركات المملوكة بالكامل للحكومة وفقاً للشرعة الإسلامية، ولقد استتنت المادة (2) من القرار الصكوك الحكومية من تطبيق هذا النظام.

3- إدراج الصكوك في السوق وتداولها:

للشركة حق إدراج الصكوك في السوق، ويجوز تداول الصكوك المدرجة في السوق ومقاصتها وتسويقها من خلال السوق أو خارجه ويجب تسجيل أية عمليات تتم خارج السوق على الصكوك المدرجة به إدراجاً أساسياً وتعتبر أي عمليات تداول خارج السوق لاغية وباطلة إذا لم يتم تسجيلها.

4- الالتزامات المستمرة للملتزمين:

(أ) التزامات عامة:

- إخطار الهيئة والسوق بأية واقعة أو تطورات أو معلومات غير معلنة من شأنها أن تؤثر تأثيراً جوهرياً في سعر الصك أو في قدرة الملتزم أو المصدر في الوفاء بالتزاماتها.

- إخطار الهيئة والسوق بأية أحداث أو قرارات تصفية للمصدر أو الشركة القابضة التي يتبعها الملتزم أو أية شركة تابعة له أو التوقف عن مزاولة النشاط.

- موافاة الهيئة والسوق بالقوائم المالية السنوية المرفقة وفقاً لمعايير التدقيق الدولية.

- تزويد الهيئة بأية معلومات تطلبها لأغراض حماية المستثمرين أو للتأكد من الالتزام بأحكام هذا النظام.

(ب) التزامات إضافية:

نصت المادة (18) من القرار على التزامات إضافية تتعلق بصكوك التجزئة وفي حالة الطرح للاكتتاب العام التي ترتبط بتحديث أية بيانات ترتبط بنشرة الاكتتاب أو أية معلومات ترتبط بحماية المكتتبين.

5- تعليق وإلغاء إدراك الصكوك:

للهيئة بعد التشاور مع السوق تعليق إدراج وتداول الصكوك أو إلغاء إدراجها في السوق حال حدوث ظروف استثنائية أو حدوث ما يهدد حسن سير العمل، أو إذا ارتأت أهمية ذلك لحماية المستثمرين وأنشطة السوق المعتادة أو الإخلال بحقوق حاملي الصكوك أو حال مخالفة الملتزم لأحكام هذا النظام أو التعهدات والطلبات والمستندات الموقعة منه.

كما يجوز للملتزم التقدم للهيئة بطلب اختياري لإلغاء إدراج الصكوك بعد الحصول على موافقة السلطة أو الجهة المختصة بحسب متطلبات الوثائق التأسيسية.

6- الإدراج المشترك:

تسمح القواعد بإدراج الصكوك في أكثر من سوق، ويكون فيه السوق الأجنبي أو سوق المنطقة الحرة المالية هو السوق الأساسي.

ثانيًا: الأسواق المالية المتعاملة بالصكوك:

1- سوق دبي المالي:

نجح سوق دبي المالي في الوصول إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي من خلال الحرص على تبني أفضل الممارسات بما يلبي الاحتياجات المتزايدة للمستثمرين المحليين والأجانب.

وتم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، ويعد سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح اسمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، كما أن سوق دبي المالي متوافق

مع الشريعة الإسلامية وأحكامها، ويخضع سوق دبي المالي تنظيمًا لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات.

كما يعد أول سوق مال إقليمي يدمج عملياته حيث تم 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 (1).

2- مركز دبي المالي العالمي DIFC:

هو المركز المالي لدبي، وهو منطقة حرة مالية اتحادية تم تأسيسها بموجب المرسوم الاتحادي رقم 35 لسنة 2004 وبموجب القانون الاتحادي الإماراتي رقم 8 لعام 2004 وقانون دبي رقم 2004/12.

ويهدف مركز دبي المالي العالمي إلى خلق بيئة للنمو والتقدم والتنمية الاقتصادية في دولة الإمارات للوصول إلى أسواق المنطقة عن طريق توفير ممارسات قانونية والتجارية معترف بها دوليًا، وكذلك بتوفير بنية تحتية مناسبة تتماشى مع المعايير الدولية، وينظم قانون رقم 2004/9 مركز دبي المالي العالمي وتكون المنطقة الحرة المالية المنشأة في إمارة دبي والمسماة مركز دبي المالي العالمي التي تعرف بـ DIFC ذات استقلال مالي وإداري، وتتألف ضمن المركز الهيئات التالية:

- سلطة مركز دبي المالي العالمي وتعرف بـ DIFCA.
- سلطة دبي للخدمات المالية وتعرف بـ DFSA.
- سلطة مركز دبي المالي العالمي القضائية.

(1) www.dfms.ac/ar/about-dfms.

وتكون سلطة الخدمات المالية دون غيرها عن تنظيم الخدمات المالية والأنشطة المرتبطة بهذه الخدمات في المركز.

وتزاول هيئات ومؤسسات المركز أعمالها التجارية وفقاً لقوانين وأنظمة المركز⁽¹⁾.

وتخضع بورصة ناسداك دبي إلى سلطة دبي للخدمات المالية.

وناسداك دبي تأسست عام 2005 وهي البورصة المالية العالمية للمنطقة الواقعة بين غرب أوروبا وشرق آسيا وتستقبل جهات الإصدار سواء من المنطقة أو من شتى أنحاء العالم، التي تتطلع إلى الاستفادة من الفرص الاستثمارية على المستويين الإقليمي والدولي. وتدرج البورصة حالياً الأسهم والمشتقات والصكوك (السندات الإسلامية) والسندات التقليدية وصناديق الاستثمار العقاري، وتضم شركاتها المدرجة مجموعة من الشركات العالمية والإقليمية وقاعدة من المستثمرين العالميين والإقليميين، كما تشمل المبادرات الإقليمية الفريدة والتي أطلقتها البورصة (سوق الأسهم الآجلة) التي افتتحت في سبتمبر 2016.

ويعد سوق دبي المالي هو المساهم الرئيسي في ناسداك دبي، حيث تبلغ حصته الثلثين في حين تملك بورصة دبي ثلث الأسهم، كما أن سلطة دبي للخدمات المالية هي السلطة التنظيمية لبورصة ناسداك دبي وتتخذ البورصة من مركز دبي المالي العالمي مقراً رئيساً لها⁽²⁾.

وتقوم ناسداك دبي بتعهيد عمليات التداول والمقاصة والتسوية والكفالة إلى سوق دبي المالي، كما تشجع ناسداك دبي جميع مصدري الأسهم لديها لتبديل عملة الإدراج من الدولار الأمريكي إلى الدرهم الإماراتي، ويتم تغيير ساعات التداول بما يتناسب مع ساعات التداول في سوق دبي المالي.

(1) <http://www.dubaicompany.com/ar-AE>.

(2) البيان، ناسداك دبي تواصل نشاطات البورصة، 2020 .
<http://www.albayan.ae/economy/local-market/2020>.

وتحافظ ناسداك دبي على هويتها بوصفها سوقاً متميزاً مع الإبقاء على قواعد العمل والإدراج الخاصة بها وقائمتها الرسمية من الأوراق المالية وستبقى خاصة للمعايير الدولية من قبل سلطة دبي للخدمات المالية.

وفي ضوء الرؤية لأن تكون دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي، أطلقت ناسداك دبي منصة ناسداك دبي للمرابحة لتلبية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية للمقترضين والإقرار والشركات، وتستفيد المنصة من الشهادات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي تم وضعها للأصول الأساسية الخاصة بالتعاملات المالية⁽¹⁾.

وشهد مايو 2019 إصدار أول صكوك خضراء مؤسسة على مستوى العالم في بورصة ناسداك دبي، ويجري استخدام عائد الصكوك الخضراء لتمويل إعادة تمويل مشروعات إحدى الشركات، بما في ذلك إنشاء مباني صديقة للبيئة والإدارة المستدامة للمياه وكفاءة استعمال الطاقة⁽²⁾.

وتدرج في سوق ناسداك عدد كبير من الإدراجات للصكوك والسندات التقليدية في العالم.

والإدراجات في ناسداك دبي تمثل 93% من القيمة الاسمية لإدراجات الصكوك في دبي ومن المتوقع أن تنجح ناسداك في استقطاب صكوك إسلامية من كافة دول العالم بعد إدراج صكوك سيادية لماليزيا وإندونيسيا.

ويتم تداول الصكوك من خلال آلية متطورة وفعالة يوفرها سوق دبي المالي عبر شركات الوساطة المعتمدة لديه حيث يكون بمقدور قاعدة مستثمري السوق علاوة على المستثمرين المحتملين إنجاز عمليات شراء الصكوك أو استرداد قيمتها بصورة سلسلة من خلال شركات الوساطة، علاوة على قيام السوق بإدارة عملية توزيع الأرباح الخاصة بحملة الصكوك، وتوفر تلك الآلية للمستثمرين في سوق دبي المالي أداة مرنة

(1) نشرة ناسداك دبي ناسداك دبي تستعد لتوثيق عملياتها التشغيلية مع سوق دبي المالي 2010 .
www.nasdaqdubai.com/newsetter/2010.

(2) البيان ، مرك دبي المالي العالمي يعزز تطور القطاع المالي في الإمارات، 2019.
www.albayan-qe/economy/2019.

جديدة للاستفادة من السيولة المتوفرة لديهم من خلال شراء الصكوك الوطنية وتحقيق العوائد التنافسية من وراء هذا الاستثمار، مع إمكانية تسهيل الصكوك في أسرع وقت ممكن للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة في الأوراق المالية المدركة في السوق⁽¹⁾.

2- الضوابط المالية لإصدار الصكوك في الإمارات المتحدة

أدت الضوابط المالية لإصدار الصكوك في الإمارات العربية المتحدة دوراً كبيراً، سواء تلك المرتبطة بالضوابط والحوافز الاقتصادية الكلية للاقتصاد الإماراتي أو الضوابط الجزئية المرتبطة بالمشروع محل التصكيك والصناعة التي ينتمي إليها هذا المشروع. وسوف نستعرض تلك الضوابط فيما يلي:

أولاً: الضوابط والحوافز المالية للاقتصاد المالي:

بدأ أول عقد حقيقي للتنمية في دولة الإمارات العربية المتحدة أوائل سبعينيات القرن العشرين مع تشكيل الاتحاد، وبفضل عائدات النفط التي اكتسبها بسرعة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية وبالاتماد على قطاع النفط، واستمرت الدولة بشكل كبير في البنية التحتية المادية والاجتماعية وجذبت الإمارات انتباه العالم إلى إمكاناتها التجارية والاقتصادية الهائلة.

وكان انخفاض أسعار النفط في الثمانينيات مما دفع الجهود لتنويع الاقتصاد بعيداً عن النفط، ولقد كان تحول دولة الإمارات إلى أحد أكبر منتجي النفط في العالم، جنباً إلى جنب مع نجاحها في رعاية قطاعاتها غير النفطية، وفي ظل قيادتها الريادية الطموحة، جاعلاً منها ثان أكبر اقتصاد في الشرق الأوسط وواحدًا من أكثر الاقتصادات انفتاحاً في العالم.

(1) الرؤية ، آلية جديدة لتداول الصكوك الوطنية في سوق دبي المالي، 2019.

على الرغم من أن الإمارات لا تزال تعتمد على الدخل النفطي، إلا أنها تتمتع بأكبر اقتصاد متنوع في منطقة مجلس التعاون الخليجي، ويستأثر القطاع غير النفطي حاليًا بحوالي 70% من الناتج المحلي الإجمالي، ولكل إمارة من الإمارات السبع في الدولة ظروف وأولويات اقتصادية مختلفة، على الرغم من أنها تلتزم جميعها باستراتيجية شاملة لرؤية الإمارات، وتحفظ أبو ظبي بمعظم احتياطات البلاد من النفط والغاز وتدير معظم المدخرات الوطنية، أما إمارة دبي فهي المركز التجاري في الدولة، وتستمر إمارتا أبو ظبي ودبي في دفع النمو الاقتصادي المحلي، حيث تجتذب دبي استثمارات أجنبية ضخمة.

وتظهر تصنيفات الإمارات العربية المتحدة على مختلف المؤشرات الاقتصادية العالمية نجاح الجهود المبذولة على الصعيد الوطني لتسريع عملية التنويع وخلق بيئة أعمال واستثمارية لا نظير لها وتعزيز الاقتصاد القائم على المعرفة.

جدول : تصنيفات الإمارات بالمؤشرات الاقتصادية العالمية

المؤشر	الترتيب العالمي
الانفتاح الاقتصادي	المرتبة الثالثة
بيئة الأعمال والبيئة التحتية والتقدم التكنولوجي	المرتبة الرابعة
مؤشر الجاهزية العالمية	المرتبة الخامسة
مؤشر الجاهزية للتغيير	المرتبة الخامسة
مؤشر التنافسية العالمية	المرتبة السابع عشر

وتشكل السياسات الاقتصادية السليمة لدولة الإمارات الأساسي لمستقبلها الاقتصادي المزدهر، حيث تركز معظم سياساتها الأخيرة في هذا الشأن على الإصلاحات والتحسينات الاقتصادية بهدف تسهيل عملية الاتصال إلى مرحلة ما بعد النفط⁽¹⁾.

(1) وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة والاقتصاديات الرائدة في العالم، إدارة الدراسات والسياسات الاقتصادية، الإمارات العربية المتحدة، 2018، ص ص 16-17.

كما اهتمت دولة الإمارات بتطبيق مفهوم الشمول المالي، وكانت أولى الدول في تطبيق نظام حماية الأجور الذي أقره المصرف المركزي، والسماح لشركات الصرافة بتقديم خدمات للفئات التي لا يمكنها التعامل مع المصارف. كما أن تطبيق نظام المدفوعات الرقمية والمحافظ الإلكترونية بفتح الباب لشمول فئات أكثر ضمن النظام المالي نظرًا لسهولة الدخول وقلة التكاليف، وتأتي الإمارات في مقدمة الدول التي تزود المتعاملين بخدمات مالية عبر الهواتف الذكية وتعمل الإمارات على تشجيع المنافسة بين المصارف التي من شأنها تعزيز القدرة التنافسية للدولة بأسرها حيث أن هناك علاقة وثيقة بين الشمول المالي والاستقرار المالي والنمو الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة والرفاهية الاجتماعية⁽¹⁾.

أشار تقرير لوكالة موديز للتصنيف الائتماني بقوة الاقتصاد الإماراتي حيث أكدت الوكالة نظرتها المستقبلية المستقرة إلى النظام المصرفي في دولة الإمارات معتبرة أن جهازها المصرفي يتمتع برسطة قوية وعمليات تمويل مستقرة ومستويات سيولة صحية وتوقف الوكالة زيادة النمو لهذا القطاع.

وأفادت توقعات صندوق النقد الدولي إلى النمو في الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي في دولة الإمارات ومن المتوقع أن يبلغ النمو غير النفطي 1% في 2019 ويقفز إلى حوالي 3% عام 2020.

وتوقعت بنمو الاقتصاد الإمارات إلى 2,5% خلال الأعوام من 2020 وحتى 2024 ، وترجع العوامل التي أدت إلى النمو إلى الاعتماد على القطاع غير النفطي وسياساتها في تنويع اقتصادها ونجاحها في تبني تجارة حرة واستقطاب الاستثمارات

(1) وزارة الاقتصاد الشمول المالي وثورة التكنولوجيا المالية، إعداد د. نيفين حسين، الإمارات، 2018، ص 10-12.

الخارجية وخصوصًا في قطاعات التجزئة والإنشاءات والسياحة والرعاية الصحية والطاقة والبيئة والتقنية التكنولوجية، الأمر الذي أدى إلى تعزيز إمكاناتها في تحقيق اقتصاد متنامٍ، ولقد كان للمحفزات المالية والضريبية أحد الأسباب للنتائج الإيجابية للاقتصاد وزيادة الإنفاق الحكومي ودعم مشاريع الشراكة بين القطاع العام والخاص⁽¹⁾.

وقد ذكر أحدُ المحللين لدى موديز أن نظرتنا المستقبلية لاقتصاد الإمارات تشير إلى أن المخاطر التي قد تعترض التصنيفات السيادية للإمارات متوازنة إلى حد بعيد تصنيفًا إن الملف الائتماني للإمارات مدعوم بالنظرة المستقبلية المستقرة حيال التصنيف الائتماني لأبوظبي والإمكانيات العالية الناتجة عن جهود التنوع الاقتصادي، وقدر تقرير موديز نسبة العائدات النفطية إلى إجمالي الإيرادات الحكومية بنحو 43% متوقعًا أن يبلغ النمو في الناتج المحلي الإجمالي للدولة 3% في عام 2020⁽²⁾.

ولقد أظهر تقرير صادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي تقدم الإمارات مركزين في مؤشر التنافسية العالمية لعام 2019 لتصعد إلى المرتبة الـ 25 عالميًا. ووفقًا للمؤشر الذي يضم 141 دولة احتلت دولة الإمارات في المرتبة الأولى عالميًا في 5 محاور ومؤشرات رئيسية وفرعية، وفيما حلت ضمن المراكز العشرة الأولى في نحو 28 مؤشرًا، وجاءت في المراتب الأولى عالميًا في 4 مؤشرات فرعية⁽³⁾.

(1) مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية ، اقتصاد الإمارات.. مؤشرات مبشرة بالنمو والتقدم، 2019. <http://www.ecsser.ae/reports/2019>.

(2) البيان ، توقعت نمو الاقتصاد 3% في 2020، موديز تمنح الإمارات درجة عالية مع نظرة مستقرة، 2020. <http://www.albayan.ae/economy/2020>.

(3) العين الإخبارية ، حصاد 2019.. تفوق إماراتي في مؤشرات المنظمات الدولية، الإمارات، 2019. www.al-aiih.com/article/2019.

وفي يونيو 2019 ذكر تقرير لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (أونكتاد) أن الإمارات تعد من أهم 10 دولة مستثمرة في العالم من العام الجاري حتى 2021. وأشار التقرير إلى أن الإمارات استقبلت ما قيمته 10.4 مليارات دولارات من الاستثمارات الخارجية المباشرة في عام 2018 واستثمرت في الخارج ما قيمته 15.1 مليار دولار⁽¹⁾.

ونستعرض فيما يلي التطورات الاقتصادية أو المؤشرات الكلية للاقتصاد الإماراتي خلال الفترة من 2005 وحتى 2019:

- ارتفع الناتج المحلي الإجمالي من 182.9 مليار دولار عام 2005 إلى 382.5 مليار دولار عام 2019.
- ارتفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي من 39.9 ألف دولار عام 2005 إلى 40.6 ألف دولار عام 2019.
- انخفضت قيمة الصادرات من 115 مليار دولار عام 2005 إلى 106.5 مليار دولار عام 2019 ويرجع ذلك لانخفاض أسعار النفط خلال 2019.
- ارتفعت قيمة الواردات من 80.8 مليار دولار عام 2005 إلى 155.5 مليار دولار عام 2019.

(1) البيان ، الإمارات اقتصاد رائد ينافس الكبار على صدارة 1000 مؤشر ، الإمارات، 2019.
www.albayan.ae/economy/2019.

**جدول: أهم المؤشرات الكلية للاقتصاد الإماراتي
خلال الفترة من 2005 وحتى 2019**

المؤشرات الاقتصادية	2005	2010	2019
GDP بالمليون دولار بالأسعار الجارية	182.978	289.787	382.575
معدل نمو GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي (سنة الأساس 2010 بالأسعار الثابتة)	4.9	1.6	0.8
نصيب الفرد من GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي	39955.3	35037.9	40698.8
التجارة الدولية - الصادرات بالمليون دولار أمريكي	115.453	198.362	106.586
التجارة الدولية - الواردات بالمليون دولار أمريكي	80814	187001	155599
التجارة الدولية (ميزان التجارة الدولية) بالمليون دولار	34639	11361	49013-
ميزان المدفوعات (الحساب الجاري) بالمليون دولار أمريكي	-	-	-

المصدر : الأمم المتحدة، كتاب الإحصاءات العالمية، طبعة 2019، ص50.

ثانيًا : الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك

تعد الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك أساس عملية التصكيك، ولقد وضعت كثير من الدول الضوابط التي تضمن نجاح عملية التصكيك؛ منها إعداد دراسة جدوى اقتصادية للمشروع محل التصكيك تتضمن وصف للمشروع المزمع لإصدار الصكوك، ودراسة التصنيف الائتماني للإصدار مع تحديث ذلك الإصدار بشكل سنوي أو مدى تواجدت أي أحداث جوهرية تؤثر على المشروع محل التصكيك. هذا بالإضافة الي إعداد قوائم مالية للمشروع محل التصكيك مقنن من مراقب حسابات المشروع محل التصكيك.

ويختلف المشروع محل التصكيك من دولة لأخرى وفقًا للقطاع الذي ينتمي إليه المشروع ومؤشرات الربحية فيه، والمزايا والحوافز، والتنافسية بالسوق لتلك الصناعة. لذلك تتم دراسة كل حالة على حدة وفقًا للضوابط والمزايا والحوافز في كل دولة.

3- الضوابط الشرعية للصكوك بالإمارات

أعلن حاكم دبي في بداية 2013 إطلاق مبادرة (دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامية) وإضافة قطاع الاقتصاد الإسلامي كقطاع جديد ضمن اقتصاد الإمارة بهدف تنويع الاقتصاد الوطني لدولة الإمارات العربية المتحدة، وتم تأسيس مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي بموجب القانون رقم 13/2013، لتدعيم وترسيخ مكان دبي كعاصمة للاقتصاد الإسلامي.

وتشمل أهم محاور الخطة الاستراتيجية في تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية، إنشاء مركز لمعايير الاقتصاد الإسلامي، إقامة مركز اقتصاد إسلامي رقمي، إقامة أسواق للمنتجات الحلال، إقامة مركز لإصدار شهادات المنتجات الحلال، تأسيس مركز إسلامي للحوكمة الشرعية، تأسيس شركة لإعادة التكافل.

وجاء إطلاق مبادرة دبي مركز عالمي للصكوك في ظل وجود عدد كبير من المؤسسات المصرفية والمالية التي تتخذ دبي مقراً لها ولأنشطتها، وفي خلال فترة قصيرة من إطلاق صادرة دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي.

وتصل إمارة دبي إلى طليعة المراكز الرئيسية لإصدار وإدراج وتداول الصكوك على المستوى العالمي عبر سوق دبي المالي وناسداك دبي من خلال استقطاب العديد من المستثمرين في الدول الإسلامية وغير الإسلامية وقد بلغ إجمالي قيمة الصكوك المدرجة في أسواق دبي منذ إطلاق المبادرة حتى نهاية عام 2013 حوالي 5.4 مليار دولار.

ومع تطور تدفق إدراجات الصكوك ارتفعت القيمة الاسمية الإجمالية للصكوك المدرجة إلى 36.7 مليار دولار في عام 2015 كما تم إصدار معيار سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية لإصدار وتملك وتداول الصكوك⁽¹⁾.

(1) وزارة الاقتصاد ، قطاع الاقتصاد الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، إعداد أحمد ماجد السيد، 2016 ، ص ص 13-14.

المبحث الثالث

تطور إصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية

والعوامل المؤثرة في نجاح الصكوك

بدأت المملكة السعودية في إصدار الصكوك عام 2004 بإصدار صكوك مؤسسية لصالح إحدى الشركات لتأجير السيارات وتم تسميتها (صكوك القافلة) وهي عبارة عن صكوك إجارة مدتها ثلاث سنوات بعائد متغير يدفع للمستثمرين على أساس شهري.

ثم توالى بعد ذلك إصدار لشركة "سابك" بالمملكة العربية السعودية عام 2005 في السوق السعودية بقيمة 3 مليار ريالاً، الذي شكل أكبر إصدار للصكوك على مستوى المنطقة، وتعد تجربة إصدار سابك للصكوك خطوة بالغة الأهمية في مسيرتها، حيث لقيت هذه الصكوك إقبالاً واسعاً بين المستثمرين السعوديين عند طرحها للاكتتاب، كما مهدت بهذه الخطوة الطريق لفتح قناة استثمارية رأسمالية في السعودية غير الأسهم للمساهمة في تطوير السوق المالية السعودية وتزويد المستثمرين بخيارات أوسع للاستثمار⁽¹⁾.

وأدت الصكوك دوراً مهماً في تنمية الاقتصاد السعودي منذ إصدار أول صك عام 2004 وتم تسميتها صكوك القافلة، وتحتل السعودية المركز الثالث في إصدار الصكوك على المستوى العالمي سواء كانت صكوكاً محلية أو دولية.

ويوضح الجدول التالي قيمة الصكوك بالمملكة خلال الفترة من 2001-2018 مقسماً وفقاً للصكوك المحلية والدولية.

(1) هند مهداوي، فاطمة صباح، ربيعة صباغ، الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهونات المستقبل، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة عين تموشنت، الجزائر، 2011، ص8.

جدول

نسبة الصكوك السعودية لأجمالي الصكوك العالمية خلال الفترة من 2001-2018

نوع الصكوك	عدد الإصدارات	القيمة بالمليون دولار	% من أجمالي إصدارات الصكوك دولياً
الصكوك المحلية	110	70492	8.29
الصكوك الدولية	59	47324	18.82

Sources : IIFM (2019), IIFM sukuk report, July 2019, 8th Edition, pp.42-45.

ويمثل الجدول التالي إجمالي إصدارات الطرح العام والخاص لأدوات الدين والصكوك والخاضعة لهيئة السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2009-2018 بالمليار ريال.

جدول

إصدارات الطرح الخاص لأدوات الدين والصكوك خلال الفترة من 2009-2019

السنة	الطرح الخاص		الطرح العام	
	عدد الإشعارات	حجم الإصدار مليار ريال	عدد الإصدارات	حجم الإصدار مليار ريال
2009	-	15.3	2	7.725
2010	-	15.4	1	7.000
2011	-	9.7	2	5.50
2012	-	32.4	1	0.240
2013	-	43.3	2	7.500
2014	36	30.6	1	4.500
2015	32	21.3	1	3.900
2016	31	21.2	-	-
2017	28	86.2	-	-
2018	62	14.3	-	-
2019	-	-	-	-

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، أعداد متفرقة من 2010-2019.

ويتضح من الجدول زيادة عدد إصدارات قيمة الصكوك المطروحة طرحاً خاصاً بالمملكة خلال الفترة وانخفاض قيمة الصكوك المطروحة طرحاً عاماً، هذا فضلاً عن عدم إصدار صكوك طرح عام خلال 2016 حتى 2018.

ولقد تم إطلاق سوق إلكترونية لتداول الصكوك في 2006 التي أسهمت في تنشيط إصدارات الصكوك ذات الطرح الخاص وكان التفاوض في ذلك السوق يقتضي عقد الصفقات خارج البورصة، ولم يكن يتضمن نظاماً لتنفيذ أوامر البيع والشراء حيث كانت معظم الصفقات تتم عبر إدارات الخزانة في البنوك المحلية، إلا أن النظام الجديد لسوق الصكوك أطلقته هيئة سوق المال وشركة تداول نظاماً جديداً لتداول الصكوك تعمل بنظام أوامر البيع والشراء الإلكتروني، حيث يقوم جميع المتداولين بعرض أوامرهم في السوق ومن ثم يتم تنفيذ أفضل أوامر البيع والشراء بطريقة آلية. والعيب الوحيد هو عدم قدرته على تنفيذ صفقات كبيرة حيث يضطر المستثمرون الذين يرغبون في تداول كميات كبيرة في غياب صانع السوق إلى قبول السعر خارج البورصة⁽¹⁾.

وفي يوليو 2017 تم إنشاء برنامج الصكوك لتأمين الاحتياجات التمويلية للخزينة العامة للدولة، حيث أعلنت السعودية عن طرح إصدار الصكوك المحلية بالريال السعودي وقد لاقت إقبالاً كبيراً بين المستثمرين، حيث بلغت نسبة التغطية 319% وهي أعلى تغطية خلال عام 2017، كما تم إصدار صكوك (دولية) وكانت نسبة التغطية 367%.

أما نمو سوق الصكوك بحسب القطاعات فقد شهدت تطوراً ملحوظاً منذ عام 2010 حيث سجل قطاع الطاقة أعلى طرحاً للصكوك على كافة القطاعات، بينما

(1) الاقتصادية ، تقرير تراجع جاذبية الاكتتابات يعزز تنامي إصدارات الصكوك كلياً، 2019.
<http://www.aleqt.com/2019/article.htm>.

سجل قطاع العقارات المرتبطة الثانية عام 2016، يلي ذلك قطاع الخدمات المالية، القطاع الحكومي⁽¹⁾.

وأصدرت السعودية صكوكًا سيادية بإتمام الإصدار الرابع للعام 2019، وجاء أول إصدار عام في تاريخ السعودية لاستحقاق 30 سنة تحت برنامج صكوك حكومة المملكة العربية السعودية بالريال السعودي وبلغ حجم الإصدار 11.6 مليار ريال سعودي⁽²⁾.

ولقد كان إدراج وتداول أدوات الدين الحكومية هو محطة جديدة من محطات تطور السوق المالية حيث تم بدء التداول على أدوات الدين الحكومية خلال أبريل 2018، كما تم تسجيل 12 إصدارًا ضمن الصكوك الحكومية السعودية.

ولا شك أن إدراج أدوات الدين سيسهم في تعميق سوق الصكوك والسندات، مما يزيد من السيولة للسوق الثانوي، ويزيد من جاذبية أدوات الدين للحكومة والمستثمر على حدٍ سواء⁽³⁾.

ولقد ارتفعت قيمة تداولات سوق السندات والصكوك خلال عام 2018 بزيادة مقدارها 589% عن عام 2017، حيث ارتفعت تداولات هذا السوق إلى 267.5 مليون ريالًا مقارنة بـ 27.9 مليون ريالًا، وجرى تنفيذ نحو 24 صفقة منذ بداية العام وهو أعلى مستوى من الصفقات خلال السبع سنوات في حين تمت ثمان صفقات خلال عام 2017.

ومن الصفقات التي تمت 23 صفقة على أدوات الدين الحكومية بقيمة 257.34 مليون ريالًا، فيما بلغت الصفقات على صكوك وسندات الشركات صفقة واحدة بقيمة 10.12 مليون ريالًا، وحجم التداولات لا يزال ضعيفًا مقارنة بحجم

(1) الرياض ، الصكوك الإسلامية من أدوات إدارة الدين العام للمملكة لتوفير احتياجات التمويل لخزينة الدولة بأفضل التكاليف، 2018.

www.alryadh.com/167304.

(2) الشرط الأوسط، السعودية تطرح لأول مرة صكوكًا لاستحقاق 30 عامًا، 2019.

<http://aawsat.com/home/article/2019>.

(3) مباشر ، تداول أدوات الدين الحكومية ستؤدي لزيادة السيولة بالسوق الثانوي، 2018.

<http://mubasher.info/news/2018>.

تداولات سوق الأسهم وحجم تداولات أقل من 10% من حجم التداولات اليومية في سوق الأسهم التي تحقق تداولاً يصل إلى أكثر من 3 مليارات يومياً⁽¹⁾.

ولقد ضاعفت أوراق الدين الحكومية حجم سوق الصكوك والسندات المتداولة في السوق المالية؛ ولذا فإن حجم سوق الصكوك والسندات السعودية المدرجة في السوق المالية بلغ نحو 314.3 مليار ريالاً، موزعة على 67 إصداراً منها 5 إصدارات للشركات ونحو 62 إصداراً حكومياً، وتشكل أدوات الدين الحكومية نحو 91.6% من حجم السوق بقرابة 288 مليار جنيهاً، بينما قيمة صكوك الشركات نحو 8.4% بقيمة 26.4 مليار ريالاً.

وقبل إدراج أدوات الدين الحكومية، كان حجم الإصدارات المتداولة في السوق 26.4 مليار ريالاً موزعة على 5 إصدارات لأربع شركات.

وحركت أدوات الدين الحكومية سوق الصكوك والسندات حيث تضاعفت تداولاتها بأكثر من 43 مرة بما يعادل 4225%، حيث بلغت تداولات السوق نحو 354 مليون ريال في الربع الأول من 2019 مقابل نحو 8 ملايين في الربع الأول من 2018 ، أي قبل إدراج أدوات الدين الحكومية حيث أنه في أبريل 2018 تم إدراج أول أدوات دين حكومية في سوق الصكوك والسندات المحلية بقيمة تبلغ 204.4 مليار ريال⁽²⁾.

1- الإطار التنظيمي للصكوك في المملكة العربية السعودية

لا يوجد قانون خاص لتنظيم الصكوك في المملكة العربية السعودية، ولكن تنظيم الصكوك ضمن قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار 3-123-2017 بتاريخ 2017/12/27، وقد تضمنت القواعد عدداً من النقاط المرتبطة بالصكوك على الوجه التالي⁽³⁾:

(1) الاقتصادية ، تطور حركة تداول الصكوك في السوق المالية، 2018.

<http://aleqt.com/2018/article.htm>.

(2) الاقتصادية ، أدوات الدين الحكومية تضاعف سوق الصكوك المحلية 11 مرة، 2019.

www.aleqt.com/2019/article.html.

(3) هيئة السوق المالية ، قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، قرار رقم 3-123-2017 بتاريخ 2017/12/27.

أولاً : حالات طرح الأوراق المالية:

نصت المادة الثالثة من القرار على أن يكون طرح الأوراق المالية بوجه عام في المملكة من خلال أي من الآتي طرحاً مستثنى - طرحاً عام - طرحاً خاص - طرحاً في السوق الموازية.

ويرتبط الطرح الخاص بالطرح على المستثمرين ذوي الخبرة إذا كان الطرح طرحاً محدوداً.

أما **الطرح العام** فإنه لا يجوز للطراح طرحاً عاماً قبل اتخاذ الترتيبات اللازمة لإدراج تلك الأوراق المالية في السوق وفقاً لقواعد الإدراك وفقاً لنص المادة (17) من القرار المشار إليه بعاليه، ولا يجوز للطراح أوراقاً مالية طرحاً عاماً إلا بعد الحصول على جميع الموافقات المطلوبة بموجب النظام الأساسي للمصدر ونظام الشركات ولوائحه التنفيذية، وفي حال طرح أوراق مالية طرحاً عاماً من قبل منشأة ذات غرض خاص، فلا يجوز طرح تلك الأوراق المالية إلا بموافقة مجلس إدارة المنشأة ذات الأغراض الخاصة ومجلس إدارة الراعي.

وتتضمن الشروط المتعلقة بالطرح العام لأدوات الدين وفقاً للمادة 25 من القواعد على الآتي:

- يخضع إصدار أدوات الدين للشروط الواردة في المادة 24 من القرار والخاصة بشروط الطرح العام للأسهم حيثما تطبق، وفي حالة الطرح من قبل منشأة ذات أغراض خاصة يجب أن يكون المصدر منشأة ذات غرض خاص مرخص لها من الهيئة.

- إذا رغب المصدر في وضع برنامج لإصدار أدوات دين، فعليه أن يعد نشرة إصدار واحدة تغطي الحد الأعلى لقيمة أدوات الدين التي قد يتم إصدارها ضمن برنامج الإصدار.

- وهناك قواعد خاصة بالطرح الخاص للأوراق المالية بوجه عام يتمثل فيما يلي⁽¹⁾:
- إشعار الطارح للهيئة قبل عشرة أيام على الأقل من التاريخ المقترح للطرح وتقديم المعلومات الواردة بنص المادة 11 من القرار.
 - إذا طرأ تغيير جوهري على مستندات الطرح بعد تاريخ تقديم المتطلبات للهيئة وقبل بدء عملية الطرح أو بعد بدء عملية الطرح وقبل إنهاؤها منحت على الطارح إشعار الهيئة فور علمه بذلك التغيير، ويجوز للهيئة أن تطلب من الطارح إعادة تقديم مستندات الطرح ويجوز لها إعادة قرض فترة الأيام العشرة.
 - إذا رأت الهيئة بعد تقديم إشعار الطرح الخاص أن طرح الأوراق المالية المقترح قد لا يكون في مصلحة المستثمرين أو يمكن أن ينتج عنه إخلال بالنظام أو لوائحه التنفيذية إنه يجوز لها اتخاذ الآتي:
- (أ) إجراء أية استقصاءات تراها مناسبة بما في ذلك حضور الشخص المعني أو من يمثله أمام الهيئة للإجابة عن أسئلتها وشرح المسائل التي ترى أن لها علاقة بالطرح الخاص.
- (ب) أن تطلب من الشخص المعني أو غيره تقديم معلومات إضافية أو تأكيد صحة المعلومات المقدمة بالطريقة التي تحددها الهيئة.
- إذا رأت الهيئة أن الطرح الخاص مازال في غير مصلحة المستثمرين أو يمكن أن ينتج عنه إخلال بالنظام فيجوز للهيئة بعد إعطاء الطارح فرصة كافية لتقديم وجهة نظره إصدار تبليغ للطارح بعد جواز القيام بالطرح الخاص أو نشر إخطار يحظر طرح بيع أو نقل أ.م المتعلقة بالطرح الخاص.
- يجب على الطارح أو الشخص المرخص له خلال فترة أقصاها 10 أيام من اكتمال الطرح أن يقدم للهيئة قائمة بفئات الأشخاص المشتريين للأوراق المالية وتفاصيل المتحصلات الإجمالية للطرح.

(1) هيئة السوق المالية ، قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، قرار رقم 3-123-2017 المرجع السابق، البند العاشر.

ثانيا : إجراءات التسجيل والطرح:

يجب على المصدر الذي يرغب في تسجيل أوراقه المالية وطرحها أن يقدم طلبًا إلى الهيئة وأن يرفق بطلب تسجيل أوراقه المالية وطرحها المقدم إلى الهيئة نسخ من المستندات المنصوص عليها في المادة 29 من القرار .

وبعد الموافقة على التسجيل يجب على المصدر أن يقدم للهيئة قبل الإدراج نسخ من المستندات المطلوبة.

ثالثا :محتويات نشرة الطرح:

- وقد تضمن الملحق (11) القرار محتويات نشرة إصدار أدوات الدين لمصدر ليس لديه أوراق مالية مدرجة في السوق.

- كما تضمن الملحق (11 أ) محتويات نشرة إصدار أدوات الدين المبنية على ديون عبر منشأة ذات أغراض خاصة حد أدنى من المعلومات.

- كما تضمن الملحق (11 ب) محتويات نشرة إصدار أدوات دين مرتبط بالأصول عبر منشأة ذات عرض خاص حد أدنى من المعلومات.

وفي حالة الطرح العام أو الخاص في أسواق دولتين أو أكثر في الوقت نفسه وكان قد تم أو سوف يتم حجز شريحة من أدوات ماليه لبعض هذه الأسواق يجب تضمين تفاصيل عن تلك الشريحة.

كما تضمن الملحق 12 محتويات نشرة إصدار أدوات الدين لمصدر لديه أوراق مالية مدرجة في السوق⁽¹⁾.

وتتضمن نشرة الطرح وفقاً للملحق المذكور فيما يلي:

- إشعار يتضمن الفرق من نشرة الإصدار وطبيعة المعلومات.
- دليل معلومات عن أطراف عملية الطرح.

(1)هيئة السوق المالية ، قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، قرار رقم 3-123-2017 ،ملاحق 11، 11 ، 11ب، 12.

- ملخص الطرح.
- ملخص المعلومات الأساسية التي تحتوي عليها نشرة الإصدار.
- ملخص المعلومات المالية الأساسية التي تحتوي عليها النشرة بما في ذلك الأداء التشغيلي والوضع المالي والتدفقات النقدية والمؤشرات الرئيسية.
- عوامل المخاطرة.
- معلومات عن السوق والقطاع.
- معلومات عن المنشأة ذات الغرض الخاص والراعي وطبيعة عمله.
- هيكل التمويل واستخدام متحصلات الطرح.
- المعلومات القانونية.
- متعهد التغطية.
- مصاريف الطرح.
- المعلومات المتعلقة بأدوات الدين وأحكام الطرح وشروطه.
- إفادات الخبراء والإقرارات.
- المستندات المتاحة للمعينة.

رابعاً: القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة:

كما أصدرت المملكة القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة بموجب القرار رقم 4-123-2017 بتاريخ 2017/12/27 وقد هدفت تلك القواعد إلى تنظيم تلك القواعد بما في ذلك تأسيسها والترخيص لها وتسجيلها وطرحها وإدارتها والنشاطات المرتبطة بها التي تزاولها في المملكة وفقاً لحكم المادة الأولى من القرار.

وفي حال طرح المنشأة ذات الأغراض الخاصة لأدوات دين طرحاً خاصاً أو عاماً تنطبق الأحكام الواردة في قواعد طرح الأوراق المالية الالتزامات المستمرة وقواعد الإدراج على هذه المنشآت.

وقد تضمن شروط الترخيص ضوابط خاصة بأعضاء مجلس الإدارة ورأس المال المصدر في ظل وضع قواعد لتعارض المصالح بأن يمارس صلاحيته باستقلالية وبما لا يتعارض مع مصالح المنشأة.

ويجب أن يراعى المنشأة ذات الغرض الخاص وجميع صفقات التمويل الخاصة بها راع واحد فقط، ويجب أن يكون الراعي شركة مساهمة سعودية ملتزمة بالأحكام ذات العلاقة من لائحة حوكمة الشركات وفقاً للمادة 39 من القرار .

ويجب على المنشأة ذات الغرض الخاص تعيين أمين حفظ يكون مسئولاً عن حفظ الأوراق المالية.

ويجب على المنشأة ذات الغرض الخاص التأكد من أن جميع المعلومات التي تقدم إلى الهيئة الكاملة وواضحة وصحيحة وغير مضللة.

ويجب أن يتضمن النظام الأساسي للمنشأة ذات الغرض الخاص أحكاماً تتعلق بتغيير محاسب قانوني مرخص في ممارسة مراجعة الحسابات في المملكة في حال إصدار المنشأة ذات الأغراض الخاصة أدوات دين وفقاً للمادة 38 من القرار⁽¹⁾.

خامساً : قواعد الإدراج الموافق عليها بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 3-123-2017 بتاريخ 2017/12/27:

تضمنت المادة 9 من القرار: الشروط المتعلقة بإدراج أدوات الدين القابلة للتحويل وتعد موافقة السوق على طلب إدراج أدوات الدين القابلة للتحويل بمنزلة الموافقة على أدوات الدين موضوع الطلب وأية أسهم تحول إليها.

تضمنت المادة 8 من القرار: الشروط المتعلقة بإدراج أدوات الدين:

● إذا كان للمصدر أوراق مالية بدرجة قيمة ألا تقل القيمة الإجمالية المتوقعة لجميع أدوات الدين المطلوب إدراجها (أو لكل شريحة من برنامج إصدار أدوات الدين) عن 50 مليون ريالاً سعودياً.

(1) هيئة السوق المالية ، قواعد المنشآت ذات الأغراض الخاصة، قرار رقم 4-123-2017 بتاريخ 2017/12/27.

● إذا لم يكن للمصدر أوراق مالية مدرجة، فيجب ألا تقل القيمة الإجمالية المتوقعة لجميع أدوات الدين المطلوب إدراجها (أو لكل شريحة من برنامج إصدار أدوات الدين عن 100 مليون ريالاً سعودياً).

● يجوز للسوق - بعد الحصول على موافقة الهيئة- السماح بإدراج أدوات دين ذات قيمة أقل من القيمة الإجمالية المحددة في الفقرتين (أ)، (ب) إذ رأت أن السوق ذات سيولة كافية لأدوات الدين ذات العلاقة.

وتضمنت المادة 6 من القرار: الشروط العامة لإدراج الأدوات المالية على الوجه التالي:

- مستوفية للشروط النظامية في المملكة.
- صادرة وفقاً للمتطلبات المنصوص عليها في النظام الأساسي للمصدر.
- قابلة لنقل الملكية والتداول.
- أية قيود على نقل ملكية أ.م يجب أن تتم الموافقة عليها من قبل الهيئة.
- يشترط في الأدوات المالية التي يقبل إدراجها أن تودع لدى المركز.

2- الضوابط المالية للصكوك بالمملكة العربية السعودية

أدت الضوابط المالية الكلية المرتبطة بالاقتصاد السعودي دوراً هاماً في تبسيط سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية كما تؤدي الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك دوراً كبيراً في إصدار صكوك الشركات.

أولاً: الضوابط المالية (الاقتصادية) على المستوى الكلي:

استطاعت السعودية خلال الأعوام من عام 2007 حتى 2016 تعزيز اقتصادها بشكل يعكس مكانتها، إذا شهدت إجمالي أصولها الاحتياطية نمواً بنسبة 35.4% بارتفاع احتياطي النقد الأجنبي بنسبة 75% وارتفاع الاستثمارات في الخارج إلى 1,36 تريليون ريالاً، وذلك بالتزامن مع نمو صادرات المملكة النفطية بشكل كبير

خلال تلك الفترة، بالإضافة إلى القطاع الصناعي بنحو 83.1%، بالإضافة إلى ارتفاع الصادرات غير النفطية بـ70% خلال تلك الفترة⁽¹⁾.

تنويع الاقتصاد السعودي:

لقد شهد الاقتصاد السعودي تطورات كبيرة وزيادة تنويع القاعدة الاقتصادية وفقاً لما ورد في خطة التنمية للمملكة حيث أدركت خطط التنمية المتعاقبة المخاطر الكامنة في الاعتماد على النفط وتصديره، واستخدمت الحكومة العوائد النفطية لزيادة استثماراتها في قطاعات أخرى بالاقتصاد أو قطاعات وثيقة الصلة بالنفط ولقد سعت المملكة إلى تنويع مصادر الطاقة⁽²⁾.

واتخذت الحكومة خلال الفترة من 2017-2019 عدة خطوات لدعم الاقتصاد لتحفيز الاقتصاد، بالإضافة إلى محاربة الفساد؛ مما انعكس على تعزيز الاقتصاد والثقة به. ولقد كان الاهتمام الواسع بزيادة المحتوى المحلي وتكوين قيمة مضافة للاقتصاد الوطني ومن ذلك مبادرات صندوق الاستثمارات العامة بتكوين شركات وطنية في الصناعة والطاقة والترفيه، بالإضافة إلى تدشين العديد من البرامج التطويرية في قطاعات عديدة مثل قطاع الصناعة الوطنية والخدمات اللوجستية والنقل والطاقة والسياحة والترفيه والقطاع المالي وبقية القطاعات الأخرى.

ولقد كان نجاح طرح شركة أرامكو مع الإقبال الجيد من المستثمرين أسهم في جذب سيولة جديدة للسوق إضافة إلى انخفاض أسعار الفائدة كان له أثر في

(1) الاقتصادية ، الاقتصاد السعودي رغم كل الأزمات المؤثرات قوية، 2017.

www.aleqt.com/article/2017.

(2) صندوق النقد الدولي ، المملكة العربية السعودية، معالجة التحديات الاقتصادية الناشئة للحفاظ على النمو،

إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، 2010 ، ص 63-65.

الشركات، هذا بالإضافة إلى تحسن أرباح الشركات الصناعية، وكل هذه العوامل تساعد على تسهيل مناخ الأعمال والفرص الاستثمارية أمام القطاع الخاص⁽¹⁾.

وعن تفعيل القطاعات التبعية المكونة للناتج المحلي الإجمالي انكمش القطاع النفطي بنسبة 6.43%، بينما نما القطاع غير النفطي بنسبة 3.64% وذلك لارتفاع ناتج القطاع الخاص بنسبة 4.2% ونما القطاع الحكومة بنسبة 4.6%⁽²⁾.

وخلال عام 2019 شهدت المملكة استضافة مجموعة متكاملة من فعاليات الترفيه والترويج باسم مواسم السعودية التي أسهمت بصورة مباشرة في دعم قطاع تجارة الجملة والتجزئة والمطاعم والفنادق التي أسهمت في رفع النمو في القطاع بنسبة 6.3%.

كما سجل قطاع النقل والتخزين والاتصالات نموًا كبيرًا في عام 2019 حيث نما بنسبة 5.6% بفضل اكتمال مدون المشاريع الجديدة وزيادة عدد الحجاج (2018/2019)، ومن المتوقع أن تسهم تلك المشاريع في زيادة معدلات النمو في المستقبل⁽³⁾.

وأعلنت وزارة الطاقة والصناعة والموارد المعدنية بالمملكة عن برنامج تطوير الصناعات الوطنية والخدمات اللوجستية، الذي يعد أكبر برامج في رؤية 2030 ويسعى البرنامج إلى جذب استثمارات في المملكة تبلغ 1.6 تريليون ريالاً بحلول عام 2030 من خلال أربعة قطاعات رئيسية هي الصناعة والتعدين والطاقة والخدمات اللوجستية، كما تم تنفيذ مجموعة من الإصلاحات والبرامج الرئيسة لدعم تطوير

(1) مباشر ، محللون: الاقتصاد السعودي يواصل جنى ثمار الإصلاح خلال 2020.
<http://www.monbasher/Info/news/2020>.

(2) الاقتصادية ، الاقتصاد السعودي ينمو 0.7% في 9 أشهر، الناتج بلغ 1.95 تريليون دولار، 2020.
<http://www.aleqt.com/article/2020>.

(3) جدوى للاستثمار ، فيروس كورونا المستجد يغير كل شيء في الواقع، صدر التقرير في 2020/3/17، أحدث التطورات في الاقتصاد المالي للمملكة، 2020، ص ص 9-10.

المنشآت الصغيرة والمتوسطة في المملكة في إطار حزمة تحفيز القطاع الخاص التي أعلنت في ديسمبر 2017 وخصصت لها الحكومة 200 مليار دولار تمتد على أربعة أعوام⁽¹⁾.

ولقد أثبتت إحدى الدراسات دراسة العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي في القطاع غير النفطي بالمملكة.

ولقد شهدت المملكة تطوراً مالياً كان له تأثير في الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي للقطاع الخاص أكثر من تأثيره في الناتج المحلي للقطاع غير النفطي ككل وقد يكون ذلك دلالة على أن القطاع الحكومي غير النفطي يسهم بشكل أقل من الناتج المحلي للقطاع الخاص غير النفطي، ولهذا فإن من الضروري خصخصة بعض القطاعات الحكومية لأن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى إنتاجية أكبر⁽²⁾.

المؤشرات الاقتصادية للمملكة العربية السعودية:

يوضح الجدول المؤشرات الاقتصادية الرئيسة التي تعكس التطورات الاقتصادية بالمملكة وهي كالتالي:

- ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية من 328.4 مليار دولار عام 2005 إلى 680,38 مليار دولار عام 2019 وهو ما يعكس ارتفاع معدلات الاستثمار بالمملكة وخاصة في القطاع النفطي بالإضافة إلى اتجاه المملكة لزيادة الاستثمارات بالقطاع غير النفطية.
- ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الخارجية من 13.739 دولار أمريكي عام 2005 إلى 20760 دولار أمريكي.

وهذان المؤشران **يعكسان**:

(1) جدى للاستثمار ، الاقتصاد السعودي عام 2019، أحدث التطورات في الاقتصاد المالي للمملكة، 2019، صص 16-213.

(2) محمد الغففي ، أثر تطور القطاع المالي في التنمية الاقتصادية للقطاع غير النفطي في المملكة العربية السعودية تحليل مقارن ، مؤسسة النقد العربي السعودي، 2016 ، صص 20، 21.

(أ) جانب العرض من خلال زيادة استثمارات بالمملكة وما يرتبط به من إمكانية تمويل تلك الاستثمارات من خلال الصكوك.

(ب) جانب الطلب نظرًا لارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي مما يتيح الفرصة لزيادة الطلب على الصكوك وخاصة في حال الرغبة في الاستثمار في الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

جدول أهم المؤشرات الاقتصادية بالمملكة العربية السعودية

2019	2010	2005	المؤشرات الاقتصادية
683827	528207	328461	GDP بالمليون دولار بالأسعار الجارية
0.7-	5.0	5.6	معدل نمو GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي (سنة الأساس 2010 بالأسعار الثابتة)
20760.9	19259.6	13739.9	نصيب الفرد من GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي
38998	250577	180278	التجارة الدولية - الصادرات بالمليون دولار أمريكي
129442	103622	57233	التجارة الدولية - الواردات بالمليون دولار أمريكي
129556	146955	123045	التجارة الدولية (ميزان التجارة الدولية) بالمليون دولار
72337	66751	89990	ميزان المدفوعات (الحساب الجاري) بالمليون دولار أمريكي

الأمم المتحدة، كتاب الإحصاءات العالمية، طبعة 2019، ص236.

وفقًا للبيان التمهيدي للميزانية السعودية فإنه سيؤدي تحقيق إيرادات ومصرفات حكومية أقل مما كان مقدراً في الميزانية إلى زيادة عجز الموازنة إلى 187 مليار ريالاً (5.9%) من الناتج الإجمالي في ميزانية عام 2020.

وظلت نسبة عجز الموازنة التي يتم تمويلها عن طريق الدين في ازدياد مضطرد منذ عام 2016، ويتوقع أن يبلغ إجمالي الدين 754 مليار دولار (24% من الناتج المحلي الإجمالي) عام 2020 مما سوف يتم تمويله من خلال الدين⁽¹⁾.

وقد صدر تقرير وكالات التصنيف الائتماني العالمية موديز التي أكدت أن تصنيف المملكة الائتماني عند مستوياتها السابقة مما يعكس مكانة اقتصادها ومرونته وقدرته على مواجهة التحديات الاقتصادية العالمية.

وقد خفضت وكالة فيتس التصنيف الائتماني من A+ إلى A مع نظرة مستقبلية مستقرة خلال عام 2019 وأكدت أن صافي احتياطات وأصول السعودية الأجنبية من الأعلى بين الدول التي تقوم فيتس بتغطيتها⁽²⁾.

وقالت فيتس أن الهجمات الأخيرة بالطائرات على البنية التحتية للنفط في السعودية أسفر عن تعليق مؤقت لإنتاج النفط، كما يعد العجز المالي المستمر في السعودية عاملاً مساهماً في خفض التصنيف الائتماني وتوقع فيتس ارتفاع العجز المالي مقارنةً بالناتج المحلي الإجمالي في 2019 بالمقارنة بعام 2018⁽³⁾.

وسعت المملكة وفقاً لرؤية المملكة العربية السعودية 2030 لاقتصاد مزدهر من خلال البنود التالية⁽⁴⁾:

- تخفيض معدل البطالة من 11.6% إلى 7%.
- زياده مساهمة المنشآت الصغيرة والمتوسطة في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي من 20% إلى 36%.

(1) جدوى للاستثمار ، نمو مضطرد في الاقتصاد غير النفطي، نوفمبر 2019، أحدث التطورات في الاقتصاد الكلي للمملكة، 2019 ، ص 1-6.

(2) العربية ، المالية السعودية: التصنيفات الائتمانية تبرز مرونة اقتصاديات المملكة، 2019. <http://www.arabiya.net/ar/aswaq/banks/2019>.

(3) رويتر ، (وكالة فيتس تخفض التصنيف الائتماني للسعودية، 2019. <http://www.arabic.rt.com/2019>.

(4) المملكة العربية السعودية، رؤية المملكة العربية السعودية، 2030. <http://www.vision2030.gov.sg>.

- رفع نسبة مشاركة المرأة في سوق العمل من 22% إلى 30%.
- توليد فرص عمل متنوعة، واستقطاب الكفاءات والمواهب العالمية للعمل معًا والإسهام في تنمية الاقتصاد.
- تنمية مهارات وقدرات أبناء المملكة والاستفادة من طاقاتهم.
- ارتفاع حجم الاقتصاد والانتقال من المرتبة (19) إلى 15 على مستوى العالم.
- رفع نسبة المحتوى المحلي في قطاع النفط والقار من 40% إلى 75%.
- رفع قيمة أصول صندوق الاستثمارات العامة من 600 مليار دولار إلى ما يزيد عن 7 تريليونات ريالاً سعودياً.
- الانتقال من المركز الـ(25) إلى المركز (10) في مؤشر التنافسية العالمي.
- رفع نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في إجمالي الناتج المحلي 40% إلى 65%.
- رفع نسبة الصادرات غير النفطية من 16% إلى 50% على الأقل من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي.
- الوصول من المركز 80 إلى المركز 20 في مؤشر فاعلية الحكومة.
- الوصول من المركز 16 إلى المركز الـ 5 في مؤشر الحكومات الإلكترونية.

وأكدت دراسة استشرافية لتوقعات مسار نمو القوة الاقتصادية السعودية في المستقبل أعدها فريق مركز الشرق الأوسط للاستشارات السياسية والاستراتيجية (Menall) اعتمادًا على أرقام وإحصائيات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومؤسسات التصنيف الدولية وبيوت الخبرة في العالم، فإن التحسن التدريجي لقيم الأعمال في السعودية واستمرار مكافحة الفساد عززت ثقة المستثمر المحلي والعربي والأجنبي خصوصًا على مستوى سوق الأسهم التي باتت تستقطب أكثر من نحو ربع تريليون دولار قيمة استثمارات أجنبية، ومن المرجح أن النمو المستقبلي لحجم الاقتصاد السعودي قد ينافس اقتصادات أوروبية وآسيوية بحلول عام 2025 ويتفوق

بشكل أسرع على العديد من الاقتصاديات ومن المتوقع زيادة نمو حجم الناتج الإجمالي المحلي السعودي بنحو أكثر من 2.4% خلال الخمس سنوات المقبلة وبفضل توقع نمو الاستثمارات في القطاعات الصناعية، ومن المنتظر أن تتحول السعودية إلى دولة مصدرة للصناعات التحويلية، والاستثمارات في قطاعي الطاقة والطاقة المتجددة وأنشطة غير نمطية كالسيارات والبتروكيماويات، هذا بالإضافة للصناعة الدفاعية والأمنية⁽¹⁾.

ثانيًا : الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك

تعد الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك أساس عملية التصكيك، ولقد وضعت كثير من الدول الضوابط التي تضمن نجاح عملية التصكيك؛ منها إعداد دراسة جدوى اقتصادية للمشروع محل التصكيك تتضمن وصف للمشروع المزمع لإصدار الصكوك، ودراسة التصنيف الائتماني للإصدار مع تحديث ذلك الإصدار بشكل سنوي أو مدى تواجدت أية أحداث جوهرية تؤثر في المشروع محل التصكيك. هذا بالإضافة الي إعداد قوائم مالية للمشروع محل التصكيك مقنن من مراقب حسابات المشروع محل التصكيك.

ويختلف المشروع محل التصكيك من دوله لأخرى وفقاً للقطاع الذي ينتمي إليه المشروع ومؤشرات الربحية فيه، والمزايا والحوافز، والتنافسية بالسوق لتلك الصناعة. لذلك تتم دراسة كل حالة على حدة وفقاً للضوابط والمزايا والحوافز في كل دولة.

3-الضوابط الشرعية للصكوك بالمملكة

بالاطلاع على عدد من النشرات فإنه ينص على أن: تبدأ النشرة بأنها صك وليس سندًا وتتوافق مع الشريعة الإسلامية، وتتضمن النشرة بندًا خاصًا باللجنة الاستشارية الشرعية والفتاوى الصادرة، وأنه على حملة الصكوك المحتملين ألا يعتمدوا على هذه الفتاوى فيما يتعلق بقرارهم في الاستثمار في الصكوك، وينبغي عليهم أن

(1) مركز الشرق الأوسط للاستشارات السياسية والاستراتيجية ، القوة السعودية المستقبلية لن تكون نفطية، تقرير يرصد التحولات الاقتصادية للمملكة، 2019.

<http://menacecenter.com/2019/07>.

يستشيروا مستشارهم الشرعي إذا كانت العملية الاستثمارية والفتاوى متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

واللجنة الشرعية تتكون من قبل مجلس إدارة الشركة ووكيل حملة الصكوك ولا بد أن تكون مستقلة، وتجتمع بصفة دورية لمراجعة وتقييم المعاملات التي تقوم بها الشركة أو المؤسسات التابعة لها أو عملاؤها للتأكد من التزام تتلقى المعاملات بمبادئ الشريعة الإسلامية.

وبناءً عليه فإنه لا توجد ضوابط شرعية محددة لإصدار الصكوك، ويتم ذلك من خلال اللجان الشرعية التي تعينها الشركة وعلى المستثمرين مراجعة المستشار الشرعي الخاص بهم (1).

الخلاصة

ولقد أثبتت الدراسة المقارنة التحليلية في أهم أسواق إصدار الصكوك عالمياً أن للضوابط الشرعية والمالية والتنظيمية ما يلي:

1- أثبتت التجربة الماليزية أن نجاح الصكوك يرجع إلى الاهتمام بسوق راس المال الإسلامي بوجه عام، واتجاه الدولة لدعمه كنظام اقتصادي حيث بلغت نسبة القيمة السوقية للمنتجات الإسلامية إلى إجمالي القيمة السوقية لسوق راس المال الماليزي 64.25% في 2020، وتمثل إصدارات الصكوك الإسلامية 61.12% من إجمالي الإصدارات بماليزيا.

لذا كان الاهتمام بالإطار التنظيمي بإنشاء هيئة الأوراق المالية، وإنشاء المجلس الاستشاري الشرعي واتباع قواعد الحوكمة الشرعية، هذا بالإضافة إلى إصدار المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك، كما كان للضوابط الشرعية دوراً كبيراً في تنمية سوق راس المال الإسلامي في ضوء الاختلافات الفقهية بين ماليزيا ودول الخليج. كما مثلت الضوابط المالية ومؤشرات التنمية الاقتصادية

(1) مراجعة نشرة الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري (بحري)، صادرة في 2015/6/1.

دورًا مهمًا في تنشيط الصكوك عام 1991 منذ إعلان تحول ماليزيا إلى دولة صناعية.

2- تأتي الإمارات العربية المتحدة في المصدر الثاني لإصدار الصكوك وأدى الإطار التنظيمي للصكوك دورًا كبيرًا منذ صدور قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 93/ر لسنة 2005 والقرار 16 لسنة 2014، موضحةً نظام الصكوك والمتعاملين بالصكوك ودور مركز دبي المالي العالمي وبورصة ناسداك دبي في إصدار وتداول الصكوك من خلال آلية إلكترونية عبر شركات الوساطة المالية في سوق دبي.

كما كان لإطلاق مبادرة مركز عالمي للصكوك وإصدار معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية دورًا كبيرًا في تنشيط السوق بدول الخليج بوجه عام والإمارات بوجه خاص، وساعدت الضوابط المالية للاقتصاد الإماراتي في تنمية الصكوك وهو ما انعكس في المؤشرات الاقتصادية خلال الفترة من 2005-2019، وصدور تصنيف ائتماني للمملكة.

3- تأتي المملكة العربية السعودية في المركز الثالث بعد إصدار الصكوك، إلا أن التجربة السعودية أثبتت أنه لا يوجد إطار قانوني للضوابط الشرعية للصكوك، ولكن يطبق تنظيم الصكوك ضمن قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية.

حيث تعامل الصكوك كسند متوافق مع الشريعة الإسلامية وفقًا لرأي اللجنة الاستشارية، ويمثل الطرح الخاص نسبة كبيرة من إجمالي إصدارات الشركات، وهناك اتجاه موازٍ لتطور المؤشرات الاقتصادية وإصدار الصكوك، وخاصة بعد إصدار برامج الصكوك السيادية لتمويل الاحتياجات التمويلية للموازنة العامة

الفصل السادس
إجراءات إصدار الصكوك
(الخطوات والجوانب الفنية)

تمهيد

صدر القانون رقم 17 لسنة 2018 بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، منظمًا الإطار القانوني لإصدار الصكوك، ومتضمنًا صيغ التعاقد على إصدار الصكوك، وتداولها كأحد أنواع الأوراق المالية التي يمكن طرحها للاكتتاب العام أو الخاص، ودور أطراف عملية التصكيك، وشروط الجهات المستفيدة، والإفصاحات المستمرة ما بعد إصدار الصكوك وحتى الاسترداد، ومعايير المحاسبة التي يجب أن تلتزم بها الجهة المستفيدة وشركة التصكيك، فضلًا عن معايير المراجعة التي يلتزم بها مراقبو الحسابات.

كما صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 2479 لسنة 2018 بتعديل أحكام اللائحة التنفيذية، متضمنة أحكام طرح وإجراءات الصكوك، والبيانات التي تتضمنها نشرة الاكتتاب لإصدار الصكوك، ومتطلبات الإفصاح خلال عمر الصك، وقواعد تشكيل جماعه مالكي الصكوك.

واستكمالًا للإطار المنظم للصكوك صدرت عدة قرارات لمجلس إدارة الهيئة بشأن الصكوك، تناولت ما يلي:

- الشروط والضوابط الخاصة بقيام الجهة المستفيدة بإصدار صكوك بذاتها.
- تحديد الحد الأدنى والأقصى لقيمة الصكوك المصدرة من الجهات المسموح لها بذلك.
- الشروط والإجراءات الواجبة للاتباع للموافقة على إصدار الصكوك لمؤسسات التمويل الدولية والإقليمية.
- شروط وقواعد قيد الصكوك التي تطرح طرحًا خاصًا في إحدى بورصات الأوراق المالية بمصر وضوابط تداول الصكوك خارج بورصات الأوراق المالية.
- ضوابط تشكيل واشتراطات عضوية لجان الرقابة الشرعية لإصدارات الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- معايير المحاسبة للشركات المصدرة للصكوك والشركات المستفيدة ومعايير المراجعة التي يلتزم بها مراقبو الحسابات.
- متطلبات تأسيس وترخيص شركه التصكيك.
- قواعد برنامج التصكيك للشركات المستفيدة التي تصدر الصكوك بنفسها.
- دور الطرف المستقل في عملية التصكيك.

تعريف ومصطلحات وفقا للقانون (المادة 14 مكرر قانون 95 لسنة 1992)

الصكوك:

أوراق مالية اسمية متساوية القيمة تصدر لمدة محددة لا تزيد على ثلاثين عاماً، تمثل كل منها حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو موجودات أو مشروع معين أو التدفقات النقدية له وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال.

الصك المدعوم " المعزز " بالأصول ASSET - BACKED SUKSK

يعنى انتقال ملكية الأصول محل التصكيك إلى حملة الصكوك، مما يعنى امتلاكهم الحق في النفاذ إلى أصول الصكوك وبيعها في حالة تعثر من جهة الإصدار.

الصك القائم " مبني " على الأصول ASSET - BASED SUKSK

يعنى أن ملكية الأصول محل التصكيك لا تنتقل من المنشئ للصك إلى حملة الصكوك بعقد حقيقي وليس لديهم الحق في النفاذ إلى أصول الصكوك وبيعها في حالة التعثر أو الإفلاس لأنهم لا يملكونها قانونياً.

المشروع:

أى نشاط اقتصادى مدر للدخل وفقاً لدراسة جدوى تعد عنه.

التصكيك:

عملية مالية يتم من خلالها تملك أصول أو منافع أو حقوق مشروع محل التمويل وإصدار صكوك مقابلها.

شركة التصكيك:

شركة مساهمة مصرية ذات غرض وحيد يتمثل فى إصدار الصكوك، يتم تأسيسها والترخيص لها وفقاً لأحكام هذا القانون، وتقوم بتملك الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروع محل التمويل نيابة عن مالكي الصكوك.

الجهة المستفيدة:

الشخص الاعتبارى المستفيد من التمويل الناتج عن التصكيك من حصيلة الاكتتاب فى الصكوك وما تتحول إليها من أموال، وتشمل الأعيان والمنافع والخدمات والنقود والديون وغيرها من الحقوق المالية، والتي يجيز نظامه الأساسى ذلك، والحاصلة على موافقة الهيئة.

عقد الإصدار:

العقد الذى تصدر على أساسه الصكوك وفقاً لأحكام هذا القانون، وينظم العلاقة بين الجهة المصدرة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار ومالكي الصكوك من حيث مجالات استثمار حصيلة الصكوك، ومدة هذا الاستثمار، وعوائده المتوقعة، وطريقة توزيعها وواجبات تلك الجهات، وأجال الصكوك، وإمكان تداولها واستردادها.

الجهة المصدرة:

شركة التصكيك التى تصدر الصكوك وتحول حصيلة الأموال إلى الجهة المستفيدة وفى حالة عدم وجود شركة تصكيك، تكون الجهة المستفيدة هى الجهة المصدرة.

منظم الإصدار:

بنك أو شركة أوراق مالية مؤسسة وفق هذا القانون أو أى مؤسسة مالية أخرى ترخص لها الهيئة بإدارة وتنظيم الإصدار والترويج لها نيابة عن الجهة المستفيدة والجهة المصدرة.

وكيل السداد:

بنك مرخص لها من البنك المركزى المصرى يعمل وكيلا عن الجهة المصدرة لتنسيق سداد الصكوك وأداء قيمتها فى نهاية المدة لمالكيها أو إحدى الشركات المرخص لها بمزاولة نشاط الإيداع والقيد المركزى.

حق الإنتفاع:

حق استخدام الأصول التى تصدر الصكوك فى مقابلها بما لا ينتج عنه فناء هذه الأصول.

خطوات إصدار الصكوك

1	1- شروط الجهة المستفيدة لإصدار الصكوك 2- الشروط اللازمة للمشروع محل التصكيك 3- الضوابط الشرعية العامة لإصدار الصكوك 4- الحد الأدنى والأقصى لقيمة الصكوك 5- الشروط والإجراءات واجبة الاتباع للموافقة على إصدار الصكوك لمؤسسات التمويل الدولية والإقليمية
2	قرار مجلس إدارة الشركة بالتمويل بالصكوك
3	قرار الجمعية العامة للشركة
4	اختيار شركة التصكيك - الالتزامات العامة لشركة التصكيك
5	1- تحديد أطراف عملية التصكيك 2- إبرام عقود عملية التصكيك
6	- عرض مقترح لجنة الرقابة الشرعية الفرعية علي الهيئة باقتراح صيغة التمويل الإسلامي 1- اختيار صيغة الصكوك المناسبة 2- دور لجنة الرقابة الشرعية الفرعية
7	الموافقة المبدئية للجنة الرقابة الشرعية المركزيه
8	<u>الخطوات خلال مرحلة الإصدار</u> - إعداد دراسة جدوي المشروع - إعداد نشره الاكتتاب - إجراءات التصنيف الائتماني

	- تسعير عائد الصك	
9	تقديم ملف الصكوك للهيئة	
10	موافقة الهيئة علي النشره	
11	فتح باب الاكتتاب	
12	غلق باب الاكتتاب والحصول علي الموافقة النهائية من الهيئة	
13	مرحلة القيد بالبورصة 1- قواعد قيد وتداول الأوراق المالية 2- تكوين جماعه حمله الصكوك 3-مزايا القيد بالبورصة والاعفاءات الضريبية	
14	مرحلة مابعد الإصدار الافصاحات الالتزامات المالية (القوائم الماليه للمشروع) تقارير لجان الرقابه الشرعيه	
15	انتهاء عمر الصك	

الخطوة الاولى:	التأكد من توافر شروط الاصدار

1: شروط الجهة المستفيدة لاصدار الصكوك 2: الشروط اللازمة للمشروع محل التصكيك 3 : الضوابط الشرعية العامة لاصدار الصكوك 4: الحد الأدنى والأقصى لقيمة الصكوك 5: الشروط والإجراءات واجبة الاتباع للموافقة على إصدار الصكوك لمؤسسات التمويل الدولية والإقليمية	

1: مراعاة شروط والتزامات الجهة المستفيدة لأصدار الصكوك

تختلف التزامات الجهة المستفيدة حال كون الجهة المستفيدة هي الجهة المصدرة، عن حالة وجود شركة التصكيك باعتبارها الشركة المصدرة. <u>أولاً- شروط والتزامات الجهة المستفيدة حال وجود شركة التصكيك</u> أ- <u>شروط إصدار الجهة المستفيدة للصكوك</u> تتمثل شروط إصدار الجهة المستفيدة للصكوك باختلاف شكلها القانوني سواء كانت شركة أو بنك أو هيئة عامة أو أشخاص اعتبارية عامة أو مؤسسات دولية 1 فإذا كانت الجهة المستفيدة شركة أو بنكاً تكون الشروط كما يلي:- - التعاقد مع منظم للإصدار ليتولى الإشراف على إعداد جميع المستندات والإجراءات والتعاقدات ويتولى التعامل مع الهيئة بشأنها. - ألا يقل صاف حقوق الملكية عن خمسين مليون جنيه من واقع آخر قوائم	

¹ قانون سوق راس المال رقم 95 لسنة 1992 وتعديلاته، المواد م14 مكرر 7 ، م14 مكرر 8

- مالية معتمدة، وأن تكون قد أصدرت عن سنة مالية كاملة على الأقل.
- موافقة الجمعية العامة غير العادية على عقد إصدار الصكوك والتعهدات المرتبطة به والالتزامات المترتبة عليه.
 - إعداد نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال.
 - موافقة مجلس إدارة البنك المركزي (حال كون الجهة المستفيدة بنك).
 - مراعاة الحد الأدنى والأقصى لإصدار الصكوك وفقاً لقرار مجلس الإدارة رقم 50 لسنة 2019.
- أما إذا كانت الجهة المستفيدة هيئات أو أشخاصاً اعتباريه عامة فإن الشروط تكون على الوجه التالي: -
- اعتماد وزارة المالية نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات لإصدار الصكوك وغيرها من المستندات والبيانات والإقرارات المرتبطة بالإصدار والمقدمة للهيئة.
 - أن يتولى مراقبة حسابات المشروع الجهاز المركزي للمحاسبات إضافة إلى مراقب حسابات من بين المسجلين لدى الهيئة تختاره وزارة المالية.
 - أن يكون رأسمال شركة التصكيك مملوكاً بالكامل لبنوك قطاع عام أو شركات قطاع عام أو قطاع أعمال عام أو غيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة.
 - أن يكون لشركة التصكيك مراقبي حسابات أحدهما من الجهاز المركزي للمحاسبات.
 - مراعاة الحد الأدنى والأقصى لقيمة الصكوك.
- وفي حال إذا كانت الجهة المستفيدة مؤسسات التمويل الدولية والإقليمية فإن الشروط تكون على الوجه التالي: 1-
- الحصول على موافقة مجلس إدارة البنك المركزي المصري مرفقاً به موافقة

¹ قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 50/ 2019، المادة التاسعة.

السلطة المختصة بالمؤسسة الدولية أو الإقليمية.

- أن يكون قد سبق للمؤسسة المالية الدولية أو الإقليمية إصدار صكوك أو أدوات الدين.
 - أن يكون المشروع المصكك من شأنه يدر عائداً، وفقاً لدراسة جدوى معدة في هذا الشأن، على أن تتضمن وصفاً كافياً للمشروع، وتحديد تكاليف إنشائه وتطويره وإدارته ومكوناته ومراحل تنفيذه حسبما يتم الاكتتاب فيه، ومخاطره المحتملة، وطرق التحوط من هذه المخاطر، والضمانات وفقاً للضوابط الشرعية المعتمدة من لجنة الرقابة الشرعية المركزية.
 - أن يكون المشروع المصكك مستقلاً عن المشروعات الأخرى لجهة الإصدار.
 - أن يمسك المشروع المصكك حسابات وقوائم مالية مستقلة.
 - أن تقدم المؤسسة ما يفيد حسن أداء إصدارات الصكوك السابقة، على أن تقدم على وجه الأخص ما يفيد عدم وجود إخلال في الوفاء بقيمة هذه الصكوك.
 - أن تحصل المؤسسة على تصنيف ائتماني للصكوك الراغبة في إصدارها من جهة تصنيف ائتماني تعتد بها الهيئة، على ألا يقل التصنيف عن المستوى الذي يقرره مجلس إدارة الهيئة في هذا الشأن.
 - أن يرفق بنشرة الإصدار تقريراً يعده مراقب الحسابات من بين المقيدین في سجل الهيئة أو من مراقب حسابات مؤسسة التمويل الدولية أو الإقليمية متي توافرت به ذات شروط قيد مراقبي الحسابات بالهيئة.
 - الالتزام بالحد الأدنى والأقصى لإصدار الصكوك.
- ب-التزامات الجهة المستفيدة
- التزامات وفقاً لما تم الاتفاق عليه في نشره الإصدار أو مذكره المعلومات وفقاً لعقد الإصدار مع شركة التصكيك.

- تلتزم الجهة المستفيدة بالافصاحات الآتية (للبورصة والهيئة):¹

- نشر ملخص وافٍ لتقرير مجلس الإدارة وللقوائم المالية السنوية وربع السنوية والإيضاحات المتممة لها وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المصرية.

- أي تعديلات على التعاقدات والتعهدات تعلن بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات لإصدار الصكوك.

- أي حدث يترتب عليه معلومات جوهرية من شأنها أن تؤثر في تداول الصكوك أو في سعرها أو في مقدرة الجهة المستفيدة على الوفاء بالتزاماتها وذلك فور علم تلك الجهة بتلك الواقعة أو المعلومات.

- القرارات الجوهرية التي تصدر عن جماعة مالكي الصكوك وأية تعديلات في بيانات نشرة الطرح.

- شهادة حديثة بالتصنيف الائتماني تقدم خلال 90 يوماً من نهاية السنة المالية وتجدد سنوياً خلال أجل الصك.

- حالات تعارض المصالح وأوجه تجنبها.

- وللهيئة أو البورصة طلب أية إفصاحات أخرى.

وتلتزم الجهة المستفيدة سواء كان الإصدار من خلال شركة تصكيك أو حال قيامها بإصدار صكوك بنفسها بأداء ناتج قيمة الصكوك في نهاية أجلها لمالكيها وتتعهد بشراء موجوداتها القائمة في نهاية مدة الصكوك.

ويجوز التعهد بشراء الموجودات قبل نهاية مدة الصكوك، وتحدد هذه القيمة وفقاً للضوابط التي تتضمنها نشرة الاكتتاب²

ثانياً - شروط والتزامات إصدار الجهة المستفيدة صكوك بنفسها

¹ م16 مكرر (2) ، اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992

² م14 مكرر 18 ، قانون 1992/95.

أ- شروط الإصدار

يجوز للشركات المساهمة إصدار صكوكًا بذاتها في حالات الطرح الخاص فقط، على أن يكون من ضمن مؤسسيها هيئات عامة أو بنوك، وألا تقل مساهمة تلك الجهات في رأسمالها عن النصف. وذلك بعد استيفاء الشروط الآتية¹

- موافقة لجنة الرقابة الشرعية المركزية على الإصدار، على أن يتم تقييم كل إصدار على حدة إذا أصدرت الجهة المستفيدة أكثر من إصدار للصكوك.
- أن يكون للمشروع الذي يتم إصدار الصكوك لتمويله ذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية للجهة المصدرة، على أن تكون هذه الجهة مسئولة عن التزامات المشروع في حدود مساهمتها في رأسماله.
- أن تقدم الجهة المستفيدة خططها المستقبلية خلال مدة الصك على أن تتضمن أهدافها الاستراتيجية وفرص النمو والمشاركة الاجتماعية الإضافية التي سيقققها المشروع.
- تقديم تقرير إفصاح ربع سنوي من مجلس إدارة الجهة المستفيدة حال قيد الصكوك بالبورصة، موضحاً به أهم المؤشرات في مشروع التصكيك مقارنة بالخطة المستقبلية وفقاً لنشرة الإصدار وأية أحداث جوهرية مؤثرة في عملية التصكيك.
- أن يتولى الإصدار طرف مستقل توافق عليه الهيئة، للقيام بالمهام الرئيسية لإصدار الصكوك ومتابعة الإصدار حتى انتهاء أجله، وعليه بذل عناية الرجل الحريص للحفاظ على حقوق مالكي الصكوك.
- ويقوم الطرف المستقل بإبرام عقد مع الجهة المستفيدة من إصدار الصكوك يوضح الحقوق والالتزامات الخاصة بكل منهما، على أن تتضمن مهامه على الأقل ما يلي:
- متابعة قيام الجهة المصدرة بتوزيع عوائد الصكوك وأداء القيمة

¹ قرار مجلس إداره الهيئة رقم 50 / 2019 ، المادة الأولى.

- الاستردادية للصكوك بالتواريخ المحددة لذلك في نشرة الإصدار.
- دعوة جماعة مالكي الصكوك للاجتماع كلما كان ذلك ضرورياً أو بناءً على طلب مكتوب من مالكي الصكوك لا يقل نسبة صكوكهم الاسمية عن 10% من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار.
- حضور اجتماعات الجهة المصدرة للصكوك واجتماعات جماعة مالكي الصكوك.
- مراقبة أي تجاوز أو تقصير أو تصرف يخالف شروط وأحكام نشرة الإصدار أو أية مخالفة لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية وإبلاغ جماعة مالكي الصكوك بذلك.
- تقديم تقرير للهيئة مرفق به تقرير مراقب حسابات من بين مراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة بمدى توافر النظام المحاسبي والدورة المستندية لإدارة عملية التصكيك التي تتناسب مع عمليات التصكيك.
- تحديد وكيل السداد للجهة المستفيدة.

ب- التزامات الجهة المستفيدة والطرف المستقل

- وتلتزم كل من الجهة المستفيدة من التمويل والطرف المستقل بما يلي: 1
- إعداد القوائم المالية السنوية والدورية لكل من الجهة المستفيدة والطرف المستقل مصدقاً عليها من السلطة المختصة والمعدة وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية، على أن يُرفق بها تقرير مراقب الحسابات المعد وفقاً لمعايير المراجعة المصرية.
- إصدار تقرير دوري إلى كل من الهيئة وجماعة مالكي الصكوك يتم الإفصاح فيه عن جودة الأصول المصككة.
- شهادة للتصنيف الائتماني للأصل أو محفظة الأصول من إحدى شركات التصنيف الائتماني التي تعتد بها الهيئة ويجدد سنوياً.

¹ قرار مجلس ادارة الهيئة رقم 50/2019 ، المادة الثانية.

- الإفصاح الفوري عن أي حدث جوهري من شأنه التأثير على التدفقات النقدية للأصل أو العوائد المستحقة لمالكي الصكوك.
- تقوم الجهة المستفيدة بتحديد الأصول المرتبطة بإصدار الصكوك، ويتم وضع قيد في عقد الإصدار يتضمن أن هذه الأصول تهدف فقط لإصدار الصكوك، وأنه لا يجوز لها أو لأي طرف من أطراف تلك العلاقة التعاقدية بالتصرف في تلك الأصول عن طريق البيع أو الرهن أو نقل الملكية أو بأية صورة من صور التصرف الأخرى.
- ويجوز للجهة المستفيدة استرداد الصكوك قبل انتهاء مدتها، عن طريق تعهد شركة التصكيك أو الطرف المستقل ببيع موجوداتها للجهة بالثمن الوارد بالتعهد، إذا نصت نشرة الاكتتاب على ذلك.

٢: مراعاة الشروط اللازمة للمشروع محل التصكيك

أ: الشروط الواجب توافرها في المشروع

أوجب المشرع عددًا من الشروط الواجب توافرها في المشروع أو النشاط الممول من خلال إصدار الصكوك، التي تتمثل فيما يلي: ١ -

- أن يدر دخلاً وفقاً لدراسة تعد لهذا الغرض.
- أن تديره إدارة متخصصة تتمتع بخبرة عالية في نوع النشاط الذي يزاوله المشروع أو النشاط.
- أن يكون النشاط أو المشروع داخل جمهورية مصر العربية مالم تكن الشركة أو الجهة مصرية.
- أن يكون له حسابات مالية مستقلة عن الأنشطة أو المشروعات الأخرى الخاصة بالجهة المصدرة والجهة المستفيدة، وتستخرج منها القوائم المالية الدورية والسنوية مستقلاً عن الأنشطة أو المشروعات الأخرى الخاصة بالجهة المصدرة والجهة المستفيدة.
- أن يتولى مراقبة حسابات المشروع مراقب حسابات أو أكثر تعيينه الجهة المصدرة من بين المسجلين لدى الهيئة.

ب: الدراسات اللازمة للموافقة على المشروع محل التصكيك

يعد إعداد دراسة جدوى للمشروع الذي يمول بحصيلة الاكتتاب والقيمة العادلة لموجودات الصكوك من أهم عوامل نجاح عملية التصكيك، على أن تكون هذه الدراسة معتمدة من مستشار مالي مستقل معتمد لدى الهيئة. هذا بالإضافة إلى شهادة بالتصنيف الائتماني لإصدار الصكوك من إحدى جهات التصنيف المعتمدة لدى الهيئة على أن يتم موافاة الهيئة بالشهادة المزمع إصدارها فور موافاتها بالمشروع النهائي لنشرة الاكتتاب ومذكرة المعلومات. ويجب ألا تقل درجة التصنيف عن

المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات التي ترتبها الصكوك وفقاً للقواعد التي يحددها مجلس إدارة الهيئة.

ويجب أن تتضمن نشره الاكتتاب وصفاً للمشروع محل التمويل بحصيلة إصدار الصكوك ما يلي: 1-

- وصفاً كافياً للمشروع أو النشاط.
- تحديد تكاليف إنشائه أو تطويره.
- إدارة المشروع ومكوناته ومراحل تنفيذه حسب ما يتم الاكتتاب فيه.
- سابقة الخبرات في إدارة تلك المشروعات.
- تفاصيل الافتراضات الأساسية التي تستند إليها التوقعات.
- معدل العائد المتوقع، وطريقة الاحتساب.
- طريقة توزيع الأرباح المتوقعة للمشروع أو النشاط.

ج: الضمانات للمشروع محل التصكيك

تلتزم شركه التصكيك بتقديم المستندات الخاص بالضمانات للمشروع محل التصكيك عند تقديم طلب إصدار الصكوك وفقاً للمادة 16 مكرر، التي تتمثل في الآتي: 2-

- آخر قوائم مالية سنوية للجهة الضامنة حال كون الإصدار مضمون من قبل أية جهة غير حكومية.
- بيان بالضمانات والتأمينات المقدمة من الشركة لأصحاب الصكوك.

¹ م 16 مكرر 1 ، اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992

² م 16 مكرر 2، اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992

- بيان بالتأمين على أصول الجهة المستفيدة، على أن يتضمن قيمة التأمين ونوعه واسم الشركة المؤمن لديها وتاريخ انتهاء أو تجديد التأمين، والمستفيد من التأمين إن وجد.
- بيان بالرهون والامتيازات الحالية المترتبة على أصول الجهة المستفيدة، على أن يتضمن بيان الأصل المرهون وقيمتة ونوعه والتمويل الممنوح للجهة المستفيدة في مقابله، ونوع الرهون والامتيازات المترتبة على الأصول (إن وجدت).
- إقرارات بالضمانات المقدمة من الجهة المستفيدة إلى مالكي الصكوك (إن وجدت) ونسخة من اتفاقية ضمان الصكوك (إن وجدت).
- إقرار من الشركة المستفيدة بالالتزام بشراء موجودات الصكوك في نهاية أجل الصك أو قبل ذلك.
- وتخضع تلك الضمانات لمراجعته لجنة الرقابة الشرعية الفرعية ولجنته الرقابة الشرعية المركزية.

3:مراعاة الضوابط الشرعية العامة لإصدار الصكوك

اهتم قانون سوق رأس المال بوضع شروط لتوافق إصدارات الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويطلق عليها "متوافقة مع الشريعة الإسلامية" أو "إسلامية" أو "شرعية" كما يجوز أن يشار إلى أي من تلك العبارات في أي من عقودها أو نشرات طرحها أو وثائقها أو مواد الترويج لها أو الإعلانات الصادرة عنها وفقاً للشروط الآتية:

أ- أن تشكل لجنة رقابة شرعية للإصدار وفقاً للضوابط التي يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة بشأن متطلبات تشكيل اللجان الرقابة الشرعية واشتراطات شغل عضويتها.

ب- أن يكون المشروع محل التصكيك مجازاً من لجنة الرقابة الشرعية بما يفيد توافقه مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ج- أن يكون طلب قيد وتداول إصدار الصكوك بإحدى البورصات مجازاً من لجنة الرقابة الشرعية.

وتلتزم لجنة الرقابة الشرعية منذ إصدار الصكوك وحتى انتهاء استردادها بالتحقق من استمرار توافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، وإثبات ذلك في تقارير دورية تعدها كل ثلاثة أشهر، ويتم نشر هذه التقارير في هذا الخصوص على النحو الذي يحدده مجلس إدارة الهيئة.

وقد أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية القرار رقم ٤٢ لسنة ٢٠١٩ بضوابط تشكيل واشتراطات عضوية لجان الرقابة الشرعية لإصدارات الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حيث تضمن القرار ضوابط تشكيل واختصاصات كل من لجنة الرقابة الشرعية المركزية ولجنة الرقابة الشرعية الفرعية.^١

^١ الهيئة العامة للرقابة المالية-دليل الصكوك ، يوليو 2019 ، ص 6 .

4-تحديد الحدين الأدنى والأقصى لقيمة الصكوك المصدرة من الجهات المسموح
لها بذلك وفقا لقرار مجلس اداره الهيئه رقم 50-2019

أ- الشركات المساهمة.

يجب ألا تقل القيمة الإجمالية للصكوك المراد إصدارها من شركات المساهمة الخاضعة لأحكام سوق المال أو قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الشخص الواحد الصادر بالقانون رقم (159) لسنة 1981 والتي يسمح نظامها الأساسي بذلك عن (50) مليون جنيه مصري أو ما يعادلها من العملات الأجنبية.

ويجب ألا يزيد الحد الأقصى لكل إصدار من الصكوك لهذه الشركات عن الحد اللازم لتمويل المشروع أو النشاط بمراعاة طبيعة المشروع، وذلك وفقاً لدراسة جدوى تتضمنها نشرة الإصدار بما يتفق مع التصنيف الائتماني الذي يجب ألا يقل عن المستوي الذي يقرره مجلس إدارة الهيئة في هذا الشأن.

ب- البنوك

يجب ألا تقل القيمة الإجمالية للصكوك المراد إصدارها من البنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري عن (50) مليون جنيه أو ما يعادلها من العملات الأجنبية، على ألا يزيد الحد الأقصى لكل إصدار من الصكوك عن الحد اللازم لتمويل المشروع أو النشاط بمراعاة طبيعة المشروع، وذلك وفقاً لدراسة جدوى تتضمنها نشرة الإصدار بما يتفق مع التصنيف الائتماني الذي يجب ألا يقل عن المستوي الذي يقرره مجلس إدارة الهيئة في هذا الشأن.

وفي جميع الأحوال، يجب موافقة البنك المركزي المصري على الحد الأقصى المسموح لإصدار الصكوك.

ج- الهيئات العامة والأشخاص الاعتبارية

يجب ألا تقل القيمة الإجمالية لإصدارات الهيئات العامة والأشخاص الاعتبارية العامة من الصكوك عن (50) مليون جنيه أو ما يعادلها بعملة أجنبية قابلة للتحويل، على ألا يزيد الحد الأقصى لكل إصدار من الصكوك عن الحد اللازم لتمويل المشروع أو النشاط بمراعاة طبيعة المشروع، وذلك وفقاً لدراسة جدوى تتضمنها نشرة الإصدار بما يتفق مع التصنيف الائتماني الذي يجب ألا يقل عن المستوى الذي يقرره مجلس إدارة الهيئة في هذا الشأن، على أن يراعى الالتزام بالحد الأقصى المعتمد من مجلس الوزراء بناءً على عرض وزير المالية في هذا الشأن.

د- الهيئات والمنظمات الدولية

يجب ألا تقل القيمة الإجمالية لجميع الصكوك المراد إصدارها من الهيئات والمنظمات الدولية والاقليمية عن (100) مليون جنيه مصري أو ما يعادلها من العملات الأجنبية وألا تزيد على متوسط إصدارات المؤسسة لأدوات الدين في السنوات الخمس السابقة على طلب الإصدار.

وفي جميع الأحوال يجب ألا يزيد الحد الأقصى لكل إصدار من الصكوك عن الحد اللازم لتمويل المشروع أو النشاط بمراعاة طبيعة المشروع، وذلك وفقاً لدراسة جدوى تتضمنها نشرة الإصدار بما يتفق مع التصنيف الائتماني الذي يجب ألا يقل عن المستوى الذي يقرره مجلس إدارة الهيئة في هذا الشأن.

5: الشروط والإجراءات واجبة الاتباع للموافقة على إصدار الصكوك لمؤسسات التمويل الدولية والإقليمية.

أ- تقديم مستندات إضافية

على المؤسسات الدولية والإقليمية الراغبة في إصدار صكوك في جمهورية مصر العربية مصر بالعملة المحلية أو بعملة أجنبية قابلة للتحويل استيفاء الشروط الآتية وتقديم المستندات المؤيدة لذلك، وذلك على النحو الآتي:

- الحصول على موافقة مجلس إدارة البنك المركزي المصري مرفقاً به موافقة السلطة المختصة بالمؤسسة الدولية أو الإقليمية.

- أن يكون سبق للمؤسسة المالية الدولية أو الإقليمية إصدار صكوك أو أدوات الدين.

- أن يكون المشروع المصكك من شأنه أن يدر عائداً، وفقاً لدراسة جدوى معدة في هذا الشأن على أن تتضمن وصفاً كافياً للمشروع، وتحديد تكاليف إنشائه وتطويره وإدارته ومكوناته ومراحل تنفيذه حسبما يتم الاكتتاب فيه، ومخاطره المحتملة، وطرق التحوط من هذه المخاطر، والضمانات وفقاً للضوابط الشرعية المعتمدة من لجنة الرقابة الشرعية المركزية.

- أن يكون المشروع المصكك مستقلاً عن المشروعات الأخرى لجهة الإصدار.

- أن يكون المشروع المصكك مستقلاً في حساباته وقوائمه المالية.

- أن تقدم المؤسسة ما يفيد حسن أداء إصدارات الصكوك السابقة، على أن تقدم على وجه الأخص ما يفيد عدم وجود إخلال في الوفاء بقيمة هذه الصكوك.

- أن تحصل المؤسسة على تصنيف ائتماني للصكوك الراغبة في إصدارها من جهة تصنيف ائتماني تعتد بها الهيئة، على ألا يقل التصنيف عن المستوى الذي يقرره مجلس إدارة الهيئة في هذا الشأن.

- أن يرفق بنشرة الإصدار تقرير من مراقب حسابات من بين المقيدین في سجل الهيئة أو من مراقب حسابات مؤسسة التمويل الدولية أو الإقليمية متى توافرت به ذات شروط قيد مراقبي الحسابات بالهيئة.

ب- بيانات إضافية بالنشرة

يجب على المؤسسات الدولية والإقليمية الراغبة في إصدار صكوك في جمهورية مصر العربية اتباع إجراءات إصدار وطرح الصكوك المنصوص عليها بالمادة (16) مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ومع عدم الإخلال بأحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يجب أن تتضمن نشرة إصدار الصكوك لمؤسسات التمويل الدولية أو الإقليمية البيانات الآتية:

- معلومات عامة عن أهداف الجهة المصدرة من إصدار الصكوك واستراتيجياتها العامة ورأس مالها وإصدارات الصكوك أو الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية أو/والسندات السابقة وبيان بالمساهمين الرئيسيين فيها وعنوان مركزها الرئيسي وتاريخ تأسيسها واسم وعنوان مراقبي حساباتها.

- ملخص القرار الصادر عن السلطة المختصة بالموافقة على إصدار الصكوك.

- الجدوى الاقتصادية والاجتماعية أو الهدف من عملية الإصدار.

- وصفاً دقيقاً لما ستستخدم فيه حصيلة الإصدار.

- التفاصيل الخاصة بالصكوك إذا كانت قابلة للتحويل إلى أسهم، والإجراءات الخاصة بعملية وشروط التحويل.

- مصادر التدفقات النقدية للوفاء بالتزامات المؤسسة المصدرة تجاه مالكي الصكوك إذا كانت الصكوك مضمونة بأصول ومنافع اقتصادية، وكذلك التفاصيل الخاصة بالبيع والتنازل عن الأصول أو عن أية حقوق أخرى للمؤسسة في هذه الأصول، وطبيعة الأصول.

- ملخص لشروط وأحكام أي عقود أو اتفاقيات أو ضمانات أو كفالات بنكية مرتبطة بالأصول المصككة، وتاريخ استحقاق الأصول أو المنافع وقيمتها الدفترية والفعلية.
- تحديد الجهة التي تنقل إليها ملكية أصول الصكوك والجهة التي ستتولى إدارة واستثمار موجودات الصكوك، مع تحديد الأجر الذي يجب أدائه مقابل إدارة واستثمار هذه الأصول والنسبة المتوقعة للأرباح.
- الإفصاح - في حال وجود صكوك مدرجة للمؤسسة لدى سوق مالية أجنبية خاضعه لإشراف جهة رقابية مماثلة للهيئة - عن اسم السوق الأجنبية وأي حدث جوهري تم الإفصاح عنه بعد إيداع آخر نشرة إصدار لدى تلك السوق.
- كمايجوز للمؤسسات الدولية والإقليمية المصدرة للصكوك بعد موافقه الهيئة تأسيس صندوق لمواجهة مخاطر الاستثمار في المشروع المصكك، يمول بنسبة لا تتجاوز 5% من القيمة الاسمية للإصدار خلال مدة الصك.
- وتحدد نشرة الإصدار حصة مالكي الصكوك في صافي العائد وطرق الصرف منه وقواعد توزيع حصيلته عند التصفية على مالكي الصكوك.

قرار مجلس ادارہ الشركة بالتمويل بالصكوك	الخطوة الثانية

بناء علي مايتقدم به المدير المالي بأقتراح لمجلس أداره الشركة بتعديل الهيكل التمويلي من خلال اصدار الصكوك بهدف توفير السيولة اللازمة وخفض تكلفة التمويل بالمقارنة بالبدائل التمويلية.

يتم دراسة الموضوع من مجلس أداره الشركة الراغبة في التمويل لتمويل مشروع جديد او تطوير مشروع قائم وذلك من خلال دراسة جدوي مبدئية للتعرف علي هيكل التمويل المناسب للمشروع.

وفي حال الموافقة علي التمويل بالصكوك يتم اتخاذ الأفصاحات المطلوبة اذا كانت الشركة مقيدة بالبورصة، على أن يُوضَّح به الغرض من الإصدار وقيمة العائد المتوقع على الصك وأساس احتسابه ونوع الطرح، وقابليتها للتحويل لأسهم، وأسس التحويل.

وبناء عليه يتم دعوة الجمعية العامه غير العادية للأجتماع وفقاً للقواعد والضوابط المنظمة لذلك

الخطوة الثالثة	قرار الجمعية العامة للشركة

يجوز بموافقة الجمعية العامة غير العادية لشركة التصكيك إصدار صكوك قابلة للتحويل إلى أسهم، وذلك بناءً على اقتراح مجلس إدارة الشركة، على أن يُوضَّح به الغرض من الإصدار وقيمة العائد على الصك وأساس احتسابه ونوع الطرح، وقابليتها للتحويل لأسهم، وأسس التحويل، والتي تشمل:

معامل التحويل وطريقة احتسابه وتوقيت التحويل ومواعيد تقديم طلب التحويل وحدود حق الأسهم الناتجة عن التحويل في توزيعات الأرباح عن السنة المالية التي تم فيها التحويل، ويُرفَّق به تقرير من مراقب حسابات الشركة بشروط الإصدار.

وتصدر صكوك الإصدار الواحد بقيمة متساوية وقابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة وأن تعطي حقوق متساوية لمالكيها

ويعتبر محضر الجمعية العامة غير العادية من المستندات الأساسية بملف الطرح

الخطوة الرابعة	اختيار شركه التصكيك الالتزامات العامة لشركة التصكيك

علي الشركة المصدرة اختيار شركة التصكيك وفقا للسجل المعد بالهيئة العامة للرقابة الماليه

التصكيك عملية مالية يتم من خلالها تملك أصول أو منافع أو حقوق مشروع محل التمويل وإصدار صكوك مقابلها. ويتم ذلك من خلال عقد الإصدار، وهو العقد الذي تصدر على أساسه الصكوك وفقاً لأحكام هذا القانون، وينظم العلاقة بين الجهة المصدرة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار ومالكي الصكوك من حيث مجالات استثمار حصيلة الصكوك، ومدة هذا الاستثمار، وعوائده المتوقعة، وطريقة توزيعها وواجبات تلك الجهات، وأجال الصكوك، وإمكان تداولها واستردادها.

وتتم عملية التصكيك إما من خلال شركة تصكيك أو قيام الجهة المستفيدة بإصدار صكوك بنفسها وفقاً للقواعد المنظمة في هذا الشأن.

وتعد شركة التصكيك هي المحرك الرئيس لعملية التصكيك، حيث تؤدي دوراً محورياً عند إصدار الصكوك وأثناء عمر الصك حتى نهايته، وتتمثل أهم مهام شركات التصكيك المرتبطة بإصدار الصكوك (الالتزامات العامة) فيما يلي: 1-

- تملك الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروعات محل التمويل نيابة عن مالكي الصكوك.

- إبرام عقد الإصدار الذي تصدر على أساسه الصكوك، الذي ينظم العلاقة بين الشركة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار ومالكي الصكوك من حيث مجالات استثمار حصيلة الصكوك، ومدة هذا

¹ قرار مجلس اداره الهيئة رقم 176/2018 ، المادة السادسة.

الاستثمار، وعوائده المتوقعة، وطريقة توزيعها وواجبات تلك الجهات،
وأجال الصكوك، وإمكانية تداولها واستردادها. والعقود الأخرى
المرتبطة بعملية التصكيك مع أطراف تلك العملية

على أن تقوم بوضع قيد في عقد الإصدار -عند نقل ملكية الأصول
أو المنافع أو المشروعات من الجهة المستفيدة لها- يتضمن أن تلك
الأصول أو المنافع أو المشروعات تهدف فقط لإصدار الصكوك ولا
يجوز لها أو لأي طرف من أطراف تلك العلاقة التعاقدية التصرف
في تلك الأصول عن طريق البيع، الرهن، نقل الملكية أو أي من
صور التصرف الأخرى.

- العمل كوكيل عن مالكي الصكوك والقيام بكل الأنشطة أو المهام
المتصلة بإصدار الصكوك، على أن ينص على ذلك صراحة في عقد
الإصدار، وتكون مسئولة عن كل من التصنيف الائتماني للصك
وإدارة الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروعات المصككة طوال
مدة الإصدار، وكذا التأكد من سداد العوائد المستحقة دورياً.
- أن تقوم بقيد الصكوك وإيداعها لدى شركة الإيداع والقيد المركزي وفقاً
لأحكام قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية.
- تحديد مدى جودة الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروعات التي
تمتلكها لإدارتها واستثمارها واستخدامها فيما صدرت الصكوك من
أجله.
- سداد أو توزيع عوائد الصكوك وأداء القيمة الاستردادية عند حلول
أجل الصك وفقاً للأحكام الواردة بنشرة الإصدار.
- أي مهام أخرى توافق عليها الهيئة تكون واردة بنشرة الاكتتاب العام أو
مذكرة المعلومات.
- أن تعين وكيل سداد لها.

الخطوة الخامسة	1-تحديد اطراف عملية التصكيك 2-ابرام عقود عملية التصكيك

1-تحديد أطراف عملية التصكيك

وتتمثل أهم أطراف عملية التصكيك فيما يلي¹

- الجهة المستفيدة: الشخص الاعتباري المستفيد من التمويل الناتج عن التصكيك من حصيلة الاكتتاب في الصكوك.
 - الجهة المصدرة: شركة التصكيك التي تصدر الصكوك وتحول حصيلة الأموال إلى الجهة المستفيدة ويجوز أن تكون الجهة المستفيدة هي الجهة المصدرة.
 - منظم الإصدار: بنك أو مؤسسة وفق قانون سوق رأس المال أو أية مؤسسة مالية أخرى ترخص لها الهيئة بإدارة وتنظيم الإصدار والترويج لها نيابة عن الجهة المستفيدة والجهة المصدرة.
 - وكيل السداد: بنك مرخص له من البنك المركزي المصري يعمل وكيلاً عن الجهة المصدرة لتنسيق سداد الصكوك وأداء قيمتها في نهاية المدة لمالكها أو إحدى الشركات المرخص لها بمزاولة نشاط الإيداع والقيود المركزي.
- وقد أضاف القرار 99 لسنة 2020 دوراً جديداً لوكيل السداد حال عدم توافر الاستقلالية بين شركة التصكيك والجهة المستفيدة.

¹ الهيئة العامة للرقابة المالية ، دليل الصكوك ، يوليو 2019 ، ص ص4-5

ويجب أن يعد وكيل السداد تقريراً شهرياً بشأن عائد المشروعات المستثمر بها الصكوك، وعليه إخطار الهيئة وحملة الصكوك أو من يمثلهم بالتقرير مرفقاً به تقرير مراقب الحسابات.

ويجب أن يتضمن التقرير الشهري البنود المنصوص عليها باللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.

- لجنة الرقابة الشرعية الفرعية (حال إصدار صكوك متوافقة مع الشريعة الإسلامية)، وعليها الالتزام بإعداد تقارير دورية كل ثلاثة أشهر من تاريخ إصدار الصك وحتى تمام سداده.

- لجنة الرقابة الشرعية المركزية: صدر بتشكيلها قرار من مجلس إدارة الهيئة رقم 42 / 2019 ويحدد اختصاصاتها

- جهة التصنيف الائتماني: شركة مرخص لها من الهيئة بدراسة الجدارة الائتمانية لمصدر الصك أو المشروع محل التصكيك أو كلاهما بغرض تحديد مدى قدرته على الوفاء بالتزاماته تجاه حاملي الصكوك.

- أمين الحفظ: شركة مرخص لها من الهيئة القيام بخدمة إدارة سجلات الصكوك من الناحية المالية والقانونية، وتتولي إجراء المقاصة والتسوية للمراكز المالية الناشئة عن عمليات تداول الصك وقيد حقوق الرهن عليه. كما يقوم أمين الحفظ بمتابعة استحقاقات العوائد لصالح حملة الصكوك وتقديم تقارير دورية لكل من شركة التصكيك (أو الجهة المستفيدة بحسب الأحوال) والهيئة وفقاً لنشرة الاكتتاب، وعقود أو اتفاقيات الصكوك.

- الطرف المستقل: شخص اعتباري مستقل عن الجهة المستفيدة وأطراف عملية التصكيك يعين -بموجب موافقة من الهيئة -لغرض تمثيل حملة الصكوك ورعاية حقوقهم (العمل كأمين للإصدار) في الحالات التي أجاز فيها قانون سوق المال للجهة المستفيدة بإصدار صكوك بنفسها.

2- إبرام عقود الإصدار (على فرض عقد إجارة)

اسم العقد	ملخص العقد
عقد إصدار لصكوك	عقد البيع المبرم بين ... كشركة مستفيدة وشركة ... كشركة التصكيك وشركة ... كمنظم الإصدار لتنظيم عملية إصدار الصكوك.
عقد بيع وشراء الأصل محل التصكيك	عقد البيع المبرم بين شركة التصكيك كمشتري والشركة المستفيدة كبائع يتم بموجبه بيع الأصل محل التصكيك من الشركة المستفيدة الى شركة التصكيك مقابل ثمن البيع المتمثل في حصة الاكتتاب في الصكوك (بعد خصم كافة التكاليف والمصروفات والرسوم).
عقد (صيغ التمويل) على سبيل المثال عقد إجارة الأصل محل التصكيك	عقد يبرم بين شركة التصكيك بصفتها مؤجر للأصل محل التصكيك وبين الشركة المستفيدة بصفتها مستأجر لمدة مماثلة لمدة الإصدار في الصكوك.
عقد وكالة الخدمات	عقد يبرم بين شركة التصكيك بصفتها وكيلًا عن مالكي الصكوك والشركة المستفيدة بموجبه تتولى الشركة المستفيدة إدارة الأصل محل التصكيك نيابة عن المالك والقيام بما يرتبط به من خدمات نيابة عن المالك طوال فترة سريان عقد الإجارة.
عقد الحسابات	عقد يبرم بين شركة التصكيك والشركة المستفيدة ووكيل السداد والبنك متلقي الاكتتاب يتم بموجبه تحديد الحسابات التي يجب فتحها والاحتفاظ بها لأغراض عملية التصكيك وكيفية تغذيتها وإدارتها والصرف منها.
عقد وعد بيع الأصل محل التصكيك	عقد يبرم بين شركة التصكيك والشركة المستفيدة تعد وتتعهد بموجبه شركة التصكيك ببيع الأصل محل التصكيك إلى الشركة المستفيدة مقابل سداد كافة مستحقات مالكي الصكوك في الحالات وبالأسعار التي يتم تحديدها بهذا العقد.

عقد ويرم بين الشركة المستفيدة وشركة التصكيك تعد وتتعهد بموجبه الشركة المستفيدة بشراء الأصل محل التصكيك مقابل سداد كافة مستحقات مالكي الصكوك عقب وقوع حالة إخلال واستمرارها كما يتم تحديده بهذا العقد.	عقد وعد شراء الأصل محل التصكيك
الكفالة الصادرة من الشركة المستفيدة لشركة التصكيك لصالح مالكي الصكوك، التي تضمن وتكفل بموجبه كافة أقساط وتوزيعات الصكوك ورسوم ومصاريف الإصدار وتظل الكفالة سارية حتى تمام السداد وفقا لأحكام مستندات التصكيك.	الكفالة

عرض مقترح لجنة الرقابة الشرعية الفرعية علي الهيئة بإقتراح صيغه التمويل الاسلامي 1-اختيار صيغ الصكوك المناسبة 2-دور لجنة الرقابة الشرعية الفرعية	الخطوة السادسة

1-أختيار صيغ الصكوك المناسبة للتمويل تضمن القانون 95 لسنة 1992 أربع صيغ رئيسة لعقود التمويل الإسلامي المستخدمة في الصكوك وهي المضاربة والمشاركة والمرابحة والإجارة علي الوجه التالي :- <u>صكوك المضاربة:</u> تصدر على أساس عقد مضاربة بين مالكي الصكوك ومقدم العمل، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل نشاط اقتصادي أو مشروع محدد يديره مقدم العمل، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة، ويتم توزيع عائد الصكوك من الأرباح التي يحققها النشاط أو المشروع وفق النسبة المحددة في العقد، ورد قيمتها الاسمية في نهاية أجلها من النشاط أو المشروع.

- صكوك المربحة: تصدر على أساس عقد مربحة، ويتم إصدارها لتمويل شراء بضاعة المربحة لبيعها للواعد بشرائها، بعد تملكها وقبضها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها، وقبل بيعها وتسليمها لمشتريها، وفي ثمنها بعد بيعها للواعد بشرائها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المربحة و ثمن بيعها للواعد بشرائها.

- صكوك المشاركة: تصدر على أساس عقد مشاركة، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المشاركة، ويستحق مالكو الصكوك حصة من أرباح المشاركة بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

- صكوك إجارة الموجودات أو الخدمات: تصدر على أساس عقد إجارة موجودات أو خدمات، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل شراء الموجودات أو الخدمات لإعادة بيعها لمتلقي هذه الموجودات أو الخدمات، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية الموجودات أو الخدمات، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء الموجودات أو الخدمات و ثمن بيعها.

ولقد تم إضافة الصيغ التالية بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم 176 لسنة 2020:

- صكوك الاستصناع: تصدر على أساس عقد الاستصناع، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل تصنيع أصل مباع استصناعاً لتسليمها إلى مشتريها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية العين المصنعة، وفي ثمنها بعد تسليمها لمشتريها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين تكلفة تصنيع العين و ثمن بيعها.

- صكوك الوكالة بالاستثمار: تصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال الوكالة بالاستثمار إلى الوكيل لاستثماره بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات الوكالة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو صكوك الوكالة عائد استثمار موجوداتها ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجراً معلوماً مضموناً على مالكي الصكوك، وقد يستحق مع الأجر حافزاً هو كل أو بعض ما زاد من العائد عن حد معين مضموناً، وتحدد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد الوكالة في الاستثمار وأجر الوكيل.

- صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك. والسلم هو أن يتم تسليم رأس المال من قبل المشتري للبائع حين انعقاد العقد وقبل تسليم السلعة؛ على أن يتفقا على تسليمها في وقتٍ محدّد (بيع آجل بعاجل)، ويتفقا على تحديد وصفها، ونوعها، وقدرها، ومكان تسليمها.

- صكوك المزارعة: تصدر على أساس عقد المزارعة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل زراعة أرض يقدمها مالكوها بناء على هذا العقد ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض، وفي الزرع بعد ظهوره، وفي ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالكو الصكوك بصفتهم المزارعين بأموالهم، حصة معلومة من الزرع، ويستحق مالك الأرض الباقي، وتحدد نشرة اكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المزارعة، وحصة كل من مالكي الصكوك ومالك الأرض من ناتج البيع.

- صكوك المساقاة: تصدر على أساس عقد المساقاة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل رعاية أشجار قابلة للإثمار وتعهدها بالسقي والتهديب والتسميد ومعالجة الآفات حتى تثمر، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المساقاة غير الأرض والشجر، وفي الثمر بعد ظهوره، ويستحق مالكو الصكوك حصة معلومة من الثمر، ومن ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالك الشجر الباقي وتحدد نشرة اكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المساقاة، وحصة كل من مالكي الصكوك بوصفهم المساقين ومالك الشجر في الثمر.

وفي جميع الأحوال لا يجوز أن تتضمن صيغة التعاقد نصاً بضمان حصة مالك الصك في رأس المال أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك، ويستثنى من ذلك حالات التقصير أو الإخلال بأحكام القانون أو مخالفة شروط نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات.¹

¹ م 14 مكررا ، قانون 95 لسنة 1992 وتعديلات اللائحة التنفيذية للقانون ذاته.

2- دور لجنة الرقابة الشرعية الفرعية:

تشكل اللجنة الشرعية الفرعية بواسطة الجهة المصدرة من عدد من الأعضاء لا يقل عن ثلاثة ولا يزيد على خمسة، تكون غالبيتهم من المتخصصين في الفقه والمعاملات ويفضل إلمامهم بنواحي الاقتصاد والمحاسبة والقانون من المقيدين بالهيئة بسجل أعضاء لجان الرقابة الشرعية.

ويجب أن يكون عضو اللجنة من المقيدين بالهيئة بسجل أعضاء لجان الرقابة الشرعية وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (8) لسنة 2014 بشأن تنظيم عمل لجان الرقابة الشرعية للمنتجات المالية الصادرة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

ويعين أعضاء لجنة الرقابة الشرعية الفرعية من قبل الجمعية العامة لمساهمي الشركة أو السلطة المختصة في غيرها من الجهات لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتكون اجتماعات لجنة الرقابة الشرعية الفرعية دورية مرة على الأقل كل شهر.

وتختص لجنة الرقابة الشرعية الفرعية بالآتي:

- تقديم مقترح هيكلية الصكوك المبدئي موضحاً مدى التوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية
- دراسة نشرات الاكتتاب والعقود التي تبرمها الجهة المصدرة للصكوك أو الأدوات المالية الاستثمارية التي يطلق عليها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويكون للجنة إقرار ما هو معروض عليها أو إدخال بعض التعديلات أو رده في حالة تعذر الإقرار أو التعديل، ويصدر قرار بأغلبية أعضائها.
- إجازة الصكوك المراد قيدها وتداولها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وموافق عليها من لجنة الرقابة الشرعية.
- وتلتزم لجنة الرقابة الشرعية منذ إصدار الصكوك وحتى انتهاء استردادها بالتحقق من استمرار توافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، وإثبات

ذلك في تقارير دورية تعدها كل ثلاثة أشهر .

وتعد الفتاوى والقرارات الخاصة بالجوانب الشرعية التي تصدرها لجنة الرقابة الشرعية المركزية فيما يتعلق بعملها ملزمة للجان الرقابة الشرعية الفرعية والجهة المستفيدة أو أي من الأطراف المرتبطة بعملية التصكيك.

الخطوة السابعة

الموافقة المبدئية للجنة الرقابة الشرعية المركزية

دور لجنة الرقابة الشرعية المركزية

تضمن قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 2019/42 ضوابط تشكيل واشتراطات عضوية لجان الرقابة الشرعية لإصدارات الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية سواء لجان الرقابة الشرعية الفرعية أو المركزية، وتتمثل أهم الضوابط للجنة الرقابة الشرعية المركزية فيما يلي: 1 -

تُشكل لجنة الرقابة الشرعية المركزية من خمسة أعضاء من أبرز علماء الشريعة الإسلامية وبعض المتخصصين الذين لديهم خبرة واسعة في المجالات القانونية والمالية والمصرفية.

ويتم قيد أعضاء اللجنة في سجل خاص يعد لهذا الغرض لدى الهيئة للأعضاء الذين يوافق مجلس إدارة الهيئة على انضمامهم للجنة.

وفي جميع الأحوال لا يجوز أن يكون عضو لجنة الرقابة الشرعية المركزية عضواً بأحد لجان الرقابة الشرعية الفرعية.

¹ قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 42 / 2019 وتعديلاته.

وتختص لجنة الرقابة الشرعية المركزية بالآتي

- إبداء الرأي والتصنيف الشرعي لطلبات إصدارات الصكوك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية بحسب توافقها، إظهاراً لحجم المخاطر لمراعاة حقوق حاملي الصكوك وعرضها على مجلس إدارة الهيئة، مع تقديم مقترحات عملية للجهة المصدرة لتصحيحها أو تغيير التصنيف إن أمكن.

ويتم ذلك من خلال مرحلتين:-

- المرحلة الأولى:- الموافقة المبدئية علي هيكله الصك ، بعد الأجتماع مع اللجنة الشرعية الفرعية وشركة التصكيك،وأي طرف تطلبه اللجنة.
- المرحلة الثانية:- الموافقه النهائيه علي الصك بعد تقديم التقرير النهائي للجنة الرقابة الشرعية الفرعية، ومراجعة نشره الطرح.

- الاشتراك مع المختصين بالهيئة في وضع نماذج العقود والاتفاقيات الخاصة بإصدار الصكوك التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية للتأكد من خلوها من المحظورات الشرعية.

- وضع المعايير والأطر والأحكام العامة للجانب الشرعي في إصدارات الصكوك التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- إبداء الرأي والمشورة فيما يعهد إليها من التقارير التي تقدم إليها دورياً من لجنة الرقابة الشرعية الفرعية بالمؤسسات المالية غير المصرفية للتحقق من استمرار التعامل في صكوك المصدرة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية من تاريخ الإصدار وحتى الاسترداد وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها وطبقاً لمعايير وقواعد الإفصاح الصادرة عن الهيئة في هذا الشأن.

- دراسة المشاكل الشرعية التي تواجه إصدارات الصكوك خلال عمر الصك

(إن وجدت) وإبداء الرأي فيها.

- مراجعة استفسارات لجان الرقابة الشرعية الفرعية بالمؤسسات المالية غير المصرفية وإصدار الفتاوى الشرعية في أحكام قيد وتداول أو استرداد أي من إصدارات الصكوك أو غيرها من الموضوعات التي يطلب في شأنها فتوى شرعية.

- تقديم تقرير سنوي لمجلس إدارة الهيئة عن السلامة الشرعية لإصدارات الصكوك القائمة بالسوق بناءً على دراسة مستوفية لذلك الغرض ووفقاً للتقارير الدورية المقدمة إليها من قبل لجان الرقابة الشرعية الفرعية المعتمدة لتلك الإصدارات.

- النظر والبت في المنازعات المحالة إليها التي تنشأ بين المؤسسات المالية غير المصرفية ولجان الرقابة الشرعية الفرعية عن أي من الفتاوى أو الجوانب الفقهية وذلك للنظر في التفسيرات الخاصة بالمقررات الشرعية.

الخطوة الثامنة	الخطوات خلال مرحلة الإصدار 1- اعداد دراسة جدوي المشروع 2- اعداد نشره الاكتتاب (الطرح) 3- إجراءات التصنيف الائتماني 4- تسعير عائد الصكوك

1- أعداد دراسة الجدوي

- وفقاً لما سبق الأشاره اليه في شروط الاصدار (الخطوة الأولى).
- يتم أعداد الدراسة بواسطه مستشار مالي مستقل مقيد في السجل المعد لذلك بالهيئه

2- أعداد نشره الطرح

البيانات التي يجب أن تتضمنها نشره الاكتتاب أو مذكرة المعلومات لإصدار الصكوك 1:

(مرفق 1) نموذج أسترشادي لنشره الطرح للصكوك

يجب أن تتضمن نشره الاكتتاب أو مذكرة المعلومات البيانات التالية:

بيانات شركة التصكيك:

• البيانات الرئيسييه للشركة وتشمل اسم الشركة ورأس مالها وغرضها وإصدارات الصكوك السابقة.

• حقوق الشركة والتزاماتها منذ إصدار الصك وحتى نهاية أجله.

• التزامات الشركة مع أطراف عملية التصكيك.

بيانات الجهة المستفيدة:

• اسم الجهة المستفيدة وغرضها ورأس مالها وإصدارات الصكوك أو السندات السابقة.

• بيان بالمساهمين الرئيسيين فيها وعنوان مركزها الرئيسي وتاريخ تأسيسها واسم وعنوان مراقبي حساباتها.

• البيانات الخاصة بأعضاء مجلس إدارة الشركة ومديرها.

¹ ماده 16 مكرر 1- اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.

• القوائم المالية للجهة المستفيدة عن ثلاثة سنوات سابقة مرفقاً بها تقارير مراقبي الحسابات.

• توقعات الأداء المالي للجهة المستفيدة خلال مدة الإصدار ويجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب تقديرات الأداء المالي عن الفترة المستقبلية التي تمثل فترة الإصدار.

• بيان عن الدعاوى القضائية المقامة ضد الجهة المستفيدة حال وجودها.

بيانات عن لجنة الرقابة الشرعية (حال كون الصكوك متوافقة مع الشريعة الإسلامية):

معلومات تعريفية عن لجنة الرقابة الشرعية التي أجازت الصكوك وتشمل التفاصيل الخاصة بعدد أعضاء اللجنة وأسماءهم وخبراتهم بما يتفق مع الضوابط الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة.

بيانات متعلقة بالصكوك:

شروط وأحكام الإصدار بما في ذلك القيمة الإجمالية للإصدار وقيمة الصكوك الأسمية وعددها وملخصاً بالحقوق التي تمنحها الصكوك لمالكيها وسعر الإصدار وبياناً بقيمة الربح المتوقع وتفاصيل خاصة بإجراءات الاستهلاك أو الاسترداد المبكر وبيان بإجراءات تداول وتسوية الصكوك واستردادها، وتتضمن المعلومات على وجه الأخص ما يلي:

• تاريخ الاستحقاق النهائي، وإجراءاته.

• الضمانات المقدمة حال وجودها، على أن يبين نوع الضمان ونسبة التغطية لإجمالي قيمة الصكوك، والجهة الضامنة.

- أوجه استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك.
- معدل التحويل إذا كانت الصكوك قابلة للتحويل لأسهم.
- إذا كانت الصكوك قابلة للتحويل إلى أسهم وجب أن تحتوي نشرة الاكتتاب على الإجراءات الخاصة بعملية وشروط التحويل، وإيضاح جميع القواعد والإجراءات التي يجب اتباعها للتحويل لأسهم، والحقوق والالتزامات المترتبة على مالكيها نتيجة تطبيق هذا الإجراء، وإذا كان سعر التحويل ثابتاً أو متغيراً خلال مدة أجل الإصدار، وإذا كان متغيراً وجب تقديم جدول محدد بذلك ويُعلن عنه في النشرة.
- الضوابط الحاكمة لتداول واسترداد الصكوك محل الإصدار، بحسب طبيعة ونوعية كل صك، وفقاً لأحكام عقد الإصدار.
- الأسباب التي تستوجب الاستحقاق المبكر ومعالجة التعثر في حالة وقوعه، وكيفية تسوية حقوق مالكي الصكوك.
- الإفصاح عن عوامل المخاطر التي تخص الاستثمار في الصكوك، وكذلك المخاطر المتعلقة بالجهة المستفيدة وبمجال نشاطها وبالمشروع أو النشاط الذي يراد تمويله بالصكوك، وذلك في قسم يحمل عنوان (عوامل المخاطر) بترتيب أولوية المخاطر من الأكثر إلى الأقل خطراً، وأيضاً بيان طرق التحوط من هذه المخاطر.
- إذا كان الإصدار مضموناً من قبل شركة يجب أن تتضمن النشرة معلومات متكاملة عن الشركة الضامنة. فإذا كانت الجهة الضامنة للإصدار، جهة حكومية، يجب ذكر اسم الجهة الحكومية الضامنة أو القرار الذي تم بموجبه منح الضمان.

- إذا كانت الصكوك مضمونة بموجودات وجب أن تحتوي نشرة الاكتتاب على شرح بالتزامات الجهة المصدرة تجاه مالكي الصكوك والتفاصيل بالإجراءات الخاصة بالبيع والتنازل عن الموجودات أو عن أي حقوق للجهة المصدرة في الموجودات وطبيعة الموجودات وملخص لشروط وأحكام أي عقود أو اتفاقيات أو ضمانات أو كفالات بنكية مرتبطة بالموجودات وتاريخ أو تواريخ استحقاق الموجودات وعملة وقيمة الموجودات الدفترية والفعلية وإذا كانت الموجودات مضمونة بموجودات أخرى تحدد تفاصيل تلك الموجودات الأخرى.

وفي حالة إصدار صكوك يطلق عليها متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فيجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات تفاصيل القرارات أو التصاريح أو الموافقات التي بموجبها إصدار الصكوك وتفاصيل أي ديون أو صكوك تكون لها أولوية الدفع قبل صكوك محل الإصدار المعني، وعلى الأخص ما يلي:

- عقود الإصدار وبيان شروط وأحكام كل منها والآثار المترتبة عليها.
- بيان بالعقود الموقعة بين الجهة المستفيدة والمشاركين في الإصدار.
- أيه إقرارات أو التزامات بين أطراف عملية التصكيك.

وصف للمشروع محل (التمويل بحصيلة إصدار الصكوك):

دراسة جدوى المشروع أو النشاط الذي يمول بحصيلة الصكوك والتي تتضمن:

- وصفًا كافيًا للمشروع أو النشاط.
- تحديد تكاليف إنشائه أو تطويره.
- إدارة المشروع ومكوناته ومراحل تنفيذه حسب ما يتم الاكتتاب فيه.
- سابقة الخبرات في إداره تلك المشروعات.

• تفاصيل الافتراضات الأساسية التي تستند إليها التوقعات.

• معدل العائد المتوقع، وطريقة الاحتساب.

• طريقة توزيع الأرباح المتوقعة للمشروع أو النشاط.

بيانات الاكتتاب:

• القيمة الاسمية للصك، وقيمة الاكتتاب، ومدته، والقيمة الإجمالية للاكتتاب، طبيعة الاكتتاب وعملة الاكتتاب.

• بيان الشرائح المخصصة للأفراد والمؤسسات إن وجد.

• بيان المستندات والإجراءات المطلوبة من المكتتبين عند تقديم طلب الاكتتاب وكيفية الحصول على نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.

• تفاصيل الحد الأدنى والحد الأقصى للاكتتاب.

• أسلوب تخصيص الصكوك المصدرة بين المكتتبين في حالة زيادة قيمة الاكتتاب عن قيمة الإصدار.

• طريقة سداد قيمة الاكتتاب، ومتلقي الاكتتاب، وبيان التاريخ المتوقع لقيد الصكوك (إن وجد).

أية بيانات تطلبها الهيئة وفقاً لطبيعة الجهة المستفيدة أو صيغ الصكوك.

3- إجراءات التصنيف الائتماني

نصت المادة 14 مكررا 9 من قانون 95 / 1992 علي أنه يجب أن تصدر شهادة بالتصنيف الائتماني للإصدار من إحدى جهات التصنيف المعتمدة لدى الهيئة والذي يجب ألا تقل درجته عن المستوى الدال على الوفاء بالالتزامات الواردة بنشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات، وذلك في الحالات التي تتطلب طبيعة الصك ذلك.

ونصت المادة 16 مكرر من اللائحة التنفيذية ويقوم مجلس إدارة شركة التصكيك بتقديم طلب إلى الهيئة للحصول على موافقتها على إصدار الصكوك.

ويُقدم الطلب مُوقَّعاً من قبل شخص مخول بالتوقيع نيابةً عن مجلس إدارة شركة التصكيك، مرفقاً به ما يلي:

.....
.....
.....
.....

8- شهادة بالتصنيف الائتماني لإصدار الصكوك من إحدى جهات التصنيف التي تقبل الهيئة التصنيف لإصدارات الأوراق المالية الصادرة عنها والمعتمدة لدى الهيئة على أن يتم موافاة الهيئة بالشهادة المزمع إصدارها فور موافاتها بالمشروع النهائي لنشرة الاكتتاب ومذكرة المعلومات. ويجب ألا تقل درجة التصنيف عن المستوى الدال

على القدرة على الوفاء بالالتزامات التي ترتبها الصكوك وفقاً للقواعد التي يحددها مجلس إدارة الهيئة. (BBB-).

وبناء عليه

علي شركة التصكيك التعامد مع أحدي الشركات المرخص لها من الهيئة بمزاولة نشاط التصنيف الائتماني، لعمل تصنيف ائتماني للمشروع محل التصكيك ، أخذاً في الاعتبار الملاءة المالية للجهة المستفيدة.

4-تسعير الصك

لا يجوز أن تتضمن صيغة التعاقد أي نص على ضمان قيمة الصك إلا في حالات التقصير أو مخالفة شروط نشرة الاكتتاب أو الإخلال بأحكام القانون، كما لا يجوز للجهة المستفيدة ضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك، ولكن يتحقق العائد وفقاً لنتيجة النشاط الفعلية وفقاً لصيغة العقد المستخدم.

يقوم مجلس إدارة شركة التصكيك بتقديم طلب إلى الهيئة للحصول على موافقتها على إصدار الصكوك. ويقدم الطلب موقعاً من قبل شخص مخول بالتوقيع نيابة عن مجلس إدارة شركة التصكيك، مرفقاً به المستندات المطلوبة، ومن أهمها:

- قرار الجمعية العامة غير العادية لشركة التصكيك بالموافقة على إصدار الصكوك.
- نسخة من نشرة الاكتتاب معتمدة من رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب للشركة، مرفقاً بها تقرير كل من مراقبي حسابات الشركة والمستشار القانوني لها برأيهم في النشرة، على أن تكون مستوفاة لكافة توقيعات أطراف عملية الطرح.
- شهادة بالتصنيف الائتماني لإصدار الصكوك.
- دراسة الجدوى للمشروع.
- عقود الإصدار وبيان شروط وأحكام كل منها والآثار المترتبة عليها .
- بيان بالعقود المبرمة بين شركة التصكيك والجهة المستفيدة.
- إقرار من شركة التصكيك والجهة المستفيدة في بداية الإصدار أن جميع المعلومات الواردة بنشرة الاكتتاب صحيحة وعلى مسؤوليتها وكذا المستندات والبيانات المرفقة بنشرة الاكتتاب.
- إقرار من الشركة المستفيدة عند تقديم المستندات للهيئة بالالتزام بشراء موجودات الصكوك في نهاية أجل الصك أو قبل ذلك.

- إقرارات بالضمانات المقدمة من الجهة المستفيدة إلى مالكي الصكوك (إن وجدت) ونسخة من اتفاقية ضمان الصكوك (إن وجدت).
- إقرار بالالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية طبقاً لما تقرره لجنة الرقابة الشرعية للإصدار في حالة إصدار صكوك يطلق عليها متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

مستندات ملف الصكوك (تفصيلي)

- صورة من محضر اجتماع مجلس إدارة شركة التصكيك باقتراح إصدار الصكوك.
- قرار الجمعية العامة غير العادية لشركة التصكيك بالموافقة على إصدار الصكوك، على أن تشمل الموافقة الدراسة التي أعدتها الشركة بشأن عملية الإصدار، متضمنة الغرض من الإصدار وجدواه، وأثر هذا الإصدار على حقوق حملة الأسهم إذا كانت الصكوك قابلة للتحويل إلى أسهم، ونوع الطرح ونوع العائد وسعره وكيفية احتسابه، ومدة الإصدار، والبورصة التي تدرج الصكوك بها، وكيفية سداد قيمة استرداد الصكوك، وملخص التدفق النقدي السنوي المتوقع.
- يجب موافقة الجهة المختصة بالهيئات والأشخاص الاعتبارية العامة حال إصدارها صكوكاً تكون هي الجهة المستفيدة منها.
- آخر قوائم مالية سنوية لشركة التصكيك، والافتراضات الأساسية التي بُنيت عليها تلك القوائم، مرفقاً بها تقرير مراقب الحسابات.

- آخر قوائم مالية سنوية للجهة الضامنة حال كون الإصدار مضموناً من قبل أي جهة غير حكومية.
- نسخة من نشرة الاكتتاب معتمدة من رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب للشركة، مرفقاً بها تقرير كل من مراقبي حسابات الشركة والمستشار القانوني لها برأيهم في النشرة، على أن تكون مستوفاة لكافة توقعات أطراف عملية الطرح.
- بيان مُصدّق عليه من مراقب حسابات شركة التصكيك بموقف سداد إصدارات الصكوك السابقة حال وجودها.
- موافقة البنك المركزي المصري على الإصدار (بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية الدولية والإقليمية).
- شهادة بالتصنيف الائتماني لإصدار الصكوك من إحدى جهات التصنيف التي تقبل الهيئة التصنيف لإصدارات الأوراق المالية الصادرة عنها والمعتمدة لدى الهيئة على أن يتم موافاة الهيئة بالشهادة المزمع إصدارها فور موافاتها بالمشروع النهائي لنشرة الاكتتاب ومذكرة المعلومات. ويجب ألا تقل درجة التصنيف عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات التي ترتبها الصكوك وفقاً للقواعد التي يحددها مجلس إدارة الهيئة.
- دراسة الجدوى للمشروع الذي يمول بحصيلة الاكتتاب والقيمة العادلة لموجودات الصكوك على أن تكون هذه الدراسة معتمدة من مستشار مالي مستقل معتمد لدى الهيئة.
- عقود الاصدار وبيان وشروط وأحكام كل منها والآثار المترتبة عليها في حال الصكوك المتوافقه مع الشريعة الاسلاميه، وفتوي لجنة الرقابة الشرعية

التي تفيد إن كل ماورد بنشره الاكتتاب وعقود الاصدار يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية.

- بيان بالعقود المبرمة بين شركة التصكيك والجهة المستفيدة.
- بيان بالضمانات والتأمينات المقدمة من الشركة لأصحاب الصكوك.
- بنود مصارييف الاكتتاب وكيفية احتسابها مصداً عليه من رئيس مجلس إدارة الجهة المستفيدة ومرفقاً بها تقرير مراقب الحسابات.
- بيان بالتأمين على أصول الجهة المستفيدة، على أن يتضمن قيمة التأمين ونوعه واسم الشركة المؤمن لديها وتاريخ انتهاء أو تجديد التأمين، والمستفيد من التأمين إن وجد.
- بيان بالرهون والامتيازات الحالية المترتبة على أصول الجهة المستفيدة، على أن يتضمن بيان الأصل المرهون وقيمتة ونوعه والتمويل الممنوح للجهة المستفيدة في مقابله، ونوع الرهون والامتيازات المترتبة على الأصول (إن وجد).
- إقرار من شركة التصكيك والجهة المستفيدة في بداية الإصدار أن جميع المعلومات الواردة بنشرة الاكتتاب صحيحة وعلى مسؤوليتها وكذا المستندات والبيانات المرفقة بنشرة الاكتتاب.
- إقرار من الشركة المستفيدة عند تقديم المستندات للهيئة بالالتزام بشراء موجودات الصكوك في نهاية أجل الصك أو قبل ذلك.
- إقرارات بالضمانات المقدّمة من الجهة المستفيدة إلى مالكي الصكوك (إن وجد) ونسخة من اتفاقية ضمان الصكوك (إن وجدت).

- إقرار من منظم الإصدار والجهة المصدرة بأنه حصل على كافة البيانات والمعلومات اللازمة في شأن الإصدار، وأنه بذل عنايه الرجل الحريص للتأكد من أن المعلومات والبيانات المقدّمة إلى الهيئة دقيقة وصحيحة وكاملة، والحفاظ علي حقوق مالكي الصكوك المرتقبين.
- إقرار بالالتزام بأحكام الشريعة الاسلاميه طبقاً لما تقرره لجنة الرقابة الشرعية للإصدار في حاله اصدار صكوك يطلق عليها متوافقه مع الشريعة الاسلاميه.
- أية مستندات أخرى تطلبها الهيئة.

الخطوة العاشرة	موافقه الهيئة علي النشره

وعلى الهيئة إبداء الرأي في الطلب المقدم خلال خمسة عشر يوم عمل على الأكثر من تاريخ استلام الأوراق من الجهة المصدرة، ويكون إبداء الرأي إما بالموافقة للدعوة للاكتتاب والإذن بنشر الدعوة أو بالرفض المُسبب، مع البيان الواضح للإجراءات والمستندات المطلوب استيفائها للحصول على الموافقة. وفي حال رفض الهيئة للطلب، يجب أن يكون الرفض مرفقاً بخطاب رسمي يوضح الأسباب والإجراءات المكتملة للحصول على الموافقة.¹

¹ م 16 مكرر - اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.

وتقوم الجهة المصدرة بطرح الصكوك بناءً على نشرة اكتتاب عام معتمدة من الهيئة أو مذكرة معلومات تم الموافقة عليها من الهيئة بحسب الأحوال، وذلك وفقاً للنموذج المخصص لذلك.

وتكون الصكوك مطروحة في اكتتاب عام إذا تم عرضها على أشخاص طبيعيين أو اعتباريين غير محددين سلفاً.

وتكون الصكوك مطروحة طرحاً خاصاً في حالة عرضها على أشخاص من ذوي الملاءة المالية أو مؤسسات مالية.

ويقصد بالأشخاص من ذوي الملاءة المالية:

- الأشخاص الاعتبارية العامة.
- صناديق التأمين والمعاشات العامة والخاصة.
- شركات الأموال التي لا يقل رأسمالها المدفوع عن مليون جنيه مصري.
- الأشخاص الطبيعيين ذوي الخبرة التي لا تقل عن ثلاث سنوات في أعمال الائتمان وإدارة الأموال والاستثمار.
- الأشخاص الطبيعيين المالكين لأوراق أو أدوات مالية تزيد قيمتها على خمسمائة ألف جنيه صادرة عن شركتين على الأقل.

ويقصد بالمؤسسات المالية:

- البنوك المصرية وفروع البنوك الأجنبية الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري.
- شركات التأمين أو إعادة التأمين.
- شركات رأس المال المخاطر.
- شركات الاستثمار المباشر.

- شركات التمويل العقاري.

- شركات التأجير التمويلي.

- شركات التخصيم.

- صناديق الاستثمار.

- المؤسسات المالية العربية والإقليمية والأجنبية.

ويجوز للجهة المستفيدة استرداد الصكوك قبل انتهاء مدتها، عن طريق تعهد شركة التصكيك ببيع موجوداتها للجهة بالثمن الوارد بالتعهد، إذا نصت نشرة الاكتتاب على ذلك.

ويجوز أن يكون للصكوك ضامن لتغطية الاكتتاب من الجهات المرخص لها بذلك من الهيئة، فإذا كان الضامن بنكاً وجب عليه الحصول على موافقة البنك المركزي المصري، كما يجوز أن يكون للصكوك متعهد إعادة شراء أو متعهد استرداد من البنوك أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ويلتزم بشرائها أو استردادها وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال.¹

الخطوة الثانية عشر	غلق باب الاكتتاب والحصول علي الموافقة النهائية من الهيئة

- وفقاً لنص مادة 14 مكرراً 12: في حالة عدم اكتمال عملية إصدار الصكوك لعدم التغطية أو لأي سبب آخر تعاد للمكتبتين جميع المبالغ التي دفعوها كاملة وذلك خلال يومي عمل من التاريخ المحدد لانتهاء مدة تغطية الاكتتاب أو الطرح وحدث عدم التغطية، وخلال المدة التي تحددها نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات في غيرها من حالات عدم اكتمال عملية الإصدار.

- حال أتمام التغطية، تحصل الشركة علي الموافقة النهائية للأصدار من الهيئة.

¹ م 15 و 16 اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.

الخطوة الثالثة عشر	مرحلة القيد بالبورصة 1-الإيداع في شركة الإيداع والقيد المركزي 2-قواعد قيد وتداول الصكوك 3-تكوين جماعه مالكي الصكوك 4-مزايا القيد بالبورصة والاعفاءات الضريبية

<u>1-القيد بشركة الإيداع والقيد المركزي</u> يجب أن يتم قيد الصكوك وايداعها لدى شركة الايداع والقيد المركزي وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيد المركزي وتحفظ الصكوك من خلال أحد أمناء الحفظ المرخص لهم من الهيئة، ويتولى وكيل السداد توزيع العوائد وأداء القيمة الاستردادية عند حلول أجل الصك وفقاً للأحكام الواردة بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات¹.

<u>2-قواعد قيد وتداول الصكوك</u> يشترط لقيد الصكوك والسندات وصكوك التمويل توافر الشروط الآتية:2 - أن تكون قد طرحت للاكتتاب العام أو الخاص بناء على نشرة اكتتاب أو إصدار أو مذكرة معلومات معتمدة من الهيئة أياً كان القانون الخاضع له الجهة التي أصدرتها.

¹ م 14 مكرر 13- قانون 95 لسنة 1992

² م 12 قرار مجلس ادارة الهيئة رقم 50 / 2019 بشأن تنظيم بعض احكام الصكوك.

- تقديم شهادة توضح درجة التصنيف الائتماني الممنوح للإصدار.
- تقديم طلب القيد مرفقاً به كافة البيانات والمستندات .
- تعهد الجهة المصدرة بموافاة الهيئة والبورصة خلال 90 يوماً من نهاية السنة المالية بشهادة تصنيف ائتماني حديثه سنوياً للإصدار تجدد سنوياً.
- تعهد بالإفصاح الفوري للهيئة والبورصة عن الأحداث الجوهرية، وبتقديم شهادة تصنيف ائتماني جديدة خلال 15 يوماً من تاريخ الإفصاح.
- ما يفيد تشكيل جماعة مالكي الصكوك أو جماعة حملة السندات أو صكوك التمويل بحسب الأحوال، على أن يكون معتمداً من الجهة الإدارية المختصة وأول محضر اجتماع لهذه الجماعة والممثل القانوني لها، وتعهد بموافاة البورصة والهيئة ببيان العوائد المستحقة لحملة السندات أو الصكوك وما يتم سداده منها وذلك قبل الصرف بخمسة عشر يوماً على الأقل.
- ومع مراعاة الشروط السابقة، يشترط لقيد الصكوك أن تكون مجازة من قبل لجنة الرقابة الشرعية الفرعية وموافق عليها من لجنة الرقابة الشرعية المركزية.
- وفى جميع الأحوال يجب اعتماد كافة الاوراق والمستندات المقدمة للقيد من السلطة المختصة بالشخص الاعتباري.
- اما إجراءات التعامل على الصكوك خارج البورصة في شأن تداول وإثبات نقل ملكيتها فتسري عليها أحكام قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (94) لسنة 2018 بشأن قواعد وإجراءات التعامل على الأوراق المالية غير المقيدة بداول البورصة المصرية وإجراءات نقل ملكيتها.

3-جماعة مالكي الصكوك

مادة (83 مكرر): تشكيل جماعة مالكي الصكوك:

يجوز لمالكي الصكوك ذات الإصدار الواحد تكوين جماعة تهدف إلى حماية مصالح مالكي الصكوك ومتابعة الإصدار حتى انتهائه.

ويجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات -بحسب الأحوال - نصاً يفيد تحديد رغبة المكتتبين في الصكوك في الاشتراك في عضوية جماعة مالكي الصكوك من عدمه، على أن يرفق بسند الاكتتاب إقرار من المكتتبين بالرغبة في عضوية جماعة مالكي الصكوك من عدمه، وتتكون الجماعة إذا قُبِلَ الاشتراك في عضويتها حملة أكثر من (25%) من قيمة الإصدار وفقاً للمذكرة المرفقة بسند الاكتتاب.

على أن تظل تلك الجماعة قائمة منذ تاريخ تشكيلها، وتنتهي بانتهاء أجل الصكوك، أو استهلاك قيمة الصكوك أو اتفاق مالكي الصكوك على إنهاء أعمالها.

وتخطر الهيئة بتشكيل الجماعة خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تشكيلها، على أن يتم إخطار الجهات المرتبطة بالصكوك المصدرة باسم ممثل الجماعة فور اختياره، وعلى وجه الأخص الجهة المصدرة للصكوك ويتم الإخطار وفقاً لوسائل النشر المحددة بالضوابط الصادرة من مجلس إدارة الهيئة.

ويكون اختيار ممثل جماعة مالكي الصكوك أو تعيينه أو عزله وفقاً لأحكام المادة (71) من هذه اللائحة، ويراعى في اختيار ممثل الجماعة ونائبه ألا تكون لهما علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة المصدرة أو مصلحة تتعارض مع مصلحة جماعة مالكي الصكوك وألا يكون قد حكم عليهما بأي عقوبة جنائية أو جنحة مخلة بالشرف أو الأمانة وأن يكونا كاملاً الأهلية ولم يحكم عليهما بالإفلاس ما لم يرد اعتبارهما.

مادة (83 مكرر 1): الدعوة للأجتماع

يتولى الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك دعوة الجماعة للانعقاد، وتجتمع الجماعة بمقر الجهة المصدرة للصكوك أو بالمكان المحدد بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.

ويسرى في شأن إجراءات دعوة جماعة حملة الصكوك للانعقاد، وكيفية الانعقاد والتصويت على قرارات الجماعة، وعلاقة الجماعة بالجهة المصدرة، القواعد والإجراءات الواردة بهذا الفصل الخاصة بجماعة حملة السندات.

مادة (83 مكرر 2): اختصاصات جماعة حملة الصكوك

مع عدم الإخلال باختصاصات جماعة حملة السندات الواردة بالمادة (83) من هذه اللائحة يكون لجماعة مالكي الصكوك متابعة لمصالحهم لدى الجهة المستفيدة وغيرها من الجهات ذات العلاقة بالإصدار، ويكون لها اتخاذ أية إجراءات أو تدابير لحماية حقوق الجماعة، وعلى الأخص ما يلي:

- متابعة استخدام حصيلة إصدار الصكوك في الأغراض المحددة بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.

- متابعة أية تصرفات يقوم به المصدر أو الجهة المستفيدة ولا تتفق مع نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات وتؤثر سلباً على حقوق مالكي الصكوك، واتخاذ اللازم بشأنه.

- متابعة توزيع الأرباح أو العوائد وإتمام استرداد مالكي الصكوك لحقوقهم في نهاية مدة الإصدار وفقاً لنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات للإصدار.

- الموافقة على أي تعديلات تطرأ على نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات أو عقد الإصدار المبرم بين الجهة المصدرة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار من حيث أوجه استثمار حصيلة الصكوك ومدة الاستثمار وعوائده المتوقعة

وطريقة توزيعها وفقاً لطبيعة الصكوك المكتتب فيها وواجبات والتزامات الجهة المصدرة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار وآجال الصكوك وإمكان تداولها أو استردادها.

- القيام بأية مهام أو اختصاصات أخرى منصوص عليها في نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.

مادة (83 مكرر 3): اختصاصات الممثل القانوني لجماعة حملة الصكوك

مع مراعاة اختصاصات الممثل القانوني لجماعة حملة السندات الواردة بالمادة (74) من هذه اللائحة، يتعين على الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك القيام بما يلي:

- الإلتزام بما تضمنته نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات من اختصاصات أخرى مرتبطة بالإصدار، مع قيام الممثل القانوني للجماعة في سبيل قيامه بمهامه بالتنسيق مع الجهات ذات العلاقة بالإصدار في الأحوال التي تستوجب ذلك.

- الدعوة لعقد جماعة مالكي الصكوك فوراً لعرض أي بيانات أو معلومات واردة من الجهة المستفيدة تؤثر تأثيراً جوهرياً على الصكوك أو على سير إنجاز المشروع وكذا عرض الإجراءات التي اتخذتها الجهة المستفيدة لمواجهة ذلك.

مادة (83 مكرر 4): التزام الجهة المستفيدة تجاه الممثل القانوني لجماعة حملة

الصكوك

على الجهة المستفيدة للصكوك إخطار ممثل جماعة مالكي الصكوك عن أي بيانات أو معلومات تؤثر تأثيراً جوهرياً على الصكوك أو على سير إنجاز المشروع وعن الإجراءات التي اتخذها لمواجهة ذلك، على أن يتم الإفصاح خلال ثلاثة أيام عمل من تاريخ توافر المعلومة.

وتتحمل الجهة المستفيدة نفقات الاجتماع والدعوة إليه وما يتقرر من مكافأة للممثل القانوني، وذلك ما لم تتضمن نشرة الإصدار تحديد أسلوب آخر لتحمل نفقات اجتماعات جماعة مالكي الصكوك ومكافآت ممثليها.

مادة (83 مكرر 5):

تسري الأحكام المنظمة لحملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى الواردة بهذا الفصل، فيما لم يرد بشأنه نص خاص في المواد المنظمة لجماعة مالكي الصكوك

(ملحق رقم (2) قواعد جماعة حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق

المالية الأخرى)

4-الإعفاءات الضريبية

تعفى من الضريبة على القيمة المضافة، ومن جميع الضرائب والرسوم أيّاً كان نوعها كافة التصرفات التي تتم على الأصول فيما بين الجهة المستفيدة وبين شركة التصكيك شريطة عدم التصرف في هذه الأصول للغير أو تغيير هيكل ملكية شركة التصكيك

ويشمل هذا الإعفاء ما يلي:

- التصرفات العقارية وتسجيل العقارات اللازمة لنقل ملكية الأصول العقارية التي تتم بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك سواء عند إصدار الصكوك أو عند إعادتها للجهة المصدرة في نهاية مدة الإصدار .

-تسجيل الموجودات والأصول والمنافع التي تتم بين الجهة المستفيدة وشركة التصكيك سواء عند إصدار الصكوك أو إعادتها للجهة المستفيدة في نهاية مدة الإصدار .

وتسري على توزيعات العائد أو الأرباح المقررة لحملة الصكوك وعلى ناتج التعامل على الصكوك المعاملة الضريبية المقررة لسندات الشركات.¹

¹ م 14 مكرر 19 ، قانون 95 لسنة 1992.

الخطوة الرابعة عشر	مرحلة مابعد الإصدار 1-الالتزامات الدورية لشركة التصكيك 2-الافصاحات

1-الالتزامات الدورية لشركات التصكيك

تؤدي شركه التصكيك دوراً مهماً أثناء حياة الصك، وتتمثل أهم تلك الالتزامات فيما يلي¹

- أن تصدر القوائم المالية للنشاط أو المشروع وفقاً لمعايير المحاسبة المنصوص عليها في هذا القانون، وتتم مراجعتها وفقاً لمعايير المراجعة المنصوص عليها في هذا القانون.
- إخطار الهيئة بالقوائم المالية السنوية للشركة وتقرير مراقب الحسابات قبل شهر من التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العامة للشركة، وللهيئة فحص الوثائق المشار إليها وإبلاغ الشركة بملاحظاتهما (حال وجودها) وتطلب إعادة النظر في الوثائق المشار إليها بما يتفق مع نتائج الفحص، فإذا لم تستجب الشركة لذلك التزمت عند نشر القوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات بأن ترفق بهما ملاحظات الهيئة .
- اصدار تقرير دوري إلى كلٍ من الهيئة وجماعة حملة الصكوك تفصح فيه عن جودة الأصول المصككة.
- إخطار ممثل جماعة مالكي الصكوك عن أية بيانات أو معلومات تؤثر تأثيراً جوهرياً في الصكوك أو في سير إنجاز المشروع وعن

¹ قرار مجلس اداره الهيئة رقم 176 / 2018، المادة الثانية.

الإجراءات التي اتخذتها لمواجهة ذلك، على أن يتم الإفصاح خلال ثلاثة أيام عمل.

• تلتزم شركة التصكيك بإخطار الهيئة (افصاحات خلال عمر الصك) بما يلي:

- أي تغيير في أطراف عملية التصكيك، أو في أي بند من بنود عقد الإصدار.
- تقرير ربع سنوي عن متابعة الاستثمارات واستخدامها في الأغراض التي صدرت من أجلها.

" تلتزم شركات التصكيك والجهات المستفيدة من حصيلة الصكوك لدي اعدادها وعرضها للقوائم المالية بمعايير المحاسبة المصرية. ويتم مراجعتها طبقا لمعايير المراجعة المصرية والفحص المحدود مع الاسترشاد بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بما لا يتعارض مع معايير المحاسبة المصرية".

وتكون الجهة المصدرة مسئولة عن صحة المستندات والبيانات والإقرارات المقدمة للهيئة، وكذلك عن المعلومات الواردة في نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات ودقتها وشمولها، وآية معلومات أو بيانات أخرى يتم الإفصاح عنها، وتكون ذات علاقة بعملية الإصدار.

2-افصاحات مابعد الاصدار¹

متطلبات الإفصاح للجهة المستفيدة: مادة (16 مكرر 2):

تلتزم الجهة المستفيدة بإخطار الهيئة بما يلي:

- نشر ملخص واف لتقرير مجلس الإدارة وللقوائم المالية السنوية وربع السنوية والايضاحات المتممة لها وفقاً لمعايير المحاسبة التي يحددها مجلس الإدارة ووفقاً لمعايير المراجعة المصرية.
- أي تعديلات على التعاقدات والتعهدات بنشرة الاكتتاب او مذكرة المعلومات لإصدار الصكوك.
- أي حدث يترتب عليه معلومات جوهرية من شأنها أن تؤثر على تداول الصكوك أو على سعرها أو على مقدرة الجهة المستفيدة على الوفاء بالتزاماتها وذلك فور علم تلك الجهة بتلك الواقعة أو المعلومات.
- الأحكام القضائية أو أحكام التحكيم الصادرة في أي مرحلة من مراحل التقاضي والتي تؤثر في مركز الشركة المالي أو في حقوق مالكي الصكوك أو على القرار الاستثماري للمتعاملين.
- القرارات الجوهرية التي تصدر عن جماعة مالكي الصكوك وأي تعديلات في بيانات نشرة الطرح.
- شهادة حديثة بالتصنيف الائتماني تقدم خلال 90 يوم من نهاية السنة المالية وتجدد سنوياً خلال أجل الصك.

¹ مكرر 2، 3، 4، 5 - اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.

- القرارات الصادرة بعدم سداد أي جزء من الربح المستحق لمالكي الصكوك.
 - أي إصدار جديد لأسهم أو سندات دين أو صكوك تقرر الجهة المصدرة القيام به وعلى الأخص أية ضمانات متعلقة بهذا الإصدار الجديد.
 - أي تغيير يطرأ على مستندات التأسيس للجهة المستفيدة.
 - أي تغيير بالنسبة لرأس مال المصدر أو المرخص به للجهة المستفيدة.
 - أي قرار بتغيير طبيعة غرض ونشاط الجهة المستفيدة.
 - أي تغيير في عضوية مجلس إدارة الجهة المستفيدة أو مديريها.
 - أي تغيير في مراقبي حساباتها.
 - أي تغيير في هيكل الملكية.
 - حالات تعارض المصالح وأوجه تجنبها.
- كما يجب إخطار الهيئة؛ والبورصة -حال كون الصكوك مطروحة في اكتتاب عام للتداول-بالأمور التالية فور وقوعها أو علمها بها:
- أ) قيام الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أي من شركاتها التابعة بتقديم طلب بشأن حلها أو بشأن تعيين مصفٍ لها.
- ب) صدور حكم بحل أو تصفية الجهة المستفيدة.

ج) اتخاذ الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أية شركة تابعة لها قراراً بحلها.

د) انقضاء أجل الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أي من شركاتها التابعة.

هـ) قيام أي مرتهن بحيازة أو وضع اليد على أو بيع جزء من موجودات الجهة

المستفيدة تزيد قيمته الإجمالية عن 10% من القيمة الدفترية لصافي تلك

الموجودات.

وذلك دون الإخلال بأي التزام بمتطلبات الإفصاح الواردة بقواعد قي وشطب

الأوراق المالية للصكوك المقيدة بداول البورصة.

وللهيئة أو البورصة طلب أي إفصاحات أخرى.

التزامات الإفصاح لشركة التصكيك:

تلتزم شركة التصكيك بإخطار الهيئة بما يلي:

- أي تغيير في أطراف عملية التصكيك، أو في أي بند من بنود عقد الإصدار.
- تقرير ربع سنوي عن متابعة الاستثمارات واستخدامها في الأغراض التي صدرت من أجلها.

- تواريخ توزيع عائد الصكوك.

التزامات الإفصاح لوكيل السداد:

يجب أن يعد وكيل السداد تقريراً شهرياً بشأن عائد المشروعات المستثمر بها

الصكوك، وعليه إخطار الهيئة وحملة الصكوك أو من يمثلهم بالتقرير مرفقاً به تقرير مراقب الحسابات.

ويجب أن يتضمن التقرير الشهري ما يأتي:

- (أ) المبالغ التي تم تحصيلها في فترة المعد عنها التقرير.
- (ب) ما تم سداؤه من مستحقات حملة الصكوك.
- (ج) العمولات والمصروفات التي تم خصمها.
- (د) فائض الأموال المودعة لديه ومجالات استثماره وفقاً لنشرة الاكتتاب.
- (هـ) حالات التأخير أو الامتناع عن السداد والإجراءات التي تمت بشأنها.
- (و) كل ما يؤثر على جودة الضمانات المتصلة بالحقوق المحالة تأثيراً جوهرياً.
- (ز) أي تغيير بشأن الاتفاق مع أمين الحفظ أو الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة.

التزامات لجنة الرقابة الشرعية (حال إصدار صكوك متوافقة مع الشريعة الإسلامية):

الالتزام بإعداد تقارير دورية كل ثلاثة أشهر من تاريخ إصدار الصك وحتى تمام

سداؤه

الخطوة الخامسة عشر	انتهاء عمر الصك

وفيها يتم بيع موجودات أو أصول الصكوك وتوزيع الحصيلة على مالكي الصكوك في نهاية مدة الصك.

وتلتزم الجهة المستفيدة بأداء ناتج قيمة الصكوك في نهاية أجلها لمالكيها وتتعهد بشراء موجوداتها القائمة في نهاية مدة الصكوك.

ويجوز التعهد بشراء الموجودات قبل نهاية مدة الصكوك، وتحدد هذه القيمة وفقاً للضوابط التي تتضمنها نشرة الاكتتاب.¹

¹ م 16 مكرر 9- اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.

الفصل السابع

قواعد خاصة بعملية التصكيك

المبحث الاول: قواعد خاصة بالصكوك قصيرة الأجل والصكوك الخضراء

وفقا للمادة (35 مكرر 2): يجوز للجمعية العامة العادية تفويض مجلس ادارة الشركة في إصدار سندات وصكوك للتمويل والأوراق المالية الأخرى قصيرة الأجل (أدوات دين قصيرة الأجل) لمدة لا تتجاوز سنتين سواء للإصدار المنفرد أو برنامج الاصدارات، وفقاً للقواعد والاجراءات التي يضعها مجلس ادارة الهيئة في شأن طرحها في اکتتاب عام أو خاص.

كما نصت المادة (35 مكرر 3) علي أنه مع عدم الاخلال بالأحكام المنظمة لإصدار السندات في قانون سوق رأس المال وهذه اللائحة، يجوز إصدار سندات وصكوك تمويل خضراء تخصص حصيلتها لتمويل وإعادة تمويل المشروعات الخضراء الصديقة للبيئة.

ويصدر مجلس إدارة الهيئة قواعد وإجراءات اصدار السندات الخضراء، على أن يتضمن:

مفهومها، وأنواعها (ومن بينها سندات التوريق الخضراء)، وإجراءات إصدارها، الجهات المسموح لهم بإصدارها، والتزامات مصدريها، وتصنيفها الائتماني، ونماذج لأنواع المشروعات الخضراء، والتزامات مصدري السندات الخضراء، والاشتراطات الواجب توافرها في المستشارين والمؤسسات المستقلة من ذوي الخبرة في المعايير البيئية وقيدهم في السجل المعد لهذا الغرض من قبل الهيئة بالتشاور مع وزارة شؤون البيئة.

وبناء عليه يتم اصدار صكوك وفقاً لاحكام الشريعة الاسلامية مع الالتزام بالضوابط الفنية للاصدار بما لايتعارض مع تلك الأحكام.

المبحث الثاني: التعامل في أكثر من إصدار لشركة التصكيك

في إطار ما نص عليه قانون سوق المال المصري (مادة 14 مكرر 5) على أنه "يجوز لشركة التصكيك ان تتعامل في أكثر من إصدار صك واحد حتى تمام سداده، بشرط أن يرخص بذلك من مجلس إدارة الهيئة وفقاً للضوابط التي يضعها في هذا الشأن. الخ".

اخذاً في الاعتبار ما يوصي به النظام المالي العالمي من تطوير مخاطر الأدوات المالية المستحدثة وفقاً لمنهج Risk-based approach.

تم وضع ضوابط قيام شركة التصكيك بإصدار والتعامل في أكثر من صك بناء على الحالة المثيلة بإصدار أكثر من إصدار لشركة التوريد استناداً إلى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 55 لسنة 2014 والصادر بشأن القواعد والإجراءات المنظمة لإحالة أكثر من محفظة توريد واحدة إلى شركة التوريد وقيام الشركات المساهمة من غير شركات التوريد بأكثر من إصدار لسندات التوريد، فضلاً عن اخذ في الاعتبار طبيعة التصكيك

وعلى شركات التصكيك الرغبة في ان تتعامل في أكثر من إصدار صك واحد الالتزام بالضوابط والاحكام التالية:

- أن يكون رأس المال المصدر مدفوعاً بالكامل عند كل إصدار.
- تقديم تعهد بإمساك حسابات مستقلة لكل إصدار بما يترتب عليه اقتصار حقوق حملة كل إصدار من الصكوك على الأصول المرتبطة بالإصدار.
- تقديم إقرار من مراقب حسابات شركة التصكيك بتوافر الإمكانات التي تؤهل شركة التصكيك من إمساك حسابات مستقلة لكل إصدار.

- تعهد وكيل السداد بإمساك حسابات مستقلة لكل اصدار وذلك في حالة تعيين شركة التصكيك نفس وكيل السداد لأكثر من اصدار .
- تقديم شركة التصكيك بيان بحسن أداء الإصدارات السابقة موضح به موقف سداد عوائد الصك واستهلاكه على ان يعتمد البيان من مراقب حسابات شركة التصكيك ووكيل السداد المعين للإصدار .
- لا يجوز لشركة التصكيك القيام بإصدار أكثر من صك لذات الجهة المستفيدة (أو أطرافها التابعة) الا بعد التقدم بملخص فني لتلك الإصدارات للوقوف على ادائها .
- على شركة التصكيك -في حال وجود إصدارات سابقة - إضافة نبذة مختصرة بنشرة الاكتتاب عن تلك الإصدارات السابقة، على ان يحتوي الملخص على الأقل على بعض المعلومات مثل تاريخ الاصدار، موقف السداد والجهات المستفيدة لكل صك على حدا .
- ما يفيد قيام شركة التصكيك بسداد كافة الالتزامات والرسوم المستحقة لدى الهيئة وفقا للمادة 134 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992
- تقديم ما يفيد قيام شركة التصكيك سداد قيمة التأمين الواجب إيداعه لدى الهيئة عند اول ترخيص بمزاولة النشاط وفقا لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم 102 لسنة 2008

المبحث الثالث: برنامج إصدار الصكوك

تناولت اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 وقرارات مجلس الإدارة قواعد اصدار السندات او صكوك التمويل او أي أوراق مالية أخرى أوراق مالية على عدة دفعات ضمن برنامج إصدارات.

1. قواعد اللائحة التنفيذية لقانون 95 لسنة 1992:

• المادة 35 مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 والتي تنص على "يجوز للجمعية العامة الغير عادية للشركة المصدرة للسندات أو صكوك التمويل أو الجهة المختصة بذلك في غير الشركات بحسب الأحوال -أن تصدر موافقتها على القيمة الإجمالية للإصدار وان تفوض مجلس إدارتها في تنفيذه على عدة دفعات مع مراعاة الشروط الواردة بالمادة:"،

• الفقرة الثانية من المادة 315 مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم (95) لسنة 1992 والتي تنص على "وفي حالة قيام الشركة بتنفيذ برنامج إجمالي لإصدار سندات التوريد على عدة إصدارات يكون لحملة كل إصدار من السندات تكوين جماعة حملة سندات جديدة، أو الاشتراك في الجماعة القائمة والمشاركة في كافة أعمالها وقراراتها.

2. قرارات مجلس إدارة الهيئة:

- قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (54) لسنة 2014 بشأن القواعد والإجراءات المنظمة لطرح إصدار السندات على دفعات للشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وغيرها من الأشخاص الاعتبارية.
- قرار رقم (172) لسنة 2018 بشأن قواعد وإجراءات إصدار وطرح سندات قصيرة الأجل.

ومما سبق يتبين ان اصدار أوراق مالية على دفعات وفقا لبرنامج إصدارات قد تم تناوله وتنظيمه للسندات وصكوك التمويل او أوراق مالية أخرى.

الإطار القانوني لقواعد اصدار الصكوك على دفعات ضمن برنامج الاصدار :

نصت الفقرة الثالثة من المادة 70 من اللائحة التنفيذية لقانون 95 لسنة 1992 تنص على " في حالة اصدار سندات أو صكوك تمويل أو أوراق مالية أخرى على دفعات في إطار برنامج إجمالي للإصدار، يكون لحملة كل دفعة من السندات أو صكوك التمويل أو الأوراق المالية الأخرى الاشتراك في الجماعة والمشاركة في كافة أعمالها أو قراراتها بنسبة ما يملكونه من سندات أو صكوك تمويل أو أوراق مالية أخرى إلى إجمالي رصيد السندات أو الصكوك أو الأوراق المالية الأخرى القائم في تاريخ الاشتراك في الجماعة".

وبالإشارة الي المادة رقم (13) من اللائحة التنفيذية من قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 والتي نصت في فقرتها الأخيرة على "يضع مجلس إدارة الهيئة الشروط والضوابط الخاصة بقيام الجهة المستفيدة بإصدار الصكوك بذاتها لتمويل مشروعاتها" بوجه عام سواء كانت تصدرها بنفسها او من خلال شركة تصكيك. وبناءً عليه وضع أطر لتنظيم قيام الجهة المستفيدة او المصدرة بإصدار صكوك من خلال برنامج إصدارات للصكوك.

وبناء عليه يجوز وضع برنامج لطرح الصكوك في عدة إصدارات من خلال نشرة اصدار واحدة تغطي العدد الإجمالي للصكوك المزمع إصدارها ويجب على الجهة المستفيدة او المصدرة في هذه الحالة الالتزام بما يلي:

- تضمين نشرة الإصدار تفاصيل عن برنامج الإصدار .
- اعداد بيان إضافي لكل اصدار يبين تفاصيل وشروط كل اصدار .
- استيفاء النموذج الارشادي لنشرات الإصدار اللاحقة عن الإصدار الأول الذي

يتضمن :

- التحديثات على النشرة الأساسية.

- شروط الإصدار.

- شروط وإجراءات الاكتتاب.

- أي إفصاحات تراها الهيئة.

• تحديد مدة البرنامج على الا تزيد عن عامين ميلادين من تاريخ موافقة الهيئة

على البرنامج، ويمكن مد هذه الفترة بعد موافقة الهيئة.

• علي الجهات المستفيدة من التمويل الناتج عن التصيک الالتزام في اصدار

الصكوك اللاحقة الصادرة وفقا للبرنامج المنفذ بالضوابط التالية:-

✓ تقديم تقرير عن مدي التزام الجهة بالخطة المطروحة وفقاً لدراسة جدوي

المشروع السابق تقديمها للهيئة متضمنة ماتم إنجازه بالفعل من حصيلة

إصدارات الدفعات السابق'.

✓ تقديم بيان مرفق به تقرير من مراقب حسابات الجهة بمدي الالتزام بسداد قيمة

الدفعات السابقة وعوائدها في المواعيد المقررة لذلك.

✓ موافاة الهيئة بأي تغيير في البيانات او المعلومات الصادرة بناء عليها موافقة

الهيئة علس الأصدار.

وفي حالة انتهاء فترة البرنامج دون تغطيتها بالكامل كما كان مخطط له فتقدم الجهة

المستفيدة أسباب عدم التغطية. وكذلك في حالة اختيار الشركة ايقاف البرنامج قبل

تاريخ انتهائه الفعلي فتقدم الجهة المستفيدة إلى الهيئة أسباب الإيقاف المبكر للبرنامج.

**المبحث الرابع : شروط اصدار الشركة المستفيدة بإصدار صكوك بنفسها (قرار
مجلس ادارة الهيئة رقم 50-2019)**

يجوز للجهات المستفيدة من التمويل إصدار صكوك بذاتها بعد استيفاء الشروط الآتية:

- 1- موافقه لجنة الرقابة الشرعية المركزية على الإصدار، على أن يتم تقييم كل إصدار على حدة إذا أصدرت الجهة المستفيدة أكثر من إصدار للصكوك.
 - 2- أن يتولى الإصدار طرف مستقل توافق عليه الهيئة، للقيام بالمهام الرئيسية لإصدار الصكوك ومتابعة الإصدار حتى انتهاء أجله، وعليه بذل عناية الرجل الحريص للحفاظ على حقوق مالكي الصكوك.
- ويقوم الطرف المستقل بإبرام عقد مع الجهة المستفيدة من إصدار الصكوك يوضح الحقوق والالتزامات الخاصة بكل منهما، على أن تتضمن مهامه على الأقل ما يلي:
- (أ) متابعة قيام الجهة المصدرة بتوزيع عوائد الصكوك وأداء القيمة الاستردادية للصكوك بالتواريخ المحددة لذلك في نشرة الإصدار.
 - (ب) دعوة جماعة مالكي الصكوك للاجتماع كلما كان ذلك ضرورياً أو بناءً على طلب مكتوب من مالكي الصكوك لا يقل نسبة صكوكهم الاسمية عن 10% من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار.
 - (ج) حضور اجتماعات الجهة المصدرة للصكوك واجتماعات جماعة مالكي الصكوك.
 - (د) مراقبة أي تجاوز أو تقصير أو تصرف يخالف شروط وأحكام نشرة الإصدار أو أي مخالفة لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية وإبلاغ جماعة مالكي الصكوك بذلك.

(هـ) تقديم تقرير للهيئة مرفق به تقرير مراقب حسابات من بين مراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة بمدي توافر النظام المحاسبي والدورة المستقبلية لإدارة عملية التصكيك التي تتناسب مع عمليات التصكيك.

(و) تحديد وكيل السداد للجهة المستفيدة.

3- أن يكون للمشروع الذي يتم إصدار الصكوك لتمويله ذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية للجهة المصدرة، على أن تكون هذه الجهة مسئولة عن التزامات المشروع في حدود مساهمتها في رأسماله.

4- أن تقدم الجهة المستفيدة خطتها المستقبلية خلال مدة الصك على أن تتضمن أهدافها الاستراتيجية وفرص النمو والمشاركة الاجتماعية الإضافية التي سيحققها المشروع.

5- تقديم تقرير إفصاح ربع سنوي من مجلس إدارة الجهة المستفيدة حال قيد الصكوك بالبورصة موضحاً به أهم المؤشرات في مشروع التصكيك مقارنة بالخطة المستقبلية وفقاً لنشرة الإصدار وأي أحداث جوهرية مؤثرة في عملية التصكيك.

وفي جميع الأحوال، يجوز أن يتضمن قرار السلطة المختصة بالجهة المصدرة عند الموافقة على إصدار الصكوك منح المساهمين حقوق الأولوية للاكتتاب في الصكوك.

6- و يشترط حال كون الجهة المستفيدة من التمويل، إحدى الهيئات أو الأشخاص الاعتبارية العامة، أن يتولى مراقبة حسابات المشروع، الجهاز المركزي للمحاسبات، إضافة إلى مراقب حسابات من بين مراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة تختاره وزارة المالية.

ومع مراعاة المتطلبات الواردة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (176) لسنة 2018 بشأن متطلبات تأسيس وترخيص شركات التصكيك، إذا كان

إصدار الهيئات أو الأشخاص الاعتبارية العامة للصكوك من خلال شركة تصكيك، فيجب أن يكون رأس مال شركة التصكيك مملوكاً بالكامل لبنوك القطاع العام أو شركات القطاع العام أو قطاع الأعمال العام أو غيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة.

7-و يجوز لشركات المساهمة إصدار صكوك بذاتها في حالات الطرح الخاص فقط، على أن يكون من ضمن مؤسسيها هيئات عامة أو بنوك، وألا تقل مساهمة تلك الجهات في رأس مالها عن النصف.

التزامات الجاهه المستفيدة والطرف المستقل

تلتزم كل من الجاهه المستفيدة من التمويل والطرف المستقل بما يلي:

- إعداد القوائم المالية السنوية والدورية لكل من الجاهه المستفيدة والطرف المستقل مصدقاً عليها من السلطة المختصة والمعدة وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية، على أن يُرفق بها تقرير مراقب الحسابات المعد وفقاً لمعايير المراجعة المصرية.
- إصدار تقرير دوري إلى كل من الهيئة وجماعة مالكي الصكوك يتم الإفصاح فيه عن جودة الأصول المصككة.
- تجديد التصنيف الائتماني للأصل أو محفظة الأصول من إحدى شركات التصنيف الائتماني التي تعتمد بها الهيئة.
- الإفصاح الفوري عن أي حدث جوهري من شأنه التأثير على التدفقات النقدية للأصل أو العوائد المستحقة لمالكي الصكوك.
- قيام الجاهه المستفيدة بتحديد الأصول المرتبطة بإصدار الصكوك، ويتم وضع قيد في عقد الإصدار يتضمن أن هذه الأصول تهدف فقط لإصدار الصكوك، وأنه لا يجوز لها أو لأي طرف من أطراف تلك العلاقة التعاقدية بالتصرف في تلك الأصول عن طريق البيع أو الرهن أو نقل الملكية أو بأي صورة من صور التصرف الأخرى.

المبحث الخامس: دور الطرف المستقل وقيدده بالسجل المعد بالهيئة¹

صدر قرار مجلس إداره الهيئة رقم 50 لسنة 2019 والقرار رقم 99 لسنة 2020 لتنظيم بعض الاحكام والقواعد بشأن اصدار الصكوك.

وقد تضمن القرار 50 لسنة 2019 حاله اصدار الجهة المستفيدة لإصدار صكوك بنفسها ان تعين طرف مستقل لمتابعه الالتزامات المترتبة على اصدار الصكوك.

كما تضمن القرار رقم 99 لسنة 2020 حاله اصدار الصكوك من خلال شركه تصكيك لا تتوافر فيها شروط الاستقلالية، وقد تضمن القرار ضرورة تطبيق طرف مستقل للوفاء بالالتزامات المترتبة على اصدار الصكوك، وقد أجاز القرار ان يكون الطرف المستقل وكيل السداد أو أي طرف مستقل آخر توافق عليه الهيئة.

أولاً: مهام الطرف المستقل

وتتمثل مهام الطرف المستقل وفقاً للقرار 50 لسنة 2019 على الوجه التالي

1-الالتزامات الرئيسية

■ متابعة قيام الشركة المصدرة بتوزيع عوائد الصكوك وأداء القيمة الاستردادية للصكوك بالتواريخ المحددة لذلك في نشرة الإصدار.

¹ قرار مجلس إداره الهيئة رقم 120/2020

■ حضور اجتماعات الشركة المصدرة واجتماعات جماعة مالكي الصكوك.

■ مراقبة أي تعد أو تقصير أو تصرف يخالف شروط واحكام نشرة الإصدار أو أي مخالفة لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية وإبلاغ جماعة مالكي الصكوك.

■ دعوة جماعة حملة الصكوك للاجتماع كلما كان ذلك ضروريا أو بناء علي طلب مكتوب من مالكي الصكوك لا يقل مجموع قيمة صكوكهم الاسمية عن 10% من اجمالي القيمة الاسمية للإصدار.

■ تقديم تقرير للهيئة معتمد من مراقب الحسابات بمدي توافر النظام المحاسبي والدورة المسندية لإدارة عملية التصكيك التي تتناسب مع عمليات التصكيك.

■ تحديد وكيل السداد للجهة المستفيدة.

2-الالتزامات المشتركة للطرف المستقل مع الجهة المستفيدة:

■ تقديم القوائم المالية السنوية والدورية للجهة المستفيدة مصدقا عليها من قبل السلطة المختصة والمعدة وفقا لمعايير المحاسبة المصرية، ومرفقا بها تقرير مراقب الحسابات المعد وفقا لمعايير المراجعة المصرية.

■ إصدار تقرير دوري الي كلا من الهيئة وجماعة مالكي الصكوك تفصح فيه عن جودة الاصول المصككة على ان يتضمن

التقرير تجديدا للتصنيف الائتماني للأصل او محفظة الأصول من قبل شركة التصنيف.

■ الالتزام بالإفصاح الفوري عن اي حدث جوهري من شأنه ان يؤثر على التدفقات النقدية للأصل او العوائد المستحقة مالكي الصكوك.

■ الالتزام بقيام الجهة المستفيدة بتحديد الأصول المرتبطة بإصدار الصكوك، ويتم وضع قيد في عقد الاصدار يتضمن ان هذه الأصول هي لهدف اصدار الصكوك ولا يجوز او يحق لها او لأي طرف من أطراف تلك العلاقة التعاقدية بالتصرف في تلك الأصول عن طريق البيع، الرهن، نقل الملكية او اي من صور التصرف الأخرى الا في بعض الحالات وبشرط موافقة الهيئة في كل الاحوال.

كما أورد القرار 99 لسنة 2019 والخاص بتعديل القرار 176 لسنة 2018 مهام للطرف المستقل تتمثل فيما يلي: -

1-الالتزامات الرئيسية

- متابعة قيام الجهة المصدرة بتوزيع عوائد الصكوك وأداء القيمة الاستردادية للصكوك بالتواريخ المحددة لذلك في نشرة الإصدار.
- متابعه التزامات شركه التصكيك الواردة بمذكره المعلومات وفقا لأحكام القانون 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية.

- دعوة جماعة مالكي الصكوك للاجتماع كلما كان ذلك ضرورياً أو بناءً على طلب مكتوب من مالكي الصكوك لا يقل نسبة صكوكهم الاسمية عن 10% من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار.
- حضور اجتماعات الجهة المصدرة للصكوك واجتماعات جماعة مالكي الصكوك.
- مراقبة أي تجاوز أو تقصير أو تصرف يخالف شروط وأحكام نشرة الإصدار أو أي مخالفة لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية وإبلاغ جماعة مالكي الصكوك بذلك.
- تقديم تقرير للهيئة مرفق به تقرير مراقب حسابات من بين مراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة بمدي توافر النظام المحاسبي والدورة المستندية لإدارة عملية التصكيك التي تتناسب مع عمليات التصكيك.

2-الالتزامات المشتركة بين شركه التصكيك ووكيل السداد او الطرف المستقل:

- إصدار تقرير دوري إلى كل من الهيئة وجماعة مالكي الصكوك يتم الإفصاح فيه عن جودة الأصول المصككة.
- تجديد التصنيف الائتماني للأصل أو محفظة الأصول من إحدى شركات التصنيف الائتماني التي تعتد بها الهيئة.
- الإفصاح الفوري عن أي حدث جوهري من شأنه التأثير على التدفقات النقدية للأصل أو العوائد المستحقة لمالكي الصكوك.
- الإفصاح الفوري عن أوجه تعارض المصالح واي بنود ترتبط به.

ثانياً: إنشاء سجل لقيد الطرف المستقل

ولتنظيم عمل قراري مجلس اداره الهيئه رقمي (50) لسنة 2019 و(99) لسنة 2020 المشار إليهما. صدر قرار مجلس أداره الهيئه رقم 120 / 2020 والذي نص علي إنشاء سجل بالهيئه لقيد الشركات والجهات الراغبة في أن تكون طرفاً مستقلاً في حالات إصدار الجهات المستفيدة من التمويل صكوكاً بذاتها أو في الحالات التي لا يتوافر فيها شرط الاستقلالية بين شركة التصكيك والجهات المستفيدة، وذلك على النحو المبين بقراري مجلس إدارة الهيئة .

1- شروط القيد

يشترط في طالب القيد بالسجل المشار إليها بالمادة الأولى من هذا القرار استيفاء الشروط الآتية:

- أن يكون أحد الأشخاص الاعتبارية أو أحد وكلاء السداد أو البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري، شريطة موافقة البنك المركزي على القيد بالنسبة للبنوك ووكلاء السداد.
- أن تتوافر لديه خبرة لا تقل ثلاث سنوات في مجال إصدار السندات أو الصكوك ومتابعة الالتزامات المرتبطة بهما.
- تقديم ما يفيد وجود عدد كاف من الأشخاص الذين لديهم الخبرة اللازمة للقيام بالمهام المنوطة بطالب القيد.
- تقديم تعهد بأن يكون مستقلاً عن شركة التصكيك أو الجهات المستفيدة من حصيلة إصدار الصكوك بحسب الأحوال.
- تقديم تعهد بإمسك حسابات مستقلة لكل إصدار في حال متابعته أكثر من إصدار.

- عدم صدور ثمة عقوبات جنائية ضده في أحد الجرائم المنصوص عليها في القوانين المنظمة للأنشطة المالية غير المصرفية أو قانون البنك المركزي خلال الثلاث سنوات سابقة على تقديم طلب القيد.
- عدم صور ثمة تدابير إدارية ضده من الهيئة أو الجهة الإدارية التابع لها باستثناء التنبيه خلال الستة أشهر السابقة على تقديم طلب القيد.

2- مستندات القيد

تلتزم الشركات والجهات الراغبة في القيد بالسجل بتقديم طلب للهيئة على النموذج المعد منها لهذا الغرض والذي يجب أن يتضمن على الأقل اسم طالب القيد وغرضه والأنشطة الرئيسية التي يزاولها وعنوانه وفروعه، على أن يرفق بالطلب المستندات الآتية:

أ- بالنسبة للشركات:

- عقد الشركة ونظامها الأساسي.
- مستخرج حديث من السجل التجاري للشركة.
- صورة من البطاقة الضريبية للشركة.
- هيكل الملكية موضحاً به نسبة ملكية المساهمين الذين تبلغ (5%) أو أكثر.
- موافقة البنك المركزي المصري إذا كان الراغب في القيد بالسجل بنك أو وكيل سداد.
- ما يفيد سداد مقابل فحص ودراسة طلب القيد بالسجل بواقع مبلغ عشرة آلاف جنيه.

ب- الأشخاص الاعتبارية الأخرى:

- سند الإنشاء أو التأسيس.
- ما يفيد سداد مقابل فحص ودراسة طلب القيد بالسجل بواقع مبلغ عشرة آلاف جنيه.

وتتولى الإدارة المختصة بالهيئة دراسة وفحص طلب القيد بالسجل وتقوم بإعداد مذكرة مشفوعة برأيها للعرض على اللجنة التي تشكل بالهيئة لهذا الغرض. وتبت اللجنة في

طلب القيد خلال ثلاثين يوماً على الأكثر من تاريخ تقديم الطلب مستوفياً الشروط والمستندات المطلوبة، على أن يعتمد قرار اللجنة من رئيس الهيئة.

3-تجديد القيد

تكون مدة القيد بالسجل ثلاث سنوات، ويجوز تجديده لمدد مماثلة. ويقدم طلب تجديد القيد بالسجل قبل انتهاء مدة القيد، وذلك على النموذج الذي تعده الهيئة لهذا الغرض، مرفقاً به ما يلي:

- ما يفيد استمرار توافر شروط القيد بالسجل.
 - تقرير عن أداء الطرف المستقل خلال الثلاث سنوات السابقة.
 - ما يفيد سداد مبلغ عشرة آلاف جنيه كمقابل خدمات لتجديد القيد بالسجل.
- وتسري في شأن دراسة وفحص طلب تجديد القيد بالسجل ذات الإجراءات الواردة بالمادة الرابعة من هذا القرار.

4-إشراف ورقابة الهيئة

وللهيئة الإشراف على مزاولة الطرف المستقل لأعماله ومهامه على النحو المبين بقراري مجلس إدارة الهيئة رقمي (50) لسنة 2019 و(99) لسنة 2020 المشار إليهما، ولها طلب البيانات والمستندات المتعلقة بمزاولة هذه الأعمال والمهام للتحقق من ممارستها وفقاً للقواعد المقررة في هذا الشأن. ويلتزم الطرف المستقل بموافاة الهيئة بتقرير ربع سنوي عن أعماله ومهامه على النحو المذكور.

وللهيئة أيضاً حال مخالفة الطرف المستقل لأحكام القيد وتجديده المبينة بهذا القرار أو الالتزامات والمهام الموكلة إليه على النحو الوارد بالقواعد السارية في هذا الشأن، اتخاذ أيّاً مما يلي:

- توجيه تنبيه بإزالة المخالفة خلال المدة والشروط المحددة في التنبيه.
- الوقف المؤقت للقيد بالسجل لمدة لا تجاوز سنة.
- شطب القيد من السجل.

المبحث السادس: تأسيس وترخيص شركة التصكيك¹

1- شروط التأسيس

يجب على الشركات الراغبة في الحصول على موافقة بتأسيس شركة التصكيك الالتزام بالشروط الآتية:

- أن تتخذ شكل شركة مساهمة مصرية.
- أن يقتصر نشاطها على مزاولة نشاط التصكيك.
- ألا يقل رأسمالها المصدر والمدفوع عن 10 ملايين جنيه مصري أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية.
- أن يكون من ضمن مؤسسيها أشخاص اعتبارية بنسبة لا تقل عن (50%) من رأسمال الشركة، على ألا تقل نسبة المؤسسات المالية عن (25%) من رأسمال الشركة، ويقصد بالمؤسسات المالية المعنى المنصوص عليه في القرار رقم (53) لسنة 2018 بشأن ضوابط منح الترخيص واستمراره وقواعد تملك أسهم الشركات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية.

2- إجراءات التأسيس

تقدم طلبات التأسيس إلى الهيئة على النموذج المعد لهذا الغرض مرفقاً به المستندات المبينة باللائحة التنفيذية لقانون سوق المال.

وتقيد الشركات الراغبة في التأسيس في السجل المعد لهذا الغرض وتعطى الهيئة مقدم الطلب إيصالاً يفيد تقديم الطلب وتاريخه ورقم قيده في السجل المشار إليه.

وتصدر الإدارة المختصة بالهيئة شهادة بقيد الشركة بالسجل المعد لهذا الغرض خلال خمسة أيام عمل من تاريخ اعتماد رئيس الهيئة.

¹ قرار مجلس اداره الهيئة العامه للرقابة المالية رقم 167 لسنة 2018

3- الشروط اللازمة للحصول على الترخيص ومعايير الخبرة والكفاءة المهنية

المطلوب توافرها في أعضاء مجلس إدارة الشركة

يجب على الشركات الراغبة في الحصول على ترخيص بمزاولة نشاط التصكيك الالتزام بالشروط الآتية:

- أن يكون للشركة مقر مستقل مخصص لمزاولة النشاط وأن يتوافر به التجهيزات والبنية التكنولوجية وأنظمة المعلومات اللازمة لممارسة النشاط.
- ألا يكون قد صدر حكم بعقوبة جنائية أو جنحة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة أو في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة، أو الحكم بإشهار الإفلاس لأي من أعضاء مجلس إدارة الشركة أو مديريها أو مساهميها الذين تزيد مساهمتهم على (10%) من رأس مالها خلال الخمس سنوات السابقة على طلب الترخيص ما لم يكن قد رُد إليه اعتباره.
- ألا يكون أحد أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين للشركة عضواً في مجلس إدارة أو مدير تنفيذي لشركة تتزاول ذات النشاط.
- ألا يكون لأحد أعضاء مجلس الإدارة مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في العقود أو المشروعات التي تكون الشركة طرف فيها.
- أن يكون رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي حاصلاً على إحدى الشهادات المهنية المحلية أو الدولية المرتبطة بمجالات التمويل أو الاستثمار أو إدارة الأعمال والتي تعنتد بها الهيئة.
- أن يتوافر في أغلبية أعضاء مجلس الإدارة بمن فيهم رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال إصدار وطرح الأوراق المالية المختلفة، وتخفيض هذه المدة إلى سنتين لمن اجتازوا الدورات التدريبية في مجال أسواق الأوراق المالية التي تعتمدها الهيئة.

- أن يتوافر في المديرين التنفيذيين للشركة خبرة لا تقل عن سنتين في مجال إصدارات الأسهم وطروحات الأوراق المالية المختلفة.
- أن يتوافر عدد كاف من العاملين بمؤهلات علمية وخبرات مهنية تتناسب مع المسؤوليات والمهام الموكلة إليهم في الوظائف المهنية المختلفة بحيث لا تقل الخبرة عن سنة في مجالات العمل المصرفي أو الشركات التي تمارس أعمالها في التمويل وأسواق الأوراق المالية وإدارات المؤسسات المالية بشكل عام.
- أن يجتاز رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي للشرطة وكذا مديري الإدارات المختصة المقابلة الشخصية بالهيئة.

4- إجراءات التقدم بطلب الترخيص

تقوم الشركة طالبة الترخيص باستيفاء نموذج طلب الترخيص المعد لهذا الغرض من الهيئة مرفقاً به المستندات الآتية:

- صحيفة الشركات المنشور بها العقد الابتدائي والنظام الأساسي للشركة.
- شهادة بقيد الشركة بالسجل التجاري وتاريخ القيد ورقمه ومكانه.
- صورة من عقد الملكية الخاص بمقر الشركة أو من عقد الإيجار مثبت التاريخ.
- إقرار موقع من رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي بتجهيز مقر الشركة بالأجهزة والمعدات اللازمة لمزاولة النشاط.
- إقرار من رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي يفيد بأنه لم يطرأ أية تغييرات على البيانات والمستندات التي تم على أساسها تأسيس الشركة.
- بيان بأعضاء مجلس إدارة الشركة بصفاتهم والاختصاصات الموكلة إليهم بمن فيهم رئيس المجلس والرئيس التنفيذي والأعضاء المستقلين.
- إقرارات من السادة أعضاء مجلس الإدارة بقبولهم التعيين في عضوية مجلس إدارة الشركة.

- بيان بالمساهمات التي تمثل نسبة (10%) على الأقل في أية مؤسسات مالية أخرى عاملة في مصر والمملوكة للمؤسسين أو المساهمين الذين تزيد نسبة ملكيتهم عن (10%) من أسهم الشركة.
- صورة من شهادة المؤهل العلمي والشهادات المهنية وبيان بالخبرة العملية لكل من رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي ومديري الإدارات المختصة.
- إقرار موقع من الرئيس التنفيذي بأنه مسئول مسئولية كاملة عن إدارة الشركة وكذا ما يفيد تفرغه الكامل لمهام الإدارة.
- إقرارات من رئيسو أعضاء مجلس الإدارة والمديرين الذين تزيد نسبة مساهمتهم على (10%) من رأس مالها بأنه لم يصدر حكم بعقوبة جنائية أو بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة أو في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الأنشطة المالية غير المصرفية، أو الحكم بإشهار الإفلاس لأي من أعضاء مجلس إدارة الشركة أو مديريها خلال الخمس سنوات السابقة على تقديم طلب الترخيص ما لم يكن قد رد إليه اعتباره أو نفذ عقوبة ومضى على تنفيذها ثلاث سنوات أو ثبت تكرار اتهامه بارتكاب مخالفات جسيمة لأحد القوانين المنظمة للأنشطة المالية غير المصرفية خلال آخر ثلاث سنوات ما لم يقض ببراءته. ويجوز لغير المصريين تقديم ما يقوم مقام الإقرار معتمداً من الجهة المختصة ببلده ومصدقاً عليها من وزارة الخارجية المصرية أو إحدى قنصليات جمهورية مصر العربية في تلك البلاد.

5-القيّد في سجل الهيئة

- تقيد الشركات التي يرخص لها بمزاولة نشاط التصكيك بالسجل المعد لدى الهيئة لهذا الغرض، ويتضمن القيد كافة البيانات المتعلقة بالشركة وعلى الأخص ما يلي:
- تاريخ الموافقة على التأسيس.

- رقم وتاريخ ومكان القيد في السجل التجاري.
- رقم ترخيص الشركة.
- النشاط المرخص به.
- اسم الرئيس التنفيذي.
- عنوان المركز الرئيسي.
- بيانات رأس المال المرخص به والمصدر والمدفوع.
- فروع الشركة (إن وجدت).
- البريد الإلكتروني.

6-التزامات شركة التصكيك

تلتزم شركة التصكيك بما يلي:

- أن يكون لها مقر داخل جمهورية مصر العربية.
- أن تكون مستقلة عن الجهة المستفيدة أو أي من أطرافها المرتبطة بما لا يؤدي إلى تعارض المصالح.
- أن تبذل عناية الرجل الحريص عند تحديد الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروعات التي تمتلكها نيابة عن مالكي الصكوك.
- أن تزود الهيئة بعنوان مركزها الرئيسي وأرقام هواتفها، وأسماء أعضاء مجلس إدارتها والمديرين التنفيذيين ومن يمثلها قانوناً أمام الهيئة، وفي حالة وجود أي تغيير في تلك المعلومات تلتزم الشركة بإخطار الهيئة بهذا التغيير خلال شهر على الأكثر.
- أن تتضمن العقود التي تبرمها مع الغير وجميع المطبوعات الصادرة عنها، عنوانها واسمها التجاري ورقم الترخيص الصادر عن الهيئة.
- أن يكون لديها نظام محاسبي ودورة مستندية تتلاءم مع غرض الشركة ومهامها.

• أن تبرم عقداً أو اتفاقاً موثقاً مع الجهة المستفيدة من إصدار الصكوك وفقاً للبند (2) من المادة السابقة.

• أن ينص عقد الإصدار صراحة على الالتزامات التي تقع على عاتق حملة الصكوك، والذي قد يلتزم بموجبه المصدر بدفع هذه المبالغ نيابة عن حملة الصكوك.

• أن تقوم بوضع قيد في عقد الإصدار - عند نقل ملكية الأصول أو المنافع أو المشروعات من الجهة المستفيدة لها - يتضمن أن تلك الأصول أو المنافع أو المشروعات تهدف فقط لإصدار الصكوك ولا يجوز لها أو لأي طرف من أطراف تلك العلاقة التعاقدية التصرف في تلك الأصول عن طريق البيع، الرهن، نقل الملكية أو أي من صور التصرف الأخرى. وتعود ملكية الصكوك للجهة المستفيدة بعد الحصول على الموافقة المسبقة للهيئة في الحالات التالية: أ- عدم موافقة الهيئة على نشرة الإصدار مما قد يضر أو يخل باستقرار السوق أو مصالح المستثمرين المرتقبين أو عدم اكتمال أو تغطية عملية إصدار الصكوك. وفي كل الأحوال يسترد المكتتبين بالكامل جميع المبالغ التي قد قاموا بسدادها وذلك خلال يومين عمل من التاريخ المحدد لانتهاؤ مدة تغطية الاكتتاب أو الطرح وحدث عدم التغطية، وخلال المدة التي تحددها نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات في غيرها من حالات عدم اكتمال عملية الإصدار.

ب- الاسترداد المبكر للصكوك.

ج- التصفية الاختيارية للمشروع أو الأصل المصكك بشرط موافقة جماعة مالكي الصكوك.

د- الاسترداد النهائي للصك.

- أن تقدم الشركة للهيئة إقرار بإعداد عقد ملكية الأصول أو المنافع أو المشروعات من الجهة المستفيدة إلى الشركة وفقاً للأحكام والقواعد المنصوص عليها بقانون سوق المال ولائحته التنفيذية، وأن العقد نافذ وناجز وغير معلق على شرط وناقل لجميع الحقوق والضمانات.
- أن تعين وكيل سداد لها.
- عدم إعادة إصدار صكوك سبق إصدارها من قبل.
- ألا تندمج في غيرها من الشركات إلا إذا كانت شركة تزاوّل ذات النشاط وبشروط الحصول على موافقة مسبقة من الهيئة.

7-التدابير الإدارية

تسري أحكام المادة (30) من قانون سوق المال في حال مخالفة أحكامه أو أحكام لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة، كما تسري أحكام المادة (31) من ذات القانون حال وجود خطر يهدد سوق المال أو مصالح مالكي الصكوك أو المتعاملين مع الشركة.

8-شروط خاصه بتعديل بند الاستقلاليه لشركة التصكيك

تضمن قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 167 / 2018" أن تكون شركة التصكيك مستقلة عن الجهة المستفيدة أو أي من أطرافها المرتبطة بما لا يؤدي إلى تعارض المصالح".

ويجب علي شركه التصكيك في حال عدم توافر شرط الاستقلاليه مع الجهة المستفيدة إصدار الصكوك وفقاً للشروط التالية

أ- اضافه (وكيل السداد) او أي طرف اخر مستقل عن الجهة المستفيدة وشركة التصكيك توافق عليه الهيئة ، ويلتزم بالمهام التالية: -

- متابعة قيام الجهة المصدرة بتوزيع عوائد الصكوك وأداء القيمة الاستردادية للصكوك بالتواريخ المحددة لذلك في نشرة الإصدار.

- متابعه التزامات شركه التصكيك الواردة بمذكره المعلومات وفقا لأحكام القانون 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية.
 - دعوة جماعة مالكي الصكوك للاجتماع كلما كان ذلك ضرورياً أو بناءً على طلب مكتوب من مالكي الصكوك لا يقل نسبة صكوكهم الاسمية عن 10% من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار.
 - حضور اجتماعات الجهة المصدرة للصكوك واجتماعات جماعة مالكي الصكوك.
 - مراقبة أي تجاوز أو تقصير أو تصرف يخالف شروط وأحكام نشرة الإصدار أو أي مخالفة لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية وإبلاغ جماعة مالكي الصكوك بذلك.
 - تقديم تقرير للهيئة مرفق به تقرير مراقب حسابات من بين مراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة بمدي توافر النظام المحاسبي والدورة المستندية لإدارة عملية التصكيك التي تتناسب مع عمليات التصكيك.
- وتلتزم كل من شركه التصكيك والطرف المستقل بما يلي:
- إصدار تقرير دوري إلى كل من الهيئة وجماعة مالكي الصكوك يتم الإفصاح فيه عن جودة الأصول المصككة.
 - تجديد التصنيف الائتماني للأصل أو محفظة الأصول من إحدى شركات التصنيف الائتماني التي تعند بها الهيئة.
 - الإفصاح الفوري عن أي حدث جوهري من شأنه التأثير على التدفقات النقدية للأصل أو العوائد المستحقة لمالكي الصكوك.
 - الإفصاح الفوري عن أوجه تعارض المصالح وأي بنود ترتبط به، على أن يكون مستقل عن الجهة المستفيدة. وشركه التصكيك
- ب- أن يكون الطرح طرحاً خاصاً وأن يتم الإفصاح لحمله مالكي الصكوك بطبيعة العلاقة بين الجهة المستفيدة وشركه التصكيك.

الفصل الثامن
عوامل نجاح الصكوك في مصر
(الأمال والطموحات)

تمهيد:

أدت الصكوك الإسلامية دورًا كبيرًا في تنمية عدد من الاقتصاديات بالدول العربية أو الإسلامية أو الدول غير الإسلامية خلال العقود الماضية، وبالرجوع الي التجارب الدولية بأهم الأسواق المصدرة للصكوك في ماليزيا والامارات والسعودية ، نجد أنها أسهمت في تنمية اقتصاديات تلك الدول ولقد كانت هناك عدة عوامل ساعدت على نجاح إصدار الصكوك بتلك الدول.

ولعل أول هذه العوامل هو العامل الاقتصادي أو المالي أو البيئة الاقتصادية الملائمة لإصدار الصكوك حيث أن هناك مؤشرات اقتصادية كلية يكون لها تأثير كبير على نجاح الصكوك، هذا فضلاً عن العوامل المالية المرتبطة بنجاح المشروع محل التصكيك.

والعامل الثاني هو العوامل التنظيمية أو الإطار التشريعي المنظم لسوق إصدار وتداول الصكوك في الأسواق المالية.

والعامل الثالث هو العامل الشرعي المرتبط بطبيعة تلك الصكوك وهو الإطار المنظم لإصدار الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وهذه العوامل هي العوامل الرئيسة التي لها تأثير في نجاح إصدار و تداول الصكوك.

وسوف نتناول المباحث التالية:-

المبحث الأول: العوامل الاقتصادية

المبحث الثاني: العوامل التنظيمية والشرعية

المبحث الثالث: العوامل الأخرى المؤثرة في الصكوك

المبحث الرابع: دراسة حالات الصكوك في مصر 2020

المبحث الخامس: مشروع الصكوك السيادية(دراسة مقارنة بصكوك الشركات)

المبحث السادس:مستقبل الصكوك في مصر

المبحث الأول: العوامل الاقتصادية ودورها في نجاح الصكوك

تؤدي كل من الضوابط المالية الكلية المرتبطة بمؤشرات الاقتصاد الكلي وكذلك الضوابط المالية المرتبطة بالنواحي المالية والاقتصادية للمشروع محل التصكيك دوراً مهماً في نجاح عملية التصكيك على الوجه التالي:-

أولاً : الأطار النظري

1-الضوابط المالية الكلية (مؤشرات الاقتصاد الكلي):

تتمثل الضوابط المالية الكلية في البيئة الاقتصادية المناسبة لتنمية إصدار الصكوك. ولقد أكدت إحدى الدراسات وجود علاقة طردية بين معدل نمو الاقتصاد وسوقي الإصدار والتداول وذلك يرجع إلى أن سوق رأس المال هو مرآة لحالة الاقتصاد القومي.

هذا بالإضافة إلى وجود علاقات غير مباشرة بين مؤشرات الأداء الاقتصادي وسوق رأس المال في مصر على الوجه التالي (1).

- توجد علاقة غير مباشرة بين سعر الفائدة وسوق رأس المال من خلال دراسة العلاقة بين كلٍ من الطلب على النقود وعرض النقود وسعر الفائدة، وبالتالي وجود أثر لسعر الفائدة في النمو الاقتصادي الذي يمارس آثاره في سوقي الإصدار والتداول، حيث أنه هناك علاقة مباشرة عكسية بين سعر الفائدة وكلٍ من سوقي الإصدار والتداول.

- وجود علاقة مباشرة بين سعر الصرف وسوق رأس المال، حيث أن استقرار سعر الصرف له أثر مباشر على النمو الاقتصادي الذي له أثر كبير على استقرار وتنشيط سوق رأس المال، كما توجد علاقة مباشرة بين سعر الصرف وسوق رأس المال أيضاً من خلال تدفقات المحفظة على سوقي الإصدار والتداول.

(1) سيد إبراهيم عبد الفضيل ، أسواق رأس المال الصاعدة والأداء الاقتصادي مع الإشارة لسوق رأس المال المصري، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة حلوان، 2003، ص ص 297-298.

- لعجز الموازنة أثر في النمو الاقتصادي من خلال أثر الإنفاق الحكومي والإيرادات في الناتج المحلي الإجمالي، إلا أنه يجب أن يؤخذ في الاعتبار أن تمويل عجز الموازنة عن طريق إصدار سندات لها أثر مباشر في تنشيط سوق الإصدار والتداول، كما أنه ليس له آثار ضارة في الاقتصاد.

- التضخم له آثار ضارة على النمو الاقتصادي بوجه عام، وبالتالي على سوق رأس المال، حيث أن زيادة التضخم عن حدود معينة له آثار سلبية في تنشيط سوق الأوراق المالية.

- هناك مجموعة من العوامل المؤثرة في البيئة المناسبة لتنشيط سوق رأس المال منها الخصخصة والطرورات الحكومية، وتطوير النظام المالي، وتوافر المؤسسات والخبرات بالسوق، وكفاءة التشريعات الاقتصادية المرتبطة بسوق رأس المال، وتدفقات رؤوس الأموال.

ولقد أكدت تلك الدراسة على وجود علاقة تبادلية طردية بين الأداء الاقتصادي وسوق رأس المال، حيث أن كلاهما يؤثر في الآخر وفقاً للملامح الرئيسة للاقتصاد وطبيعة الأسواق المالية بها.

كما أوضحت إحدى الدراسات أن الجوانب الاقتصادية لها علاقة بإصدار الصكوك وأهمها طبيعة الاقتصاد وإسهام القطاعات الاقتصادية في الاقتصاد، هذا بالإضافة إلى أهمية المؤشرات المرتبطة بالفساد والحوكمة وأداء الأعمال والحرية الاقتصادية والقوانين واللوائح الصادرة بالاقتصاد التي تدعم إصدار الصكوك، هذا بالإضافة إلى مدى كفاءة القطاع المصرفي والخصخصة، وتوافر الشفافية بالاقتصاد⁽¹⁾.

و أكدت دراسة أخرى على وجود علاقة بين حجم الصكوك والقطاع المصرفي في السودان حيث أكدت الدراسات:

(1) حازم ساسي ، البيئة الاقتصادية في ليبيا وجاهزيتها لإصدار الصكوك، المؤتمر الدولي والحوكمة والتنمية المستدامة، 16-17-2019 بماليزيا، 2019، صص 3-10.

- وجود علاقة طردية بين حجم الصكوك وحجم التمويل المصرفي.
- وجود علاقة طردية بين حجم الصكوك وحجم الأرباح في الجهاز المصرفي.
- وجود علاقة طردية بين حجم الصكوك وحجم الودائع الاستثمارية بالقطاع المصرفي.

آخذًا في الاعتبار أهمية التصكيك للمصارف السودانية، حيث أن عمليات التصكيك تعد أداة مهمة لدعم التمويل المصرفي بتكاليف منخفضة. وبالتالي زيادة إيراداتها، كما أن للصكوك الحكومية دور كبير في تدعيم تلك العلاقات⁽¹⁾.

وبناءً عليه فإن هناك علاقة بين حجم إصدار الصكوك والأصول المالية بالقطاع المصرفي ومدى وجود فجوة تمويلية بسوق الأنشطة المالية المصرفية وسوق الأنشطة المالية غير المصرفية، حيث أن تمويل الاقتصاد يتم من خلال عدة بدائل تمويلية، التي من بينها الصكوك الإسلامية.

2: الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك:

تعد الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك هي أساس عملية التصكيك، ولقد وضعت كثير من الدول الضوابط التي تضمن نجاح عملية التصكيك وعلى سبيل المثال:

(أ) إعداد دراسة جدوى اقتصادية للمشروع محل التصكيك تتضمن وصف للمشروع المزمع لإصدار الصكوك.

حيث تتم دراسة الجدوى على المشروع وتقييم المشروع واتخاذ قرار بشأنه من خلال قياس مقدار المنفعة التي يحققها المشروع، ويستخدم مقاييس مناسبة لهذا الغرض وحساب صافي التدفق النقدي للمشروع، بالإضافة إلى دراسة الفرص الاستثمارية وتكاليف إقامة المشروع وأهميته من وجهة النظر القومية.

(1) محمد عبد العزيز بشير، الصكوك الحكومية وأثرها في الأداء المالي للقطاع المصرفي السوداني، 2010-2015، رسالة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2018، ص 20.

هذا فضلاً عن دراسة العوامل البيئية والقانونية والتسويقية والفنية والهندسية للمقترح الاستثماري⁽¹⁾.

(ب) دراسة التصنيف الائتماني للإصدار وتحديث ذلك الإصدار بشكل سنوي أو متى تواجبت أية أحداث جوهرية تؤثر في المشروع محل التصكيك.

(ج) إعداد قوائم مالية للمشروع محل التصكيك.

(د) تقرير مراقب حسابات للمشروع محل التصكيك.

(هـ) الإفصاح عن أية أحداث جوهرية ترتبط بالنواحي المالية للمشروع محل التصكيك.

إلا أن نجاح عملية الصكوك تتطلب وجود مؤشر أو مقياس أو معيار لربح الصكوك Benchmark Profit of Sukuk، حيث أن تحديد مؤشر للربح يسمح بالمقارنة بين الإصدارات المختلفة ويكون ذو فائدة كبيرة لجميع أطراف الصكوك؛ وذلك لضمان التخصيص الأمثل للموارد، وتحديد درجة كفاءه الأصول، حيث أن استخدام سعر الفائدة كمؤشر غير مناسب في حال إصدار الصكوك.²

ثانياً : العامل الاقتصادي /برنامج الإصلاح الاقتصادي المصري

يلعب العامل الاقتصادي دوراً كبيراً في التجارب الدولية لأهم الدول المصدرة للصكوك، ولقد شهد الاقتصاد المصري عدداً كبيراً من التطورات منذ عام 2015، حيث تساهم الإصلاحات الاقتصادية في زيادة الاستثمارات ، وبالتالي زيادة الفجوة التمويلية، ويكون للصكوك دور كبير في تمويل تلك الفجوة.

ونتناول فيما يلي أهم ملامح التطورات الاقتصادية بالاقتصاد المصري، والتي من المتوقع أن يكون لها دور في زيادة أعداد وقيم الصكوك خلال الفترة القادمة.

(1) أحمد محمد يوسف، عبد العزيز السيد مصطفى، طه الطاهر إبراهيم، محمود عباس حمدي، أحمد أبو الوفا ، الجوانب المالية لدراسة جدوى المشروعات السياحية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2018، ص13.

(2) Leslie Terebessy, Use of benchmarks for predetermining return on sukuk, 2018
[Http:// www.researchgate.net/publication/3253270827](http://www.researchgate.net/publication/3253270827)

وقد وضعت الخطة الاقتصادية خلال عام 2015 رؤية ودعم وإرادة سياسية وصبر وتحمل وتفهم شعبي، في إطار الإصلاح الاقتصادي الشامل، ولذلك تحقق النمو الذي يمكن وصفه بالنمو الشامل أو حسب التوصيفات الاقتصادية «بالنمو الاحتوائي» الذي شمل كل شرائح المجتمع، فمع الإصلاح والهيكلية والتحديث المالي والنقدي كانت هناك استفادة وحماية اجتماعية تجسدت في القضاء على العشوائيات ووجود مظلة الحماية الاجتماعية المتمثلة في برنامج «تكافل وكرامة» والقرى الأكثر احتياجًا، وتوجيه الدعم إلى مستحقيه عبر نظام بطاقات التموين الجديد، وزيادة الحد الأدنى للأجور والمعاشات والتراجع الملحوظ في أسعار السلع الغذائية بعد تدخل الدولة لتوفيرها ومنع احتكارها.

وتمثلت أهم الإصلاحات المالية في إصدار مجموعة من القوانين، مثل قانون الخدمة المالية، وقانون ضريبة القيمة المضافة، وقانون تسوية المنازعات الضريبية وموافقة مجلس إدارة صندوق النقد الدولي على منح قرض لمصر وإصدار سندات دولاريه بالأسواق العالمية. بينما تمثلت أهم الإصلاحات النقدية في قرار تعويم سعر الصرف، وسعي السياسة النقدية للوصول بمعدل التضخم إلى مستويات منخفضة للحفاظ على القوة الشرائية؛ مما دفع البنك المركزي إلى زيادة سعر الفائدة في البداية، ورفع نسبة الاحتياطي الإلزامي على البنوك وتعزيز مبادرة الشمول المالي، هذا بالإضافة إلى تحفيز البنوك وتشجيعها للتوسع في مجال القطاع العقاري مع توجيهها للاهتمام بشرائح المجتمع وخاصة محدودي الدخل.

كما اهتم برنامج الإصلاح الاقتصادي بإصلاح بيئة الأعمال والاستثمار بإزالة معوقات الاستثمار وإصدار عدد من القوانين، مثل قانون الاستثمار الجديد، وإنشاء جهاز تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، وإصدار قانون الإفلاس، وقانون الرخص الصناعية... الخ¹

¹ وزارة المالية، تقرير الأداء الاقتصادي والمالي خلال النصف الأول من العام المالي 2018/2017، فبراير 2018، ص 54

وكان البنك المركزي قد أعلن في 3-11-2016 تحرير سعر صرف الجنيه ورفع أسعار الفائدة في خطوة طال انتظارها لإعادة الاستقرار لأسواق العملة بعد أسابيع من الاضطرابات.

وخفض البنك المركزي سعر صرف الجنيه بنسبة 32.3 بالمئة ليصل إلى سعر استرشادي مبدئي عند 13 جنيهاً للدولار ورفع المركزي في الوقت نفسه أسعار الفائدة القياسية بواقع 300 نقطة أساس لدعم العملة المحلية.

وقال المركزي في بيان: "قرارات تحرير أسعار الصرف تستهدف استعادة تداول النقد الأجنبي داخل القطاع المصرفي، وبالتالي إنهاء حالة الاضطراب في أسواق العملة بما تعكس قوى العرض والطلب الحقيقية استهدافاً لاستقرار أسعار الصرف واستقرار الأسواق.

وقال البيان: إنه سيجري تحديد سعر الصرف وفقاً لآليات العرض والطلب مع إطلاق الحرية للبنوك العاملة في مصر في تسعير النقد الأجنبي من خلال آلية سوق ما بين البنوك (الانتربنك).

وأعلن البنك المركزي رفع سعري فائدة الإيداع والإقراض لليلة واحدة 300 نقطة أساس إلى 14.75 بالمئة و15.75 بالمئة على الترتيب. وعلى البنوك التداول في نطاق يزيد أو ينقص عشرة بالمئة عن سعر الصرف الجديد¹

كما وافق المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في نوفمبر 2016 على تقديم مساعدة مالية لمصر من خلال اتفاق للاستفادة من "تسهيل الصندوق الممدد" بقيمة حوالي 12 مليار دولار أمريكي. وكان المجلس قد وافق على المراجعة الأولى في 13 يوليو 2017 والمراجعة الثانية في 20 ديسمبر 2017 والمراجعة الثالثة في 29 يونيو 2018 والمراجعة الرابعة في 4 فبراير 2019 والمراجعة الخامسة والأخيرة في 24 يوليو 2019.

¹ البنك المركزي المصري ، بيان البنك المركزي في 3-11-2016 بشأن تعويم سعر الصرف، 2016.

ولقد دعم "تسهيل الصندوق الممدد" برنامج السلطات للإصلاح الاقتصادي الشامل من أجل استعادة الاستقرار الاقتصادي، وبشكل أكثر تحديدًا يهدف البرنامج إلى تحسين كفاءة أسواق النقد الأجنبي، وتخفيض عجز الموازنة العامة والدين الحكومي، وزيادة النمو لخلق فرص العمل، خاصة للنساء والشباب. ويهدف البرنامج أيضًا إلى حماية شرائح المجتمع الأقل دخلًا أثناء عملية الإصلاح.

ونتيجة للإصلاحات السابق الإشارة إليها، شهد مؤشرات الاقتصاد المصري الرئيسة تحسنًا ملحوظًا منذ عام 2016، مع تقدم برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي يستهدف تحرير سعر الصرف وزيادة موارد النقد الأجنبي، ورفع معدل النمو وأرصدة الاحتياطي الأجنبي لمصر الذي وصل إلى أكثر من 45 مليار دولار، وخفض عجز الموازنة والدين العام، وتهيئة البيئة المناسبة لجذب تدفقات الاستثمار المباشر، حيث تستهدف مصر 11 مليار دولار استثمارات أجنبية في العام المالي الحالي 2019 - 2020.

ولقد أشاد صندوق النقد الدولي بالدور الذي قام به البنك المركزي المصري في ضمان استقرار النظام المالي من خلال السيطرة على معدل التضخم، وتبني سياسة مرنة لسعر الصرف حيث انخفض معدل التضخم، ونجح البنك المركزي المصري في تشجيع الاستثمارات من خلال خفض معدلات الفائدة فارتفعت الاستثمارات في مجال الخدمات اللوجستية والبنية التحتية، بالإضافة إلى جذب استثمارات جديدة نتيجة تحسن واستقرار الاقتصاد الكلي، وأوصى صندوق النقد بأن تتم متابعة الإصلاحات الهيكلية اللازمة لتفعيل دور القطاع الخاص من خلال تحسين شروط التمويل،

¹ اليوم السابع ، التجربة المصرية أدهشت المؤسسات الدولية ، 2019

<https://www.youm7.com/story/>

ومكافحة الفساد، وزياده الشفافية في القطاع العام، وتدعيم القدرات التنافسية والاستقلالية، والعدالة في تخصيص الأراضي للمشروعات الصناعية لتحقيق التنمية المستدامة¹

وفيما يلي أهم النتائج المتعلقة ببرنامج الإصلاح الاقتصادي²

- أحرز برنامج الإصلاح الاقتصادي المصري الذي دعمه "تسهيل الصندوق الممدد" تقدماً كبيراً يدل عليه النجاح المحقق في استقرار الاقتصاد الكلي وتعافي النمو.
- واصل النمو الاقتصادي تحسنه المطرد منذ بداية الإصلاحات، حتى بلغ [5، 5%]، وهو من أعلى المعدلات في المنطقة. وفي الوقت ذاته سجلت ميزانية السنة المالية 2019/2018 فائضاً أولياً قدره 2% من إجمالي الناتج المحلي، باستثناء مدفوعات الفائدة، كما يسير التضخم في الاتجاه الصحيح نحو معدل أحادي الرقم بنهاية عام 2019. وقد انخفضت البطالة إلى حوالي [8%]، وهو أدنى معدل تحقق منذ 20 عاماً، كما تم التوسع في إجراءات الحماية الاجتماعية. وهذه كلها إنجازات كبيرة.
- وضع الدين العام على مسار تنازلي واضح هو أحد الأهداف الأساسية في برنامج الحكومة المصرية. فقد ساعد تعافي معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي إلى جانب الانخفاض الكبير في عجز المالية العامة على خفض إجمالي الدين الحكومي من أكثر من 100% من إجمالي الناتج المحلي في موازنة 2017/2016 إلى 85% في 2019/2018. وهذا إنجاز كبير. غير أن مستوى الدين لا يزال مرتفعاً ويتعين خفضه بدرجة أكبر لتعزيز قدرة مصر على الاستمرار في تحمل الدين، وخفض مدفوعات الفائدة، وبالتالي إتاحة حيز

¹ وزاره التجارة والصناعة ، ترجمه وعرض تقييم أداء الاقتصاد المصري ، 2020، ص 2٠3

² <https://www.imf.org/ar/Countries/EGY/Egypt-qandas> (3)

مالي كافٍ لتلبية احتياجات الإنفاق الحيوية في مجالات الصحة والتعليم والبنية التحتية والحماية الاجتماعية. إن عزم الحكومة على الاحتفاظ بفائض أولي في مالتها العامة (أي أرصدة مالية لا تدخل فيها مدفوعات الفائدة) في حدود 2% من إجمالي الناتج المحلي على المدى المتوسط سيضمن لها انخفاضًا مطردًا في الدين العام يصل به إلى مستويات يمكن تحملها.

- ارتفاع احتياطي النقد الأجنبي إلى 45 مليار دولار في يونيو 2019 مقابل 17 مليار في يونيو 2016

ورصدت المؤسسات الدولية تراجع معدل التضخم - مستوى ارتفاع أسعار السلع والخدمات - من 30.9% في شهر يونيو 2017 إلى 8.9% في شهر يونيو 2019، وسط توقعات بنك ستاندرد تشارترد البريطاني بأن تصبح مصر من أكبر 10 اقتصاديات في العالم عام 2030 بحجم ناتج محلي إجمالي 8.2 تريليون دولار.

وتتمثل أهم أسباب نمو الاقتصاد المصري فيما يلي:1-

- الاستقرار السياسي والأمني والاجتماعي رغم حرب الإرهاب التي قادتها أنظمة ودول وأجهزة مخابرات لهدم وتقويض استقرار الدولة المصرية، وتكاتف الشعب.
- إطلاق خطة اقتصادية طويلة الأجل وإعلان برنامج مصري خالص للإصلاح الاقتصادي ومصارحة القيادة للشعب بضرورة هذا الإصلاح وبضرورة التضحية من أجله.
- إطلاق مشروعات قومية عملاقة في مجال البنية الأساسية ربما لم يحدث مثل له منذ مائة عام، وأهمها الطرق والمدن الجديدة والعاصمة الإدارية والأنفاق والجسور، ثم مشروعات الطاقة الكهربائية الموهلة في شمال وجنوب ووسط مصر.

1اليوم السابع، الاقتصاد المصري الأول في الشرق الأوسط 2022، 2020.

<https://www.youm7.com/story/2020/>

- تدفق الاستثمارات الأجنبية، خاصة في مجال اكتشافات الغاز والبتترول والطاقة وتطوير محور قناة السويس، الذي بدأت عوائده في الزيادة عامًا بعد عام حتى حقق أرقامًا قياسية لم تتحقق من قبل وتلامس سقف 6 مليارات دولار في آخر الأرقام.

- الاستقرار الأمني والسياسي وجهود الدولة أسهم في استعادة السياحة عافيتها ونشاطها، وحققت السياحة وفق آخر الإحصاءات أرقامًا تفوق ما تحقق قبل عام 2011.

- زيادة التوسع في الاستثمارات الخاصة وتشجيع القطاع الخاص.

- الاتجاه نحو تشجيع الصادرات والحد من عمليات الاستيراد العشوائية بما أسهم في تحسن صافي صادرات السلع والخدمات، وتراجع عمليات الاستيراد.

- ارتفاع حصيلة تحويلات المصريين بالخارج.

- الإصلاحات المالية ومنظومة تحصيل الضرائب والاتجاه إلى الخدمات الإلكترونية، بما يحد كثيرًا من إهدار المال العام وتطويق الفساد الإداري ودمج الاقتصاد العشوائي في الاقتصاد الرسمي.

- تحسين مناخ الاستثمار سواء بإصدار التشريعات والقوانين اللازمة أو بالتسويق للمشروعات الكبرى وجذب استثمارات أجنبية جديدة.

- الاتجاه إلى تشجيع المشروعات الصغيرة والمتناهية الصغر واهتمام الدولة بالنهوض بالقطاع الصناعي من خلال إنشاء مصانع عملاقة جديدة، وإعادة محاولة النهوض بالمصانع القديمة وهو المهم بالتأكيد في مشروع النمو والنهضة الاقتصادية لمصر.

وأشادت العديد من المؤسسات الاقتصادية الدولية بالاقتصاد المصري، بعد التحسن الملحوظ في مؤشرات الاقتصاد المصري، والنتائج الإيجابية التي تحققت بعد نجاح تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي المصري، الأمر الذي يؤكد أن الإجراءات

التي تتخذها الدولة المصرية بشأن الإصلاح الاقتصادي تسير في طريقها الصحيح وتحقق نجاحات كبيرة، وهو ما دفع تلك المؤسسات الدولية، لإصدار العديد من التقارير التي تشيد بأداء الاقتصاد المصري. ونبتاول فيما يلي أهم تلك التقارير:-

1-أشاد صندوق النقد الدولي بالاقتصاد المصري، حيث أكد أن جهود الحكومة المصرية، نجحت في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد الكلى، وإحداث تعافٍ في النمو، وتحسين مناخ الأعمال، كما قامت مؤسسة «ستاندرد أند بورز» للتصنيف الائتماني، برفع التصنيف الائتماني لمصر من B- إلى B، موضحة أن تحرير سعر الصرف قد أسهم في معالجة الاختلالات الخارجية الكبيرة لمصر، وتعزيز ثقة المستثمرين.

2-أعلنت وكالة «موديز» للتصنيف الائتماني، رفع التصنيف الائتماني من 3B إلى 2B مشيرة إلى أن الإصلاحات الاقتصادية الكلية، قد ساعدت على دفع نمو الاقتصاد المصري، كما أعلنت أيضاً مؤسسة «فيتش» للتصنيف الائتماني، ورفع التصنيف الائتماني المصري إلى B+ مدعوماً باستمرار تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية والمالية.

3-أوضح البنك البريطاني «ستاندرد تشارترد»، أن تحسن بيئة الأعمال، وزيادة التنافسية أسهما في تحقيق نمو قوى للاقتصاد المصري، فيما أشار البنك الفرنسي «بي ان بي باريبا»، إلى أن مصر نجحت في تحقيق التوازن للاقتصاد الكلى، واستعادة ثقة المستثمرين الدوليين.

4-أكد بنك الاستثمار الروسي «رينيسانس كابيتال»، على أن «السوق المصرية بالنسبة لنا مهمة للغاية، ومصر هي أفضل قصة إصلاح اقتصادي نشهدها بين الأسواق الناشئة»، فيما توقع «البنك الدولي» ارتفاع ثقة المستثمرين، وتحسن

مناخ الأعمال في مصر، بفضل الإصلاحات في بيئة الاستثمار، وتيسير إجراءات الترخيص الصناعي¹.

5- تقرير ممارسة أنشطة الأعمال - مثلاً-تقدمت مصر 6 مراكز في التقرير عن عام 2020 الذي يصدره البنك الدولي، ورصد التقرير قيام الحكومة المصرية بالعديد من الإصلاحات لتحسين مناخ الاستثمار وتبسيط الإجراءات. وذكر التقرير أن: مصر جاءت ضمن أكثر 25 دولة عالمياً من حيث عدد الإصلاحات في تقرير العام الحالي 2020، وهو ما يعكس استدامة التزام الحكومة بتحسين مناخ الاستثمار وتبسيط الإجراءات على المستثمرين.

6- كشف تقرير التنافسية العالمية لعام 2019 الذي أطلقه المنتدى الاقتصادي العالمي أن مصر احتلت المركز 93 مقارنة بالمركز 94 في تقرير العام الماضي. واستخدم تقرير العام الجاري منهجية جديدة تزداد فيها أهمية رأس المال البشري، والانفتاح والابتكار، والقدرة على تحقيق نتائج اجتماعية أفضل بما في ذلك مستوى الرضا عن الحياة، وجاء أكبر صعود لمصر في مؤشر الابتكار لتحل المركز 61 مقارنة بالمركز 64 العام الماضي، كما ارتفع ترتيب مصر في مؤشر البنية الأساسية لتحل المركز 52 العام الحالي بعدما كانت تحتل المركز 56، ويرجع ذلك إلى التركيز على المشروعات الضخمة لتطوير البنية الأساسية بما في ذلك محور قناة السويس والعاصمة الإدارية الجديدة، مما أدى إلى اعتراف عالمي بهذه الجهود، إضافة إلى الاستثمارات التي تقوم بها مصر في مجال البنية الأساسية، كما تحسن ترتيب مصر في مؤشر سوق العمل لتحل المركز 126 مقارنة بالمركز 130 العام الماضي؛ وذلك بفضل الاستثمارات

الجديدة وضخ القطاع الخاص استثمارات أسهمت في توفير فرص عمل للشباب والمرأة، كما ارتفع ترتيب مصر في مؤشر حجم السوق لتحل المركز 23 عالمياً بسبب القوة البشرية التي تتميز بها.

¹ اليوم السابع ، التجربة المصرية أدهشت المؤسسات الدولية ، 2019،

7-تقرير الاستثمار العالمي لعام 2019 تعد مصر أكبر الدول الأفريقية في جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال عام 2018، حيث بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى مصر نحو 6.8 مليار دولار في عام 2018. وأوضح التقرير أن مصر هي أكبر وجهة للاستثمار الأجنبي المباشر في أفريقيا خلال عام 2018، وذلك من خلال الاستثمار في قطاعات الأنشطة العقارية، والصناعات الغذائية، والبترو، والبحث عن الغاز، والطاقة المتجددة.¹

وتسهم هذه التقارير الدولية في تعزيز ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد المصري، وتؤدي إلى ضخ المزيد من الاستثمارات خلال الفترة القادمة،

ونتناول فيما يلي تطور مؤشرات الاقتصاد المصري في الفترة 2005-2019 على الوجه التالي:-

جدول : أهم مؤشرات الاقتصاد المصري في الفترة 2005-2019

المؤشرات الاقتصادية	2005	2010	2019
الناتج المحلي الاجمالي بالمليون دولار بالأسعار الجارية	94456	214630	195136
معدل نمو GDP بالأسعار الجارية بالدولار الامريكي (سنه الاساس 2010 بالأسعار الجارية)	4.5	5.1	4.2
نصيب الفرد من GDP بالأسعار الجارية بالدولار الامريكي	1230.3	2551.9	2000.3
التجارة الدولية - الصادرات بالمليون دولار	10646	26332	29564

¹ اليوم السابع ، التجربة المصرية أدهشت المؤسسات الدولية ، المرجع السابق

84010	53003	19812	التجارة الدولية - الواردات بالمليون دولار
54446-	26672-	9166-	التجارة الدولية-ميزان التجارة الدولية بالمليون دولار
6293-	4504-	2103	ميزان المدفوعات - الحساب الجاري بالمليون دولار امريكي

المصدر: الأمم المتحدة-كتاب الإحصاءات العالمية -2019 ص231

(البيانات حتى 30-6-2019)

وقفزت الإصلاحات الاقتصادية والاجتماعية بتصنيف مصر في معظم المؤشرات الدولية، ولكن من المتوقع أن تتأثر الموازنة العامة للدولة بالتداعيات المرتبطة بفيروس كورونا وفقاً لاتجاهات متباينة، فمن ناحية سوف ينتج عن فيروس كورونا تباطؤاً في معدلات الطلب الخارجي، وتأثر عدد من القطاعات المولدة للدخل؛ ومن أهمها السياحة، والفنادق، والتجارة، وعائدات قناة السويس، وهو ما سوف يؤدي في مجمله إلى انخفاض الإيرادات الضريبية، بالإضافة إلى الانخفاض المتوقع في قيمة العملة المحلية نتيجة نقص الموارد من النقد الأجنبي.

لكن من جهة أخرى سوف ينتج عن انخفاض أسعار النفط العالمية تخفيف الضغوطات على المالية العامة وتوفير فائض في الموازنة العامة، ومن جهة أخرى ستسهم الاتجاهات النقدية من خلال خفض أسعار الفائدة في إطار حرص البنك المركزي على التخفيف من التداعيات الاقتصادية الناتجة عن الفيروس في تقليل تكلفة تمويل عجز الموازنة.¹

¹ صندوق النقد العربي ، تقرير آفاق الاقتصاد العربي، 2020، ص ص 59-60

كما أصدر الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء دراسة حول تداعيات فيروس كورونا المستجد على الاقتصاد المصري¹ من خلال تتبع التغيرات في بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسية خلال فترة ذروة الوباء، والتي تشمل معدل النمو الاقتصادي، والبطالة، والتضخم، وأسعار الصرف والفائدة على الجنيه المصري، وكذلك على التجارة الخارجية بما فيها الواردات والصادرات السلعية غير البترولية.

وتناولت الدراسة أثر فيروس كورونا على الاقتصاد المصري علي الوجه التالي:-

- انخفض معدل النمو السنوي للنااتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الربع الثالث من 2020/2019 بمقدار 0.6 نقطة مئوية عن مثيله عام 2019/2018 حيث سجل 5% في 2020/2019 مقابل 5.6% عام 2019/2018.

-شهد الجنية المصري انخفاضاً خلال الفترة من فبراير حتى مايو 2020 بلغ نحو 1.8% من قيمته، وذلك تزامناً مع تراجع التدفقات الدولارية نتيجة لعدة أسباب منها على سبيل المثال انخفاض الصادرات السلعية بمعدل 39.4 % في نفس الفترة. وقد تفاقم الأثر السلبي على قيمة الجنيه جراء تأثر قطاع السياحة بشكل ملحوظ بانتشار الفيروس والانخفاض الكبير في أعداد السائحين والليالي السياحية مع إغلاق المطارات وتعليق الرحلات الجوية...الخ، مما ساهم في تراجع إيرادات مصر من النقد الأجنبي.

¹ اقتصاد وأسواق، الإحصاء» يصدر دراسة حول تداعيات كورونا على الاقتصاد المصري.. تعرف على أبرز مؤشراتها
<https://almaalnews.com/>

-انخفض صافي الإحتياطيات الدولية بقيمة 9.5 مليار دولار خلال الفترة من فبراير- مايو 2020 .

- تراجع صافي الإحتياطيات الدولية الشهري مع تفشي الجائحة في مصر حيث بلغت معدلات الإنخفاض الشهرية حوالي 11.9%، 7.7% في مارس وأبريل 2020، قبل أن ينخفض ذلك المعدل إلى 2.8% في مايو 2020

كما أشار البنك الدولي¹ إلى أن الاقتصاد المصري حقق أداءً أفضل من المتوقع بالرغم من جائحة كورونا، وذلك بفضل حزمة الإجراءات التنشيطية السريعة والشاملة والمتوازنة التي اتخذتها الحكومة، واستجابة السياسة النقدية، ومبادرات القطاع المالي الموجهة للقطاعات والفئات المتضررة، والطلب الذي قدمته مصر للصندوق في الوقت المناسب للحصول على تمويل من خلال "أداة التمويل السريع" و"اتفاق الاستعداد الائتماني" بقيمة 8 مليارات دولار تقريباً.

وحقق الاقتصاد المصري أداءً أفضل من المتوقع بالرغم من الجائحة، فالإجراءات الاحتوائية التي اتخذتها السلطات وإدارتها الرشيدة للازمة والتنفيذ المتقن للبرنامج الإصلاحي المصري ساهموا في الحد من آثار الأزمة.

¹ الوطن، النقد الدولي: أداء الاقتصاد المصري أفضل من المتوقع بمعدل نمو 3.6%

وتوقع البنك الدولي أن يصل النمو إلى 2,8% في السنة المالية 2020/2021 بعد أن حقق الاقتصاد المصري معدل نمو قدرة 3.6% في عام 2020/2019، وذلك في ضوء تعافٍ محدود في كل القطاعات باستثناء السياحة، حيث لا تزال الجائحة تعطل السفر الدولي، ولا تزال المخاطر المتعلقة بالجائحة تخيم بشكل كبير على الأفق في ظل الموجة العالمية الثانية من الإصابات بمرض كوفيد-19.

وأشاد البنك الدولي بالسياسة النقدية للبنك المركزي المصري، والتي تتسم بطابع تيسيري ملائم، وفي هذا الصدد، نرحب بخفض سعر الفائدة التي أجراها البنك مؤخرًا لزيادة دعم التعافي الاقتصادي في سياق معدلات التضخم المنخفضة. وقد ارتفع سعر الصرف بدرجة محدودة في أعقاب ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، ويؤكد على أن استمرار مرونة سعر الصرف يساعد على استيعاب الصدمات الخارجية، ولا يزال النظام المصرفي المصري يتمتع بالسيولة والربحية والرسمة الجيدة. كما أشاد البنك الدولي بنجاح السياسة المالية بشكل ملائم في السنة المالية 2020/2021 على دعم الأولويات العاجلة لقطاع الصحة، وحماية الفئات الأكثر تعرضًا للمخاطر، ودعم القطاعات المتأثرة بالجائحة ومع ذلك تستهدف السلطات تحقيق فائض أولي لا يقل عن 0.5% من الناتج خلال العام الحالي.

ولقد قامت إحدى الدراسات التطبيقية¹ بالتعرف على العوامل المؤثرة على الصكوك في مصر

وتمثلت الفرضية الرئيسة :-

تؤدي الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك دوراً مهماً في تنمية الأسواق المالية بشقيها الإصدار والتداول.

وأعتمد البحث على الدراسة الميدانية للحصول على البيانات اللازمة التي لا يمكن توفيرها عن طريق الدراسة المكتبية، ولقد اعتمد الباحث في إجراء تلك الدراسة على أسلوب العينة الإحصائية.

ويتمثل مجتمع البحث في أطراف عملية التصكيك المحتملين، المهتمين بإصدار الصكوك في مصر الذين لديهم خبرات ومهارات بالمفاهيم الرئيسة لإصدار الصكوك:

- الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المرتبط عملها بالصكوك.
 - مكاتب الاستشارات القانونية.
 - الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي.
 - العاملين بهيئة الرقابة المالية.
- ويقدر مجتمع البحث ما بين 40- إلى 60 (شركة وأفراد) نظرًا لحدائه سوق الصكوك في مصر.

¹ سيد عبد الفضيل، الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك ودورها في تنمية الأسواق المالية، رسالة ماجستيرالدراسات الإسلامية شعبة الاقتصاد،

وقد تم الحصول على البيانات الأولية عن طريق قوائم الاستقصاء والمقابلات الشخصية أو الاتصالات الهاتفية مع بعض المسؤولين داخل مصر وخارجها. وتم إرسال عدد 60 استمارة لمجتمع البحث ، وتم جمع 40 استمارة فقط.

ولقد تم اختبار نتائج قائمه الاستقصاء بعد تفرغها باستخدام اختبار كا- تربيع Chi-Square Test، ويعتبر اختبار كا- تربيع أحد الاختبارات اللامعلمية المهمة، وله عديد من الاستخدامات ، منها اختبار معنوية الفروق بين التكرارات الموزعة على البدائل المختلفة؛ ولذلك يمكن لاختبار معنوية الفروق بين التكرارات الموزعة على الدرجات المختلفة للموافقة على كل فكرة تبعًا لمقياس ليكارت.

وسوف نستعرض نتائج تلك الدراسة لكل من العوامل (الضوابط) المالية والتنظيمية والشرعية والعوامل الأخرى المؤثرة علي نجاح تجربة الصكوك في مصر

وقد أكدت تلك الدراسة فيما يتعلق بالعوامل (الضوابط) الاقتصادية مايلي¹:-

1- الضوابط المالية وسوق الإصدار

يوضح الجدول وجود معنوية للضوابط المالية (الكلية والمشروع). في تنشيط سوق الإصدار ، حيث بلغت نسبة الموافقة 90,47% ، كما بلغت قيمة المتوسط 4,48 ، وهو ما يعني الاتفاق على أهميه هذا العنصر وتأثيره في تنمية سوق الإصدار ، وهو ما يثبت صحه فرضية الدراسة.

الضوابط المالية وسوق الإصدار

اختبار كاي - تربيع Chi-Square Test		المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفقرة	
المعنوية Sig.	القيمة		غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة		
0.000	51.810	4.48	0	0	4	14	24	تكرار	للمناخ الاستثماري
			0.00	0.00	9.52	33.33	57.14	%	والدراسة المالية للمشروع محل التصكيك دور في زيادة عدد إصدارات الصكوك وتنمية سوق الإصدار

¹ سيد عبد الفضيل، الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك

ودورها في تنمية الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 205-208

2-أهمية المؤشرات الاقتصادية الكلية بالاقتصاد وتأثيرها في إصدار الصكوك كأداة تمويلية من إجمالي حجم العينة.

يوضح الجدول اختلاف الآراء بشأن أسباب ذلك التأثير

وأن أهمية المؤشرات الاقتصادية الكلية لإصدار الصكوك ترجع للأسباب
التالية على الترتيب:-

-درجه الثقة في الاقتصاد والتصنيف الائتماني الجاذب للاستثمار يؤدي لزيادة
الطلب على الصكوك، وقد بلغ المتوسط 4,48.

-مؤشرات السياسة النقدية مثل انخفاض سعر الفائدة وسعر الصرف الحقيقي
يؤثر في الطلب على إصدار الصكوك وقد بلغ المتوسط 4.19.

-زيادة معدل النمو الاقتصادي تؤدي لزيادة الطلب على إصدار الصكوك
كأداة تمويلية وقد بلغ المتوسط 4,0.

أهمية المؤشرات الاقتصادية الكلية لإصدار الصكوك

المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفقرة	
	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة		
4.00	0	1	9	21	11	تكرار	زيادة معدل النمو الاقتصادي تؤدي لزيادة الطلب على إصدار الصكوك كاداه تمويلية
	0.00	2.38	21.43	50.00	26.19	%	
4.19	0	2	4	20	16	تكرار	مؤشرات السياسة النقدية مثل انخفاض سعر الفائدة وسعر الصرف الحقيقي يؤثر في الطلب على إصدار الصكوك
	0.00	4.76	9.52	47.62	38.10	%	
4.48	0	0	4	14	24	تكرار	درجه الثقة في الاقتصاد والتصنيف الائتماني الجاذب للاستثمار يؤدي لزيادة الطلب على الصكوك
	0.00	0.00	9.52	33.33	57.14	%	

3-أهمية الدراسة المالية للمشروع محل التصكيك كأحد الشروط الرئيسة

لنجاح عملية التصكيك

يوضح الجدول أن الضوابط المالية للمشروع لها أهمية في إصدار الصكوك، ويرجع ذلك للأسباب التالية على الترتيب:

- وجود إفصاحات عن أية أحداث جوهرية تؤثر في المشروع.
 - توافر دراسة جدوى للمشروع مُعدّة وفقاً لمستشار مالي مستقل.
 - تصنيف ائتماني للمشروع.
 - قوائم مالية للمشروع محل التصكيك.
- كما تلاحظ انخفاض المتوسط عن (3) ، وهو ما يعني وجود اتجاه لعدم كفاية تلك العوامل، الأمر الذي يتطلب دراسة عوامل أخرى يمكن أن تؤثر في الضوابط المالية للمشروع.

الضوابط المالية للمشروع

المتوسط	استجابات عينة الدراسة			الفقرة	
	غير كاف	لا أعرف	كاف		
2.86	3	0	39	تكرار	توافر دراسة جدوى للمشروع مُعدّة وفقاً لمستشار مالي مستقل
	7.14	0.00	92.86	%	
2.83	3	1	38	تكرار	تصنيف ائتماني للمشروع
	7.14	2.38	90.48	%	
2.83	2	3	37	تكرار	قوائم مالية للمشروع محل التصكيك
	4.76	7.14	88.10	%	
2.93	1	1	40	تكرار	وجود إفصاحات عن أية أحداث جوهرية تؤثر في المشروع
	2.38	2.38	95.24	%	

4 - الضوابط المالية وتنشيط سوق التداول

يوضح الجدول وجود معنوية للضوابط المالية في تنشيط سوق التداول وذلك يرجع إلى الضوابط المالية المستمرة خلال عمر الصك (الإفصاحات)، الضوابط المالية تساعد على زيادة ربحية الصكوك، الضوابط المالية تسهم في زيادة الإفصاحات ، وقد بلغ المتوسط على الترتيب 4.29 و 4.29 و 3.62 ، وهو ما يوضح الاتفاق على أهمية تلك الأسباب لتأثيرها في تنشيط سوق التداول.

الضوابط المالية وتنشيط سوق التداول

اختبار كا - تربيع Chi-Square Test		المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفقرة	
المعنوية Sig.	القيمة		غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة		
0.000	29.667	4.29	0	5	10	21	6	تكرار	الضوابط المالية
			0.00	11.90	23.81	50.00	14.29	%	تساعد على زيادة ربحية الصكوك
0.000	41.571	3.62	0	1	18	19	4	تكرار	الضوابط المالية
			0.00	2.38	42.86	45.24	9.52	%	تسهم في زيادة الإفصاحات
0.000	43.000	4.29	0	0	5	20	17	تكرار	الضوابط المالية
			0.00	0.00	11.90	47.62	40.48	%	مستمرة خلال عمر الصك

وتمثلت أهم الملاحظات بشأن الضوابط المالية فيما يلي: -

-أهمية تقييم المشروع (الأصول محل التصكيك) وفقاً لمقيم مستقل.

-أهمية توافر كافة العناصر الواردة بمتطلبات الدراسة المالية للمشروع مجتمعة لضمان نجاح التصكيك.

- المشاكل التي تتعرض لها الصكوك تحتاج إلى خبرات فنية ومالية واقتصادية وتشريعية، ويقترح تشكيل لجنة داخل الشركة المصدرة لمتابعه أداء الصكوك وحل أية مشاكل قد تعترض الإصدار.

-المراجعة من مكتب مدقق حسابات معتمد ومن شركه التصنيف الائتماني والتدقيق الدوري على الأداء من الناحية المالية لتوفير الأمان والضمان لحاملي الصكوك، أما اللجان الشرعية دورها الرئيس هو التأكد من توافر الأركان الشرعية للإصدار واستمرار توافر تلك الشروط.

المبحث الثاني

العوامل التنظيمية

والشرعية ودورها في نجاح الصكوك

المطلب الأول : العوامل التنظيمية

يقصد بالضوابط التنظيمية لإصدار القواعد أو الإطار القانوني المنظم لإصدار الصكوك وتداولها وكذلك الضوابط الفنية المنظمة لتلك الإصدارات، بالإضافة إلى القواعد الأخرى الخاصة بسوق رأس المال والمرتبطة بإصدار الصكوك وتداولها.

أولاً : الإطار التشريعي للصكوك:

يعد الإطار التشريعي أحد أهم عوامل نجاح عملية التصكيك ، و تضمن الصياغة القانونية السليمة تحقيق الغاية المرجوة منها، وتعمل على تحقيق الردع وأحد العوامل المهمة التي ترتبط بنجاح الإطار القانوني هو المرونة اللازمة للتعديل حال وجود أية تطورات بالسوق؛ لذا فإنه كلما كانت المواد القانونية للقانون عامة ويتم إحالتها إلى قرارات تنظيمية كان الإطار التشريعي أكثر مرونة.

كما أن أحد النقاط المهمة هو شمولية الإطار القانوني بحيث يتسع لإمكانية إضافة قرارات تنظيمية أخرى في المستقبل⁽¹⁾.

وحتى يكون الإطار التشريعي لإصدار الصكوك وتداولها فعال، يجب توافر المتطلبات والأساسيات التالية⁽²⁾:

(1) ليث كمال نصرأوين ، متطلبات الصياغة التشريعية الجيدة وأثرها في الإصلاح القانوني، المؤتمر السنوي

الرابع (القانون أداة للإصلاح والتطوير)، العدد (2)، الجزء الأول، مايو 2017م، ص ص432-433.

(2) بابل يوسف الشاعر ، التشريعات النازمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني رقم 2012/30، مجلة

الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، 2013، ص7.

- أن تعبر الصكوك عن مقاصد الشريعة من حيث تعزيز التنمية الاقتصادية.
- يجب أن تحقق العقود مقتضاها الشرعي من ثبوت الملكية الحقيقية شرعاً وقانوناً.
- أن تخلو الصكوك من الحيل الشرعية التي تفقد جوهرها ومضمونها.
- تبنى هياكل الصكوك من حيث الترتيب والتنظيم والشمول.
- أن تشمل القوانين وتوابعها من أنظمة وتعليمات على الضوابط الشرعية الحاكمة للصكوك.

ويوجد منهجان في الإطار التشريعي للصكوك:

المنهج الأول: عدم وجود قواعد خاصة بالإطار التشريعي للصكوك

باعتبار أنها سندات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

المنهج الثاني: وضع إطار قانوني محدد لإصدار وتداول الصكوك

وهو ما أخذت به كل من ماليزيا والإمارات والأردن ومصر.

ونتناول فيما يلي حصراً الإطار التشريعي والقرارات المنظمة للصكوك والتي تم مناقشتها تفصيلاً بالباب الثالث والرابع.

الإطار القانوني	المضمون
قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992	• تم إضافة المواد من (14) الي (14) مكررا 19 المنظمة للصكوك.
اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 92 لسنة 1995	• ماده (13) صيغ الصكوك • ماده (14) التزامات شركه التصكيك • ماده (15) احكام خاصه بإصدار الصكوك • ماده (16) احكام خاصه بطرح الصكوك. • المادة (16) مكررا إجراءات اصدار وطرح الصكوك • المادة 16 مكرر 1 بيانات نشره الاكتتاب • المادة 16 مكرر 2 -مكرر 5 التزامات الإفصاح خلال عمر الصك لأطراف عمليه التصكيك • المادة 16 مكرر 7 قواعد قيد الصكوك • المادة 16 مكرر 8 معايير المحاسبة والمراجعة التي تلتزم بها شركه التصكيك والجهة المستفيدة • المادة 16 مكرر 9 التزامات الجهة المستفيدة • المواد من (83) مكررا الي (83) مكررا 5 تشكيل جماعه مالكي الصكوك واختصاصاتها والممثل القانوني لها. • صيغ اخري للصكوك •م 13 مكرر (الاستصناع-الوكالة بالاستثمار-السلم- المزارة- المساقاه)

قرارات مجلس إدارة الهيئة :	
• متطلبات تأسيس وترخيص شركات التصكيك. • ضوابط عدم توافر شروط الاستقلالية مع الجهة المستفيدة • ضوابط الترخيص لشركة التصكيك بالتعامل في أكثر من إصدار	قرار رقم (176) لسنة 2018 قرار رقم 2020/99 قرار رقم 2020/119
• معايير المحاسبة للشركات المصدرة للصكوك والشركات المستفيدة ومعايير المراجعة التي يلتزم بها مراقبو الحسابات	قرار رقم (188) لسنة 2018
• ضوابط تشكيل واشتراطات عضوية لجان الرقابة الشرعية لإصدارات الصكوك المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية.	قرار رقم (42) لسنة 2019 قرار رقم (61) لسنة 2019 بشأن تعديل القرار 42 لسنة 2019
• الشروط والضوابط الخاصة بقيام الجهة المستفيدة بإصدار صكوك بذاتها. • تحديد الحد الأدنى والأقصى لقيمة الصكوك المصدرة من الجهات المسموح لها بذلك. • الشروط والإجراءات الواجبة الاتباع للموافقة على اصدار الصكوك لمؤسسات التمويل الدولية والإقليمية. • شروط وقواعد قيد الصكوك التي تطرح طرحا خاصا في إحدى بورصات الأوراق المالية بمصر وضوابط تداول الصكوك خارج بورصات الأوراق المالية.	قرار رقم (50) لسنة 2019
بتشكيل لجنة الرقابة الشرعية المركزية لإصدارات الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية	قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية قرارات رقم (62) لسنة 2019 بتاريخ 2019/4/30
ضوابط قيد وتجديد قيد وشطب الطرف المستقل لمتابعة إصدارات الصكوك لدى الهيئة	قرار 2020/120
قواعد اصدار الجهات المستفيدة من التمويل الناتج عن التصكيك برنا مج للصكوك	قرار رقم 2019/178

ثانيًا : الإطار التشريعي المكمل (المرتبط) لإصدار الصكوك:

ويقصد به الإطار التشريعي المرتبط بإصدارات وتداول الصكوك والمتمثل في الإطار التشريعي المرتبط بالأنشطة المالية المصرفية وغير المصرفية بوجه عام. ودور الرقيب (الجهة الرقابية بالسوق) والقواعد الخاصة بالترخيص للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية... الخ.

ولا شك أن وجود سوق الأوراق المالية الكفاء يكون له تأثير في إصدار الصكوك ويتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تجديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تتسم سوق الأوراق المالية الكفاء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقًا لقوى الطلب والعرض، وتتسم سلوك المتعاملين بالرشاد مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين.

وبشكل عام توجد ثلاثة مقومات أساسية للسوق الكفاء حسب رأي Reilly 1985، وهي دقة وسرعة وصول المعلومات وكفاءة التشغيل والتسعير، والسيولة، ويضيف (Ben stien 1987) سمة رابعة وهي عدالة السوق⁽¹⁾.

وهناك عدة ملامح لتطوير الأسواق المالية، أولها: الإطار القانوني والتشريعي للسوق مما يؤدي إلى تعزيز الثقة بالسوق وتحقيق مستويات رفيعة من الشفافية، وثانيها: الإطار التنظيمي الإشرافي، وثالثها الإطار المحاسبي والتدقيق، ورابعها: توافر نظم للمعلومات المالية، وخامسها: الحرية الكاملة في التعامل مع السوق، وأخيرًا وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته⁽²⁾.

وفي كل الأحوال فإن الإطار التشريعي للصكوك أو المكمل له لا بد أن يعكس الأهداف ورؤية المشرع لإصدار الصكوك الإسلامية، ولا بد أن يتم مراجعة كافة القوانين السابق إصدارها للصكوك وعوامل النجاح قبل وبعد إصدار قانون الصكوك

(1) بن حاسين بن عمر ، محمد بن موزيان ، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2012/2، ص236.

(2) يوسف مسعدوي ، كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتحرير كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 2014/42، ص121.

وقد أكدت الدراسة التطبيقية السابق الإشارة إليها الي وجود دور للعوامل التنظيمية علي الوجه التالي¹:-

1-العوامل التنظيمية وسوق الإصدار

يوضح الجدول وجود معنوية للعوامل التنظيمية (الإطار التشريعي) في تنمية سوق الإصدار، حيث بلغت نسبة الموافقة 95,24%، وبلغ المتوسط 4,33، وهو ما يعني الاتفاق على أهمية هذا العنصر وتأثيره في سوق الإصدار، وهو ما يؤكد على صحه فرضية الدراسة.

العوامل التنظيمية وسوق الإصدار

اختبار كا – تربيع Chi-Square Test		المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفقرة	
المعنوية Sig.	القيمة		غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة		
0.000	57.524	4.33	0	0	2	24	16	تكرار	للعوامل
			0.00	0.00	4.76	57.14	38.10	%	التنظيمية (الإطار التشريعي) للكوك دور في زيادة عدد إصدارات الكوك وتنمية سوق الإصدار

¹ سيد عبد الفضيل، الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للكموك ودورها في تنمية الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 208-211

2- الإطار التنظيمي لسوق رأس المال المصري كأحد العوامل المهمة لنجاح عملية التصكيك.

يوضح الجدول أن الإطار التنظيمي للصكوك كافٍ لتطوير سوق رأس المال الإسلامي بنسبة موافقة 66,67% ، نظرًا لعدم اشتغال الإطار التشريعي على أدوات أو منتجات إسلامية أخرى غير الصكوك، وقد بلغ المتوسط 3,55، مما يدل على الاتفاق من حيث كفاية الإطار التشريعي للصكوك. كما أن الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك عامل مؤثر وفعال في إصدار الصكوك في مصر، وقد بلغ المتوسط 4,26.

ويؤكد الجدول أن هناك عدة عوامل ساعدت على أهمية أو كفاية الإطار التشريعي:-

-المحفزات الضريبية (الإعفاء من ضريبة القيمة المضافة وجميع الضرائب والرسوم أيًا كان نوعها كافة التصرفات التي تتم بين الجهة المصدرة أو المستفيدة وبين شركة التصكيك) عاملاً محفزاً لإصدار الصكوك، وقد بلغ المتوسط 4,52.

-الإطار التنظيمي يتناول الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك من خلال لجنة الرقابة الشرعية المركزية، وقد بلغ المتوسط 4,17.

يتميز الإطار القانوني للصكوك بالمرونة الكافية، حيث أحال القانون لمجلس إدارة الهيئة اتخاذ القرارات في التفاصيل والإجراءات لعملية التصكيك، وقد بلغ المتوسط 3,93.

-يتسم الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بالوضوح والشمول، وقد بلغ المتوسط 3,52 ويوضح المتوسط وجود اتفاق على أهمية تلك العناصر في مدى كفاية وأهمية الإطار التنظيمي أو الشرعي للصكوك.

الإطار التنظيمي لسوق رأس المال المصري

المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفترة		
	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة			
3.55	0	6	8	27	1	تكرار	هل الإطار التنظيمي كافٍ لتطوير سوق رأس المال الإسلامي بوجه عام والصكوك بوجه خاص	1
	0.00	14.29	19.05	64.29	2.38	%		
3.52	0	9	7	21	5	تكرار	يتسم الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بالوضوح والشمول	2
	0.00	21.43	16.67	50.00	11.90	%		
4.17	0	0	6	23	13	تكرار	الإطار التنظيمي يتناول الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك من خلال لجنه الرقابة الشرعية المركزية	3
	0.00	0.00	14.29	54.76	30.95	%		
4.52	0	0	1	18	23	تكرار	تعد المحفزات الضريبية (الإعفاء من ضريبة القيمة المضافة وجميع الضرائب والرسوم أيًا كان نوعها كافة التصرفات التي تتم بين الجهة المصدرة أو المستفيدة وبين شركه التصكيك) عاملاً محفزاً لإصدار الصكوك	4
	0.00	0.00	2.38	42.86	54.76	%		
3.93	0	1	10	22	9	تكرار	يتميز الإطار القانوني للصكوك بالمرونة الكافية، حيث أحال القانون لمجلس إدارة الهيئة اتخاذ القرارات في التفاصيل والإجراءات لعملية التصكيك	5
	0.00	2.38	23.81	52.38	21.43	%		
4.26	0	1	4	20	17	تكرار	يعد الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك عاملاً مؤثراً وفعالاً في إصدار الصكوك في المستقبل	6
	0.00	2.38	9.52	47.62	40.48	%		

3-الإطار التشريعي للصكوك تسهم في تنشيط سوق التداول

يوضح الجدول وجود معنوية للإطار التشريعي في تنشيط سوق التداول، وخاصة في الأحوال التالية:

- حال طرح الصكوك للاكتتاب العام وقد بلغ المتوسط 4,21
 - حال موافقة لجنة الرقابة الشرعية، وقد بلغ المتوسط 4,0
 - حال زيادة عدد إصدارات الصكوك عن إصدارات السندات، وقد بلغ المتوسط 3,86
- وهو ما يعني الاتفاق على أهمية هذا العنصر في كافة الأحوال، وهو ما يؤكد صحة فرضية الدراسة

مساهمة الإطار التشريعي للصكوك في تنشيط سوق التداول

اختبار كا – تربيع Chi-Square Test		المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفقرة	
المعنوية Sig.	القيمة		غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة		
0.000	77.286	3.86	0	3	4	31	4	تكرار	حال زيادة عدد إصدارات الصكوك عن إصدارات السندات
			0.00	7.14	9.52	73.81	9.52	%	
0.000	85.857	4.00	0	0	5	32	5	تكرار	حال موافقه لجنة الرقابة الشرعية
			0.00	0.00	11.90	76.19	11.90	%	
0.000	63.000	4.21	0	0	3	27	12	تكرار	حال طرح الصكوك للاكتتاب العام
			0.00	0.00	7.14	64.29	28.57	%	

وتمثلت أهم الملاحظات بشأن الإطار التنظيمي للصكوك فيما يلي:

-تعريف الصكوك وفقاً للمادة 14 مكرر من قانون 95 لسنة 1992، توضح أن الصكوك أقرب في تعريفها إلى السهم، إلا أن صياغة مواد القانون تتعامل مع الصكوك على أنها أقرب ما تكون إلى السند، وهذا خطأ جوهري يؤدي إلى وجود ضبابية في التأصيل لهذه الورقة المالية، تظهر آثاره عند حدوث نزاع بين الأطراف، ورفع الأمر للقضاء.

-نصوص القانون قد تصح لبعض الصيغ كالإجارة ولكنها قد لا تصح لصيغ أخرى مثل المضاربة والمشاركة والتي يكون فيها العائد غير معلوم، ويعتمد على نتيجة النشاط من ربح أو خسارة. كما أن صكوك المرابحة من الممكن أن تعفي من بعض المتطلبات الواردة في القانون واللائحة مثل دراسة الجدوى.

-المادة 14 مكرر 1 من القانون والخاصة بصيغ الصكوك تحتاج إلى مراجعة كاملة لمعالجة أوجه القصور في توصيف صيغ إصدار الصكوك.

-ضرورة إجازة لجنة الرقابة الشرعية الفرعية والمركزية لقيد وتداول إصدار الصكوك.

-إدخال تعديل على التشريع المنظم للصكوك بإدخال الصكوك السيادية.

-إيجاد تحفيز لعملية إصدار الصكوك عند نقل ملكية الأصول لشركة التصكيك، في بعض الصيغ مثل الإجارة يجب أن يسمح بنقل ملكية الأصول دون تحمل رسوم نقل الملكية.

-ضرورة وجود آلية مرنة لتعديل التشريعات والأطر القانونية بناءً على الواقع العملي، وكذلك الاستعانة بخبرات الدول الأخرى لتجنب المشاكل.

-إنشاء وحدة مستقلة للإشراف والرقابة على إصدار الصكوك بعد الطرح وتغطية جميع جوانب الصكوك خلال عمر الصك.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية

تناول الإطار القانوني للصكوك كافة النواحي المرتبطة بالضوابط الشرعية السابق الإشارة إليها ومنها شروط خاصه بالمشروع، وصيغ الصكوك، ولجان الرقابة الشرعية الفرعية والمركزية.

وقد أكدت الدراسة التطبيقية السابق الإشارة إليها الي وجود دور للعوامل الشرعية علي الوجه التالي¹:-

1- الضوابط الشرعية وتنمية سوق الإصدار.

يوضح الجدول وجود معنوية للضوابط الشرعية في تنمية سوق الإصدار، حيث بلغت نسبة الموافقة 92.85%، كما بلغ المتوسط 4.5 كما هو موضح من الجدول:-

الضوابط الشرعية وتنمية سوق الإصدار

اختبار كا - تربيع Chi-Square Test		المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفقرة	
المعنوية Sig.	القيمة		غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة		
0.000	54.429	4.50	0	0	3	15	24	تكرار	للضوابط الشرعية دور في
			0.00	0.00	7.14	35.71	57.14	%	زيادة عدد إصدارات الصكوك وتنمية سوق الإصدار

وهو ما يعني الاتفاق علي أهمية هذا العنصر وتأثيره في تنمية سوق الإصدار، وهو ما يؤكد صحة فرضيه الدراسة.

2- الضوابط الشرعية وكيفية تنمية سوق الإصدار.

يوضح الجدول الأسباب التي تجعل للضوابط الشرعية دور في تنمية سوق الإصدار علي الوجه التالي:-

¹ سيد عبد الفضيل، الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك ودورها في تنمية الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 200-204

الضوابط الشرعية وكيفية تنمية سوق الإصدار

اختبار كا - تربيع Chi-Square Test		المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفقرة	
المعنوية Sig.	القيمة		غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة		
0.000	57.524	4.19	0	0	4	26	12	تكرار	وجود فئات كبيرة من المستثمرين ترغب في تطبيق الشرعة الإسلامية
			0.00	0.00	9.52	61.90	28.57	%	
0.000	28.238	3.88	0	3	9	20	10	تكرار	الضوابط الشرعية تضمن انضباط عملية التصكيك
			0.00	7.14	21.43	47.62	23.81	%	
0.000	27.762	3.45	0	5	17	16	4	تكرار	رغبة الكثير من المستثمرين غير المسلمين في دخول منتجات جديدة
			0.00	11.90	40.48	38.10	9.52	%	

ويوضح الجدول دور الضوابط الشرعية في تنمية سوق الإصدار ترجع بالترتيب إلى وجود فئات كبيرة من المستثمرين ترغب في تطبيق الشرعة الإسلامية ، ثم أن الضوابط الشرعية تضمن انضباط عملية التصكيك، وأخيرًا رغبة الكثير من المستثمرين غير المسلمين في دخول منتجات جديدة ، وقد بلغ المتوسط على الترتيب 4,19، 3,88، 3,45، مما يعني الاتفاق على أهمية تلك الأسباب.

3- الضوابط الشرعية وتأثيرها في القرار الاستثماري للمستثمر

يوضح الجدول الضوابط الشرعية الأسباب التي تؤثر في القرار الاستثماري للمستثمر في الصكوك، وذلك كمايلي: -

الضوابط الشرعية وتأثيرها في القرار الاستثماري

المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفقرة	
	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة		
3.43	0	11	12	9	10	تكرار	1 الضوابط الشرعية تضمن
	0.00	26.19	28.57	21.43	23.81	%	الأمان والضمان لمالكي الصكوك
4.57	0	0	1	16	25	تكرار	2 الضوابط الشرعية تعني
	0.00	0.00	2.38	38.10	59.52	%	الالتزام بالشريعة الإسلامية
4.24	0	0	6	20	16	تكرار	3 انضباط عقود التمويل
	0.00	0.00	14.29	47.62	38.10	%	الإسلامي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
4.45	0	0	3	17	22	تكرار	4 توافر لجنة رقابة شرعية
	0.00	0.00	7.14	40.48	52.38	%	فرعية للشركة المصدرة ولجنة رقابة شرعية مركزية لمراجعته مدى توافق الإصدار مع أحكام الشريعة الإسلامية
3.93	0	4	13	7	18	تكرار	5 الضوابط الشرعية توفر عائد
	0.00	9.52	30.95	16.67	42.86	%	عادل لمالكي الصكوك

أكدت الدراسة التطبيقية ان للضوابط الشرعية تأثير في القرار الاستثماري للمستثمر للأسباب وفقاً للترتيب التالي:-

-الضوابط الشرعية تعني الالتزام بالشريعة الإسلامية ، وقد بلغ المتوسط 4.57.

-توافر لجنة رقابة شرعية فرعية للشركة المصدرة ولجنة رقابة شرعية مركزية لمراجعة مدى توافق الإصدار مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد بلغ المتوسط 4.45.

-انضباط عقود التمويل الإسلامي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد بلغ المتوسط 4.24.

-الضوابط الشرعية تضمن الأمان والضمان لمالكي الصكوك، وقد بلغ المتوسط 4,43.

-الضوابط الشرعية توفر عائداً عادلاً لمالكي الصكوك وقد بلغ المتوسط 3,93.

وتوضح قيم المتوسطات الاتفاق على تلك الأسباب.

4-مهام لجنة الرقابة الفرعية والمركزية في توفير الأمان والضمان لمالكي الصكوك.

يوضح الجدول دور لجان الرقابة الشرعية الفرعية والمركزية علي الوجه التالي:-

دور لجان الرقابة الشرعية

المتوسط	استجابات عينة الدراسة			الفقرة	
	كاف	لا اعرف	غير كاف	تكرار	
2.69	35	1	6	تكرار	1
	83.33	2.38	14.29	%	مراجعة هيكله الصكوك
2.76	37	0	5	تكرار	2
	88.10	0.00	11.90	%	مراجعة عقد الإصدار
2.71	35	2	5	تكرار	3
	83.33	4.76	11.90	%	مراجعة عقود عملية التصكيك
2.69	35	1	6	تكرار	4
	83.33	2.38	14.29	%	مراجعة نشرة الاكتتاب
2.52	31	2	9	تكرار	5
	73.81	4.76	21.43	%	مراجعة التقارير الدورية وإفصاحات ما بعد الإصدار
2.24	24	4	14	تكرار	6
	57.14	9.52	33.33	%	إبداء الرأي في أية مشاكل قد يتعرض لها الإصدار

أكدت الدراسة على وجود دور للجنة الرقابة الفرعية والمركزية في توفير الأمان والضمان لمالكي الصكوك من خلال المهام المذكورة على الترتيب التالي وفقاً للأهمية:-

- مراجعة عقود عملية التصكيك.

- مراجعة عقود عملية التصكيك.

- مراجعة هيكله الصكوك.

- مراجعة نشرة الاكتتاب.

- مراجعة التقارير الدورية وإفصاحات ما بعد الإصدار.

- إبداء الرأي في أية مشاكل قد يتعرض لها الإصدار.

إلا أن الدراسة أكدت على أن هذه العناصر غير كافية، وبالإضافة إلى عدم وجود درجه من الثقافة المالية الإسلامية لدور تلك اللجان، وهو ما تبين من انخفاض درجة المتوسط عن (3) ، وهو ما يوضح عدم اتفاق عينة البحث على هذا البند.

5- دور الضوابط الشرعية في تنشيط سوق التداول

يوضح الجدول وجود معنوية للضوابط الشرعية في تنمية سوق التداول، حيث بلغت نسبة الموافقة 97.61% ، كما بلغ المتوسط 4,6 ، وهو ما يعني الاتفاق على أهميه الضوابط الشرعية في تنشيط سوق التداول، حيث أن لجان الرقابة الشرعية هي التي تحدد الصيغ التي يجوز قيدها في البورصة وفقاً للمعايير الشرعية في هذا الشأن.

دور الضوابط الشرعية في تنشيط سوق التداول

اختبار كا - تربيع Chi-Square Test		المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفقرة	
المعنوية Sig.	القيمة		غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة		
0.000	65.381	4.60	0	0	1	15	26	تكرار	يؤدي قيد وتداول الصكوك وفقاً لقرار لجنة الرقابة الشرعية إلى تنشيط سوق التداول
			0.00	0.00	2.38	35.71	61.90	%	

و لقد تمثلت أهم الملاحظات بشأن الضوابط الشرعية فيما يلي:-

- يعد دور لجنة الرقابة الشرعية سواء المركزية أو الفرعية غير كافٍ نظرًا لأنه يقتصر على النواحي الشرعية دون التركيز على النواحي الفنية التطبيقية، وحتى يمكن توفير الأمان والضمان لمالكي القصور يقترح الآتي: -

أ- عمل مراجعه شامله لجميع المستندات التي لها علاقة بعملية إصدار الصكوك، مثل: العقود، ونشرات الإصدار، والاستثمارات، والنماذج المستخدمة مع العملاء المكتتبين في الصكوك سواء كانت تلك المستندات شرعية أو غير شرعية، وفهم الغرض من استخدامها نظرًا لاحتوائها على بعض البنود التي قد تؤثر في شرعيه الصكوك.

ب- ربط علاقات المستندات بعضها ببعض ومراجعة بنود كل مستند وتأثيره في باقي المستندات، وعلى هيكله الصكوك بصورة عامة؛ للوقوف على جوهر الصكوك المصدرة، وطبيعة العلاقة الحقيقية بين الأطراف دون مراجعة كل مستند على حدة، والاهتمام بشكل المستند على حسب جوهر الصكوك ككل .

ج- عدم الاعتماد على شرح ملخص لعملية إصدار الصكوك وهيكلتها بشكل نظري دون الدخول في تفاصيل التطبيق، بل يتم الاستعانة بذوي الخبرة الفنية لصياغة مثال رقمي لكيفية تطبيق الصكوك واستثمار حصيلة أموالها واحتساب العائد الذي سيوزع على مالكي الصكوك، وكيف يتم تقييم قيمه الاسترداد حتى يكون لدى اللجنة الشرعية معرفة بكيفية تنفيذ الصكوك قبل إعطاء الرأي الشرعي، وحتى يتم استخدام هذا المثال الرقمي كمرجع من قبل التنفيذيين لما اعتمدته الهيئة الشرعية، ويتم مقارنته بما تم في عملية التنفيذ بعد الإصدار.

- فيما يخص البند رقم (6) من محور الضوابط الشرعية والخاص بمهام لجنة الرقابة الشرعية الفرعية والمركزية فيما يتعلق بإبداء الرأي للجنة

الرقابة الشرعية في أية مشاكل قد يتعرض لها الإصدار عليه تحفظ، حيث قد يوحي بأن آراء اللجنة الشرعية غير ملزم؛ لذا يجب التأكيد بنشرة الطرح أن للجنة الحق في أخذ قرارات تتعلق بالجوانب الشرعية للإصدار، وتكون هذه القرارات ملزمة لجميع أطراف الإصدار.

- عدم الاكتفاء بمراجعته التقارير، الأمر الذي يستلزم المتابعة الدقيقة لواقع الأمور بعد الإصدار حتى مرحلة الإطفاء لتجنب المشكلات الفرعية التي يمكن أن يتعرض لها الإصدار.
- ضرورة اجتماع كافة العناصر الموجودة بالمهام.
- إضافة التدقيق الشرعي على منظومة حوكمة الصكوك للتحقق من جهة التنفيذ وفق الضوابط الشرعية بشكل دوري.

المبحث الثالث: العوامل الأخرى المؤثرة في نجاح الصكوك

أوضحت الدراسة التطبيقية¹ السابق الإشارة إليها الي وجود عوامل أخرى غير الضوابط المالية والشرعية والتنظيمية تؤثر في تنمية سوق الصكوك، وفقاً للجدول أدناه على الوجه التالي: -

العوامل الأخرى المؤثرة في اصدار الصكوك

المتوسط	استجابات عينة الدراسة					الفترة	
	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة		
3.64	1	2	12	23	4	تكرار	1 لا يوجد اهتمام لدى الشركات باستخدام الصكوك كأداة تمويلية
	2.38	4.76	28.57	54.76	9.52	%	
4.50	0	1	1	16	24	تكرار	2 لا يوجد إلمام كافٍ لدى الجمهور بماهية الصكوك الإسلامية
	0.00	2.38	2.38	38.10	57.14	%	
3.50	2	8	8	15	9	تكرار	3 المؤسسات المالية ذات الملاءة غير مؤهلة فنياً للاستثمار في الصكوك
	4.76	19.05	19.05	35.71	21.43	%	
4.07	1	0	7	21	13	تكرار	4 عدم وجود الخبرة الكافية لأطراف عملية التصكيك في إصدار الصكوك
	2.38	0.00	16.67	50.00	30.95	%	
3.38	1	8	11	18	4	تكرار	5 عدم توافر الخبرات لأعضاء اللجان الشرعية للبت في الصكوك
	2.38	19.05	26.19	42.86	9.52	%	
3.95	1	0	8	24	9	تكرار	6 مدى الدعم من مؤسسات وأجهزة الدولة بأهمية إصدار الصكوك
	2.38	0.00	19.05	57.14	21.43	%	
4.00	0	1	6	27	8	تكرار	7 تتمتع الصكوك بأحكام شرعية تساعد على ضبط إصدارها وتنظيم العلاقة مع المستثمرين
	0.00	2.38	14.29	64.29	19.05	%	
3.24	1	9	15	13	4	تكرار	8 تخوف المصارف من أحجام المستثمرين على استخدام الصكوك كأداة تمويلية
	2.38	21.43	35.71	30.95	9.52	%	

¹ سيد عبد الفضيل، الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك ودورها في تنمية الأسواق المالية، ، مرجع سبق ذكره، ص ص 212-215

ولقد تم ترتيب تلك العوامل على الوجه التالي :-

-لا يوجد إمام كافٍ لدى الجمهور بماهية الصكوك الإسلامية، وقد بلغ المتوسط 4,5، الأمر الذي يتطلب أهمية الاهتمام بالوعي الاستثماري.

-عدم وجود الخبرة الكافية لأطراف عملية التصكيك في إصدار الصكوك، وقد بلغ المتوسط 4,07.

-تتمتع الصكوك بأحكام شرعية تساعد على ضبط إصدارها وتنظيم العلاقة مع المستثمرين، وقد بلغ المتوسط 4,0، وهو ما يرتبط بالعوامل الشرعية.

-مدى الدعم من مؤسسات وأجهزه الدولة بأهمية إصدار الصكوك، وقد بلغ المتوسط 3,95.

-لا يوجد اهتمام لدى الشركات باستخدام الصكوك كأداة تمويلية، وقد بلغ المتوسط 3,64.

-المؤسسات المالية ذات الملاءة غير مؤهلة فنياً للاستثمار في الصكوك، وقد بلغ المتوسط 3,50.

-عدم توافر الخبرات لأعضاء اللجان الشرعية للبت في الصكوك، وقد بلغ المتوسط 3,38. ، وهو ما يرتبط بالعوامل الشرعية.

-تخوف المصارف من أحجام المستثمرين على استخدام الصكوك كأداة تمويلية، وقد بلغ المتوسط 3,24.

وتوضح المتوسطات الاتفاق على أهمية تلك العناصر المؤثرة في إصدار الصكوك.

ويوضح الجدول التالي مساهمة كل عنصر من العوامل المؤثرة في تطوير سوقي الإصدار والتداول للصكوك الإسلامي علي الوجه التالي:-

- الترويج للصكوك وتنمية الوعي بماهية الصكوك.
- العوامل الشرعية.
- العوامل الاقتصادية.
- كفاءة أطراف عملية التصكيك.
- طلب المستثمرين على الصكوك.
- العوامل التنظيمية.
- رغبة الشركات في استخدام الصكوك كاداه تمويلية.
- دعم مؤسسات وأجهزة الدولة.

جدول :مساهمة العوامل المؤثرة في تطوير سوقي الإصدار والتداول للصكوك الإسلامي

الفقرة	استجابات عينة الدراسة				
	منخفض جدا	منخفض	متوسط	كبير	كبير جدا
1	3	2	5	6	26
العوامل الشرعية	7	5	12	14	62
	%				
2	3	4	5	12	18
العوامل الاقتصادية	7	10	12	29	42
	%				
3	8	1	8	4	21
العوامل التنظيمية	19	2	19	10	50
	%				
4	7	4	5	4	22
طلب المستثمرين على الصكوك	16	10	12	10	52
	%				
5	3	3	11	6	19
رغبة الشركات في استخدام الصكوك كاداه تمويلية	7	7	26	14	46
	%				
6	4	3	5	18	12
كفاءة أطراف عملية التصكيك	10	7	12	43	28
	%				
7	6	3	10	8	15
دعم مؤسسات وأجهزة الدولة	14	7	24	19	36
	%				
8	3	1	4	11	23
الترويج للصكوك وتنمية الوعي بماهية الصكوك	7	2	10	26	55
	%				

المبحث الرابع

دراسة حاله طرولات الصكوك في مصر

خلال عام 2020 (أول سنه صكوك)¹

المطلب الاول

الصك الأول: الإصدار الأول لشركه المجموعه الماليه هرمس للتصكيك

بتاريخ 8 أبريل 2020 صدرت أول موافقه علي اصدار صكوك في مصر ، وهي صكوك إجارة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل لأسهم وقابلة للسداد المعجل تطرح طرحاً خاصاً وتقيد بالبورصة المصرية لمدة 57 شهراً، تبدأ اعتباراً من تاريخ الإصدار بإصدار واحد بقيمة إجمالية قدرها 2 مليار جنيه مصري بقيمة اسمية 100 جنيهًا للصك الواحد تستهلك، وفقاً لجدول السداد/الاستهلاك محدد بمذكرة المعلومات وذات عائد نصف سنوي متغير يحسب بناءً على مؤشر استرشادي وهو صافي متوسط معدل العائد على أذون الخزانة لسته أشهر بعد الضريبة (وفقاً لآخر مزاد أذون خزانة (182 يوماً) مُعلن قبل بداية كل فترة عائد) مضافاً إليه هامش سنوي قدره 0.00% ، ويتم مراجعة عائد أذون الخزانة (182 يوماً)، كل ستة أشهر يصرف كل ستة (6) أشهر 0 ويحتسب العائد للفترة الأولى اعتباراً من اليوم التالي من غلق باب الاكتتاب، ويتم تحويل حصيلة الاكتتاب في الصكوك (بعد خصم كافة التكاليف والمصروفات والرسوم) لصالح "بالشركة المستفيدة" مقابل بيع المركز التجاري المملوك لها. (ويشار إليه فيما بعد، كما يتم وصفه تفصيلاً أدناه "بالأصل محل التصكيك") لشركة التصكيك. وتاريخ الاستحقاق النهائي/ أو الإطفاء: 31 ديسمبر 2024.

ويتم طرح 100% من الصكوك للاكتتاب الخاص للمؤسسات المالية وللجهات ولأفراد ذوي الخبرة والملاءة المالية.

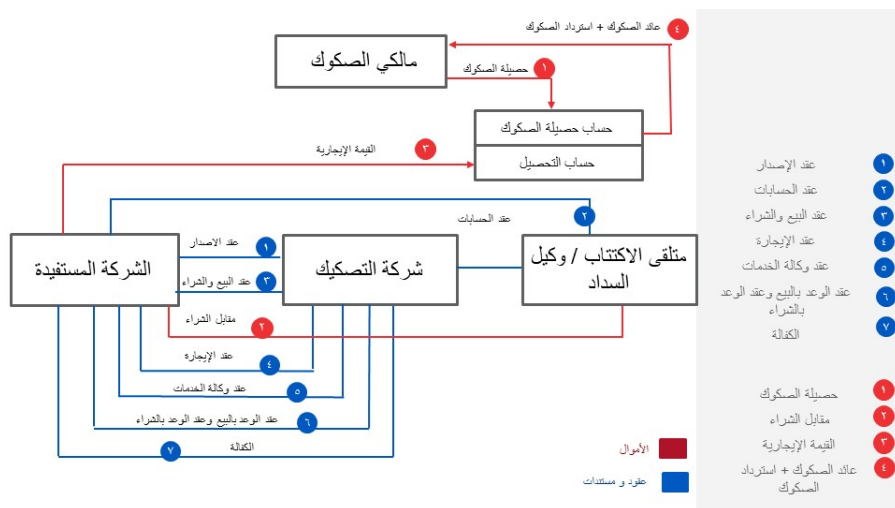
¹ دراسة الحالات وفقاً لما تتضمنه مذكرة معلومات الإصدار وعقود الإصدار ومستندات الإصدار

وطبقاً لعقد الإصدار الخاص بصكوك الإجارة، فإن شركة التصكيك ستقوم بشراء الأصل محل التصكيك "مول" من خلال حصيلة إصدار صكوك الإجارة. ثم يتم تأجير الأصل من شركة التصكيك إلى الشركة المستفيدة لمدة زمنية وقيمة إيجاره مساوية لمدة وقيمة الإصدار (صكوك الإجارة) مقابل إيجار تسدده الشركة المستفيدة لشركة التصكيك طبقاً لعقد الإجارة المبرم بينهما. وعند تاريخ استحقاق الصكوك، ستقوم شركة التصكيك بإعادة بيع الأصل للشركة المستفيدة مرة أخرى بعد التسوية الكاملة لجميع مستحقات مالكي الصكوك.

وتتم إجراءات قيد الصكوك بالبورصة المصرية خلال مدة أقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ غلق باب الاكتتاب وبحد أقصى قبل تاريخ توزيع أول عائد للصكوك.

شكل رقم (1)

هيكلية صكوك الأجاره (أصدار هيرمس الأول)



أولاً: الضوابط التنظيمية (الالتزام بخطوات وإجراءات وأحكام الإصدار)

تناولت نشره الطرح تحديد شروط وأحكام الإصدار وبيانات الاكتتاب بشكل واضح وتفصيلي، السداد / الاستهلاك: تسدد / تستهلك الصكوك وفقاً لجدول استهلاك بالنشرة، ويحق للشركة المستفيدة طلب السداد المعجل بموجب عقد الوعد بالبيع لكل أو جزء من مبلغ الإصدار خلال مدة الإصدار

وتكون الصكوك قابلة للتداول بالبورصة وفقاً لقواعد وإجراءات التداول المعمول بها في البورصة، كما تكون كذلك قابلة للاسترداد خلال عمر الإصدار وفي كل الأحوال يكون ذلك بعد قيد الصكوك بالبورصة.

وتتمثل اهم البيانات الواردة بالنشرة على الوجه التالي: -

- الضمانات المقدمة لمالكي الصكوك:

- الكفالة المقدمة من الشركة المستفيدة التي تضمن بموجبها وبشكل نهائي وغير قابل للرجوع فيه كافة أقساط وتوزيعات الصكوك المصدرة بموجب عقد إصدار الصكوك.
- تلتزم الشركة المستفيدة بإضافة شركة التصكيك بصفتها وكيلًا عن مالكي الصكوك كمستفيد أول في وثيقة التأمين التكافلي الشاملة القائمة بالتأمين الشامل على الأصل محل التصكيك .

- الغرض من الإصدار

تمويل الشركة المستفيدة بحصيلة الاكتتاب مقابل بيعها للأصل محل التصكيك إلى شركة التصكيك على أن يتم استثمار التمويل وفقاً لما هو وارد أدناه مع إعادة شراء الشركة المستفيدة للأصل محل التصكيك وفق شروط مستندات التصكيك.

- أوجه استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك:

مبلغ يمثل حوالي نسبة % من حصيلة الاكتتاب يستخدم في استكمال أعمال إنشاءات الأصل محل التصكيك. والمبلغ المتبقي من

حصيلة الاكتتاب يستخدم في استرداد التكاليف الاستثمارية التي انفتحتها الشركة المستفيدة على الأصل محل التصكيك.

- أوضحت النشرة الأسباب التي تستوجب الاستحقاق المبكر ومعالجة التعثر وكيفية تسوية حقوق مالكي الصكوك.
- وتلتزم الشركة المستفيدة في حالة الإخلال بدفع أي مبلغ مستحق من قيمة الصكوك وعوائدها أو العمولات أو المصروفات أو أية مبالغ أخرى واجبة الدفع بموجب عقد الإصدار بأن تسدد تعويض عن تلك المبالغ المتأخرة بواقع% سنوياً على أن يتم استخدام هذا التعويض وفقاً لما تقرره لجنة الرقابة الشرعية.

- تلتزم الشركة المستفيدة وشركة التصكيك ووكيل السداد ولجنة الرقابة الشرعية بمتطلبات الإفصاح وفقاً لللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.

ثانياً: الضوابط المالية

تعد الضوابط المالية للمشروع العنصر الأول لنجاح عملية التصكيك ويتم التأكد من توافر تلك الضوابط من خلال العناصر التالية: -

- إعداد دراسة جدوى للمشروع محل التصكيك ويتناول وصف الأصل محل التصكيك (مول تجاري مفتوح) واسم المشروع وموقعه-وصف المشروع- الملخص التنفيذي لدراسة الجدوى والقيمة العادلة الاسترشادية للأصل محل التصكيك والمعدة من قبل مستشار مالي مستقل من المسجلين بسجلات الهيئة العامة للرقابة المالية التي تتناول قائمه التدفقات النقدية للمشروع خلال عمر الصك والقيمة الحالية لتلك التدفقات وأهم الافتراضات التي بنيت عليها خطه العمل المستقبلية للمشروع.

وكانت القيمة العادلة عدة أضعاف قيمة الإصدار أو القيمة الدفترية للمول.

- موقف التأمينات والرهونات على الأصل محل التصكيك:

- موقف الملكية والتراخيص بناءً على خطاب الشركة المستفيدة.
- تصنيف الملاءة الائتمانية للإصدار.

وقد منحت شركة التصنيف الائتماني وخدمة المستثمرين" التصنيف والترتيب المحلي للملاءمة الائتمانية (تصنيف الجدارة) درجة "A+" وبنظرة مستقبلية "مستقرة" لصكوك الإجارة وهو ما يعنى تقييم مديونية الإصدار من الدرجة الأولى التي لا تحظى بأية ضمانات (Sukuk Senior Unsecured).

كما منحت شركة ميريس "الشرق الأوسط للتصنيف الائتماني وخدمة المستثمرين" في 11 مارس 2020 التصنيف والترتيب المحلي للملاءة (تصنيف الجدارة) الائتمانية للشركة المستفيدة ش.م.م. للالتزامات طويلة الأجل، وهو ما يعنى تقييم مديونية المنشأة من الدرجة الأولى، والتي لا تحظى بأي ضمانات (Senior Unsecured Debt) وقد تم منح الالتزامات طويلة الأجل درجة "A+" بنظرة مستقبلية "مستقرة". وذلك بناءً على الدراسات التي قامت بها شركة ميريس عن أداء الشركة اعتماداً على القوائم المالية المدققة وذلك عن الفترة المالية المنتهية في سبتمبر 2019.

ثالثاً: الضوابط الشرعية

- تم إعداد تقرير مبدئي من لجنة الرقابة الشرعية الفرعية بتوافق الصك مع الشريعة الإسلامية قبل البدء في الإجراءات التنفيذية لإصدار الصك وصدرت الموافقة المبدئية للجنة الرقابة الشرعية المركزية عليه.
- عند تقدم الشركة بملف إصدار الصكوك، صدرت الموافقة النهائية للجنة الرقابة الشرعية الفرعية على الصك وعقود الإصدار ومذكره المعلومات، وتم العرض على لجنة الرقابة الشرعية المركزية، وصدرت موافقتها النهائية.

المطلب الثاني

الصك الثاني: الإصدار الأول لشركة ثروة للتصكيك

محل هذا الإصدار هو إصدار صكوك مضاربة متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل لأسهم وقابلة للاستهلاك المبكر الجزئي أو الكلي بدءاً من الشهر الـ 25 من تاريخ غلق باب الاكتتاب.

وتصدر الصكوك بإصدار واحد بقيمة إجمالية 2.5 مليار جنيه مصري موزعة على عدد 25 مليون صك بقيمة إسمية 100 جنيه مصري للصك الواحد وتطرح طرْحاً خاصاً وتقيّد بشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيّد المركزي كما تقيّد بالبورصة المصرية ومدتها بحد أقصى (84) شهراً تبدأ اعتباراً من اليوم التالي لتاريخ غلق باب الإكتتاب في الصكوك.

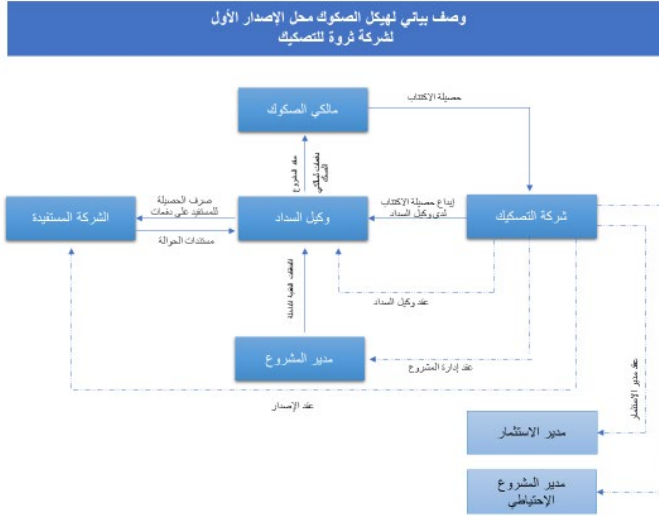
وذلك لتمويل مشروع الشركة المستفيدة ("الشركة المستفيدة"/ المضارب) لتمويل شراء سيارات مملوكة لعملائها و/ أو عملاء شركاتها التابعة والشقيقة التي تزاول ذات النشاط وما يلحق بذلك من ضمانات ("المحفظة / المحافظ) على ان يتم ذلك بدءاً من اليوم التالي لتاريخ غلق باب الإكتتاب وحتى نهاية الشهر الـ 24 من عمر الإصدار.

ويستحق مالكو الصكوك عائداً متغيراً ويبدأ صرف العائد لمالكي الصكوك اعتباراً من الشهر التالي لتاريخ غلق باب الإكتتاب في الإصدار ويستحق العائد في يوم 30 من كل شهر حتى نهاية أجل الصكوك وسداد مستحقات مالكي الصكوك، ويحتسب العائد المستحق لمالكي الصكوك بناءً على صافي العوائد المحققة من المشروع، وذلك بناءً على متوسط العائد المرجح بالوزن النسبي للاستثمارات محل المشروع بعد خصم التكاليف الدورية.

ويتم طرح 100% من صكوك المضاربة للطرح الخاص للمؤسسات المالية والأشخاص من ذوي الملاة المالية.

يبدأ الاستهلاك المبكر الجزئي للقيمة الإسمية للصكوك اعتباراً من الشهر الـ 25 من تاريخ غلق باب الإكتتاب وفقاً للجدول الإسترشادي بالنشرة.

شكل رقم (2)
هيكل صكوك مضاربة (أصدار ثروة الأول)



أولاً: الضوابط التنظيمية

تناولت نشره الطرح تحديد شروط وأحكام الإصدار وبيانات الاكتتاب بشكل واضح وتفصيلي، السداد / الاستهلاك: تسدد / تستهلك الصكوك وفقاً لجدول السداد المعجل ويحق للشركة المستفيدة طلب السداد المعجل بموجب عقد الوعد بالبيع لكل أو جزء من مبلغ الإصدار خلال مدة الإصدار وتكون الصكوك قابلة للتداول بالبورصة وفقاً لقواعد وإجراءات التداول المعمول بها في البورصة، كما تكون كذلك قابلة للاسترداد خلال عمر الإصدار وفي كل الأحوال يكون ذلك بعد قيد الصكوك بالبورصة.

وتتمثل اهم البيانات الواردة بالنشرة على الوجه التالي: -

- الضمانات المقدمة لمالكي الصكوك

-سقوم الشركة المستفيدة بصفتها مدير المشروع بإيداع التدفقات النقدية للمشروع محل التصكيك في حساب التحصيلات على أن يورد إلى حساب الإصدار لدى وكيل السداد يوميا، على أن تستخدم كافة المبالغ المتاحة في حساب الإصدار في سداد دفعات الصكوك من أصل وعائد طوال مدة الإصدار.

- تتضمن المحفظة عدة ضمانات مثل التأمينات والأوراق التجارية وفي بعض الحالات يضاف ضمان من الغير.

-الاحتفاظ بحساب خدمة التعثر بنسبة 3.6% من إجمالي الرصيد القائم للقيمة الحالية لكل محفظة تم نقل ملكيتها إلى الشركة المصدرة في أي وقت طوال عمر الإصدار (رصيد حساب خدمة التعثر)، ويتم تمويله بالخصم من مستحقات الشركة المستفيدة في ذات تاريخ سداد مقابل كل محفظة تم نقل ملكيتها إلى الشركة المصدرة وتورد قيمة هذه النسبة من حساب الإصدار إلى حساب خدمة التعثر وتستخدم المبالغ الموجودة في هذا الحساب لمجابهة حالات التأخر عن السداد و التعثر للعملاء لكل محفظة طوال عمر الإصدار.

- الغرض من الإصدار:

تستخدم حصيلة الإكتتاب في الصكوك والمبالغ الخاصة بالتدفقات النقدية للمشروع للإستثمار في تمويل مشروع الشركة المستفيدة لتمويل شراء سيارات مملوكة لعملائها و/أو عملاء شركاتها التابعة والشقيقة التي تزاوّل ذات النشاط وما يلحق بذلك من ضمانات ("المحفظة /المحافظ).

- أوجه استخدام حصيلة الإكتتاب في الصكوك

تمويل المشروع محل التصكيك على أن يستثمر الباقي في أوعية إستثمارية منخفضة المخاطر كالإستثمار في أذون الخزانة أو في ودائع لدى البنوك المصرية المسجلة بما يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. لدى البنك المركزي المصري - تناولت النشرة المخاطر المرتبطة بالصكوك عامه، وكذلك المرتبطة بالمشروع المخاطر العامة المالية والاقتصادية المؤثرة على المشروع .

- تلتزم الشركة المستفيدة وشركة التصكيك ووكيل السداد ولجنة الرقابة الشرعية بمتطلبات الإفصاح وفقاً لللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.
- التزام وكيل السداد بأحكام قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 99 لسنة 2020 ، والذي أتاح لشركة التصكيك القيام بإصدار صكوك دون استلزام توافر شرط الاستقلالية لشركه التصكيك عن الشركة المستفيدة او احد أطرافها التابعة للقيام بمتبعه عمل شركه التصكيك، وضمان الالتزام بأحكام مذكره المعلومات خلال عمر الصك

ثانياً: الضوابط المالية

تعد الضوابط المالية للمشروع العنصر الأول لنجاح عملية التصكيك ويتم التأكد من توافر تلك الضوابط من خلال العناصر التالية: -

- إعداد دراسة جدوى للمشروع محل التصكيك لتوقعات الأداء المالي للمشروع خلال مده الإصدار موضحا اجمالي العائد والتكلفة المتوقعة
- منحت شركة ميريس "الشرق الأوسط للتصنيف الائتماني وخدمة المستثمرين في 22 أكتوبر 2020 التصنيف والترتيب المحلي للملاءة الائتمانية (تصنيف الجدارة) درجة "A-(sf)" لصكوك المضاربة المزمع إصدارها من قبل شركة ثروة للتصكيك ش.م.م (الإصدار الأول) ويعكس التصنيف الائتماني الممنوح من قبل شركة ميريس هيكل الإصدار والذي يستند على عقد إصدار صكوك المضاربة بين شركة ثروة للتصكيك ش.م.م والشركة المستفيدة لتمويل شراء سيارات مملوكة لعملاء شركة (المضارب) و/أو عملاء شركاتها التابعة والشقيقة التي تزاوّل ذات النشاط وما يلحق بذلك من ضمانات (المحافظ)

ثالثاً: الضوابط الشرعية

- تم إعداد تقرير مبدئي من لجنة الرقابة الشرعية الفرعية بتوافق الصك مع الشريعة الإسلامية قبل البدء في الإجراءات التنفيذية لإصدار الصك وصدرت الموافقة المبدئية للجنة الرقابة الشرعية المركزية عليه.
- عند تقديم الشركة بملف إصدار الصكوك، صدرت الموافقة النهائية للجنة الرقابة الشرعية الفرعية على الصك وعقود الإصدار ومذكره المعلومات، وتم العرض على لجنة الرقابة الشرعية المركزية، وصدرت موافقتها النهائية.

المطلب الثالث

الصك الثالث: الإصدار الثاني لشركة المجموعة المالية هيرمس للتصكيك

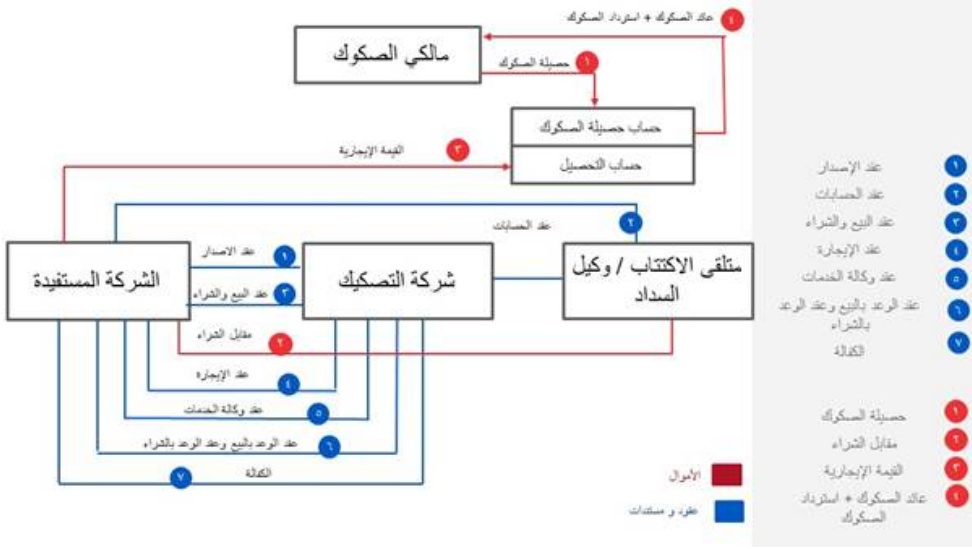
الإصدار الثالث هي صكوك إجارة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل لأسهم وقابلة للاستهلاك المبكر تطرح طرْحاً خاصاً للاكتتاب بنسبة 100% للمؤسسات المالية المؤهلة للاستثمار والجهات والأفراد ذوي الملاءة المالية وتقيد بالبورصة المصرية لمدة أربعة وثمانون (٨٤) شهراً تبدأ اعتباراً من اليوم التالي لتاريخ غلق باب الاكتتاب ، وتصدر بإصدار واحد بقيمة إجمالية قدرها 600,000,000 جنيه مصري (ستمائة مليون جنيهًا مصريًا فقط لا غير)، بقيمة اسمية قدرها ١٠٠ جنيه مصري (مائة جنيهًا مصريًا فقط لا غير) للصك الواحد تستهلك وفقًا لجدول السداد/الاستهلاك المشار إليه بهذه المذكرة وذات عائد استرشادي نصف سنوي متغير يحتسب استرشاديا بناء على سعر الإقراض المعلن من البنك المركزي المصري بالإضافة إلى نسبة الهامش قدرها (٠,٧٥%) على أن يتم مراجعة سعر الإقراض المعلن من البنك المركزي المصري كل ستة (6) أشهر ويصرف كل ستة (6) أشهر فيما عدا العائد الأول يصرف في 30 أبريل 2021، ويحتسب العائد للفترة الأولى اعتباراً من اليوم التالي من غلق باب الاكتتاب.

ويتم تحويل حصيلة الاكتتاب في الصكوك لصالح "الشركة المستفيدة" مقابل بيع أصول التصكيك المشار إليها بهذه المذكرة لشركة التصكيك و/أو الشركة المصدرة.

يتم طرح 100% من الصكوك للطرح الخاص للمؤسسات المالية المؤهلة والجهات والأفراد ذوي الملاءة المالية.

شكل رقم (3)

هيكله صكوك الأجاره (أصدار هيرمس الثاني)



أولاً: الضوابط التنظيمية

تناولت نشره الطرح تحديد شروط وأحكام الإصدار وبيانات الاكتتاب بشكل واضح ونقصيلي، السداد / الاستهلاك: تسدد / تستهلك الصكوك وفقاً لجدول سداد الحق في السداد المعجل

ويحق للشركة المستفيدة طلب السداد المعجل بموجب عقد الوعد بالبيع لكل أو جزء من مبلغ الإصدار خلال مدة الإصدار وتكون الصكوك قابلة للتداول بالبورصة وفقاً لقواعد وإجراءات التداول المعمول بها في البورصة، كما تكون كذلك قابلة للاسترداد خلال عمر الإصدار وفي كل الأحوال يكون ذلك بعد قيد الصكوك بالبورصة.

وتتمثل أهم البيانات الواردة بالنشرة على الوجه التالي: -

الضمانات المقدمة لمالكي الصكوك

- كفالة صادرة من الشركة المستفيدة لصالح الشركة المصدرة بالنيابة عن مالكي الصكوك تكفل وتضمن بموجبها ضماناً نهائياً وغير قابل للرجوع فيه كافة أقساط وتوزيعات الصكوك المصدرة بموجب عقد إصدار الصكوك ومذكرة المعلومات في حدود إجمالي قيمة الإصدار
- ايداع الشركة المستفيدة بصفقتها مستأجر للأصول محل التصكيك وفقاً لعقد الإجارة للقيمة الإيجارية للأصول محل التصكيك وصافي إيرادات الأصول محل التصكيك الناتجة من تشغيل الأصول محل التصكيك بعد خصم مصاريف التشغيل والضرائب تأميناً لسداد القيمة الإيجارية المستحقة في تاريخ الاستحقاق المعني لكل فترة إيجاريه في حساب التحصيل، على أن تستخدم كافة المبالغ المتاحة في هذا الحساب في السداد الجزئي أو الكلي لأقساط وعوائد الصكوك طوال مدة الإصدار، وفي حالة وجود أي مبالغ متبقية بعد أي تاريخ استحقاق ستتم تحويل المبلغ الزائد إلى الشركة المستفيدة، وذلك وفقاً للضوابط والشروط المنصوص عليها بعقد الحسابات المؤرخ في 27 ديسمبر 2020.
- تلتزم الشركة المستفيدة بالاحتفاظ وتجديد وثيقة التأمين التكافلي

- الغرض من الإصدار

تمويل الشركة المستفيدة بحصيلة الاكتتاب في الصكوك مقابل بيعها للأصول محل التصكيك إلى الشركة المصدرة على أن يتم استثمار التمويل وفقاً لما هو وارد أدناه مع إعادة شراء الشركة المستفيدة للأصول محل التصكيك وفقاً لشروط مستندات التصكيك وعقد الوعد بالبيع.

- أوجه استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك

استرداد التكاليف الاستثمارية التي انفقتها الشركة المستفيدة على الأصول محل التصكيك واستخدامها في أنشطة الشركة المستفيدة من أجل التوسعات المستقبلية في قطاع التعليم العالي والتعليم ما قبل الجامعي، وفي سداد التزامات الشركة المستفيدة المالية ومن بينها التزاماتها تجاه البنوك المقرضة.

- الحق في الاستهلاك المبكر الكلي أو الجزئي:

يحق للشركة المستفيدة خلال مدة الإصدار واعتباراً من اليوم التالي لغلق باب

الاكتتاب أن تطلب الاستهلاك المبكر الكلي أو الجزئي للصكوك لكل أو جزء من مبلغ الإصدار ويجب على شركة المستفيدة في هذه الحالة إخطار الشركة المصدرة قبل خمسة عشر (15) يوماً على الأقل من التاريخ المحدد للسداد المعجل مع إخطار الهيئة بالإعلان، ويجب أن يحدد الإخطار المذكور المبلغ المراد تعجيل سداده وتاريخ هذا السداد. وتلتزم الشركة المستفيدة في حالة قيامها بالاستهلاك المبكر الجزئي أو الكلي بسداد العائد المستحق عن المبلغ المطلوب سداده حتى تاريخ الاستهلاك المبكر بالإضافة إلى مقابل الاستهلاك المبكر لمالكي الصكوك بنسبة (0.25%) من العائد المستحق على المبلغ المعجل سداده حتى تاريخ الاستهلاك المبكر.

- حالات الإخلال

وفي حالة توافر أي حالة من حالات الإخلال ولم يتم تصحيحها خلال مدة التصحيح لكل حالة وفقاً لما هو مذكور بتلك المادة تستحق فوراً قيمة الصكوك وعوائدها بالكامل حتى تاريخ اطفاء الصكوك كذلك رسوم ومصاريف الإصدار المرتبطة وذلك دون الحاجة إلى إعدار أو إنذار أو إصدار حكم قضائي أو اتخاذ أي إجراء آخر وفور السداد تعود ملكية الأصول إلى الشركة المستفيدة وفقاً لعقد الوعد بالشراء.

وتلتزم الشركة المستفيدة في حالة الإخلال بدفع أي مبلغ مستحق من قيمة الصكوك وعوائدها أو العمولات أو المصروفات أو أي مبالغ أخرى واجبة الدفع بموجب عقد الإصدار بأن تسدد تعويض عن تلك المبالغ المتأخرة عن الفترة من تاريخ الاستحقاق حتى السداد الفعلي بواقع 0.5% (نصف في المائة) سنوياً بالإضافة إلى العائد ويحتسب على المبالغ المستحقة والغير مسددة (والتي تتضمن أي مبلغ من أصل قيمة الصكوك والعائد) عن الفترة من تاريخ استحقاقها حتى تاريخ سدادها الفعلي على أن يتم استخدام هذا التعويض وفقاً لما تقرره لجنة الرقابة الشرعية الفرعية.

- تلتزم الشركة المستفيدة وشركة التصكيك ووكيل السداد ولجنة الرقابة الشرعية بمتطلبات الإفصاح وفقاً للاتحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.
- تناولت النشرة المخاطر المرتبطة بالصكوك عامه، وكذلك المرتبطة بالمشروع المخاطر العامة المالية والاقتصادية المؤثرة على المشروع .

ثانياً: الضوابط المالية للمشروع

تعد الضوابط المالية للمشروع العنصر الأول لنجاح عملية التصكيك ويتم التأكد من توافر تلك الضوابط من خلال العناصر التالية: -

- إعداد دراسة جدوى للمشروع محل التصكيك وقد بلغت قيمه الـ 4 مدارس محل التصكيك 1.5 ضعف قيمه الصكوك المراد إصدارها
- تم تحديد التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والارباح من الأصول محل التصكيك
- منحت شركة ميريس "الشرق الأوسط للتصنيف الائتماني وخدمة المستثمرين" في 21 ديسمبر 2020، التصنيف والترتيب المحلي للملاءة الائتمانية (تصنيف الجدارة) درجة "A" لصكوك الإجارة المزمع إصدارها من قبل شركة المجموعة المالية هير ميس للتصكيك ش.م.م (الإصدار الثاني) ، ويعتمد التصنيف الائتماني الممنوح في الأساس على التصنيف والترتيب المحلي للملاءة (تصنيف الجدارة) الائتمانية للشركة المستفيدة للالتزامات طويلة الأجل.

ثالثاً: الضوابط الشرعية

- تم إعداد تقرير مبدئي من لجنة الرقابة الشرعية الفرعية بتوافق الصك مع الشريعة الإسلامية قبل البدء في الإجراءات التنفيذية لإصدار الصك وصدرت الموافقة المبدئية للجنة الرقابة الشرعية المركزية عليه.
- عند تقديم الشركة بملف إصدار الصكوك، صدرت الموافقة النهائية للجنة الرقابة الشرعية الفرعية على الصك وعقود الإصدار ومذكره المعلومات، وتم العرض على لجنة الرقابة الشرعية المركزية، وصدرت موافقتها النهائية.

المبحث الخامس

مشروع الصكوك السيادية (دراسة مقارنة بصكوك الشركات)

أعلنت وزارة المالية عزمها إصدار أول صكوك سيادية، وفي سبيل ذلك قامت بإعداد مشروع قانون جديد للصكوك السيادية، تقرر عرضه على مجلس النواب، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى فتح الباب أمام مصر للدخول في عالم التمويل الإسلامي، الذي بلغ حجم تعاملاته بنهاية يونيو ٢٠٢٠ ما يقارب ٢,٧ تريليون دولار.

وتهدف الحكومة المصرية من إصدار الصكوك السيادية إلى تنويع قاعدة المستثمرين في الأوراق المالية الحكومية، خاصة أن الصكوك السيادية تصدر بصيغ متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية. وهو ما سوف يسهم في جذب شريحة جديدة من المستثمرين ممن يهتمون بالاستثمار طبقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية؛ بما يوفر تمويلًا وسيولة إضافية لأسواق المال الحكومية، كما يساعد أيضًا على خفض تكلفة تمويل عجز الموازنة العامة للدولة وإطالة متوسط عمر محفظة الدين.

ويقوم إصدار الصكوك السيادية على أساس حق الانتفاع للأصول المملوكة للدولة ملكية خاصة، وذلك عن طريق بيع حق الانتفاع بهذه الأصول دون حق الرقبة، أو عن طريق تأجيرها، أو بأي طريق آخر يتفق مع عقد إصدار هذه الصكوك السيادية، مع عدم ضمان حصة مالك الصك في الأصول وفقًا لمبادئ الشريعة الإسلامية.

على أن يتم مراجعة الشكل النهائي لمشروع القانون الجديد بالتشاور مع جميع الوزارات، والجهات المعنية بالرقابة المالية، وأيضًا مع بعض البنوك الإسلامية من نوات الخبرة في مجال إصدار الصكوك السيادية، وكذلك الأزهر الشريف؛ وذلك بهدف الوصول لأفضل صيغة لبنود القانون، بما يتماشى مع طبيعة الصكوك السيادية وأسواق المال الحكومية، وأيضًا للتأكد من توافق جميع مواده مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ومن المتوقع الموافقة على قانون الصكوك السيادية خلال عام 2021¹.

¹ <http://www.mof.gov.eg/Arabic/MOFNews/Media/Pages/release4-11-2020.aspx>

تكمّل الإطار التشريعي 1 للصكوك السيادية وصكوك الشركات

1- (التعريف)

صكوك الشركات	صكوك السيادية
التعريف اوراق مالية اسميه متساوية القيمة تصدر لمدة محددة لا تزيد عن 30 عاما وتمثل حصة شائعة في ملكيه اصول او منافع او حقوق او مشروع معين او حقوقه او التدفقات النقدية له وفقا لما تحدده نشره الاكتتاب او مذكره المعلومات	اوراق مالية تصدرها <u>وزارة المالية</u> لمدة محددة لا تزيد عن 30 عاما <u>ويجوز تجديدها</u>. وتمثل حصصا شائعة في ملكيه منافع اصول او خدمات او خليطا منها اوفي ملكيه موجودات مشروع معين اونشاط استثماري وفقا لما تحدده نشره الاصدار التي تقرها الهيئة الشرعية وتكون قابله للتداول وفقا لشروط صيغ التمويل الاسلامي
ملحوظه -	يحظر استخدام الاصول الثابتة والمنقولة المملوكة للدولة ملكيه عامه او منافعها لإصدار الصكوك (السيادية/ الحكومية) على اساسها <u>الاصول</u> الموجودات المملوكة للدولة ملكيه خاصه والتي تستخدم كأساس لإصدار الصكوك او ما تموله هذه الصكوك او كلاهما معا، وهي ذات قيمه اقتصاديه

¹ سيد عبد الفضيل، تكامل الإطار التشريعي للصكوك السيادية وصكوك الشركات، محاضرة بالجمعية المصرية للتمويل الإسلامي

2 - ضمان العائد وإجراءات اصدار الصكوك

صكوك الشركات	صكوك السيادية
ضمان العائد لا يجوز أن تتضمن صيغة التعاقد نصاً بضمان حصة مالك الصك في رأس المال أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك، ويستثنى من ذلك حالات التقصير أو الإخلال بأحكام القانون أو مخالفة شروط نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات.	لا يجوز أن تتضمن صيغته التعاقد نصاً بضمان حصة حامل الصك في الاصول المتخذة أساساً لإصداره أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب الي قيمه الصك ويستثنى من ذلك في حالات التقصير أو الأخلال بأحكام القانون أو مخالفه شروط نشره الاصدار
إجراءات اصدار الصكوك الاجراءات الواردة باللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992 قواعد قيد وتداول الصكوك	ستحدد اللائحة التنفيذية الاجراءات مع مراعاة الاجراءات التي تطبق على التعاملات والتداولات للإصدارات الحكومية التسويات المالية بالسوقين الاولي والثانوي طبقا لما تقرره الهيئة الشرعية ونشره الاصدار

3 - الجهة المستفيدة والجهة المصدرة

صكوك الشركات	صكوك السيادية	
الجهة المستفيدة شركات المساهمة البنوك الهيئات العامة وغيرها من الأشخاص الاعتبارية مؤسسات التمويل الدولية او الإقليمية	وزارة المالية ويفتح بالبنك المركزي حساب خاص او اكثر تودع فيه الحصيلة	
الجهة المصدرة الشركة ذات الغرض الخاص (شركة التصكيك) ويجوز ان تكون الجهة المستفيدة هي الجهة المصدرة بشروط	شركه ذات غرض خاص وتعد وكيلاً عن حملة الصكوك تنشأ بقرار من رئيس مجلس الوزراء شركه مستقلة مملوك راس مالها بالكامل للدولة	
	يجوز للشركة ذات الغرض الخاص ان تتعامل في أكثر من اصدار بشرط ان يسمح نظامها بذلك وان يتم مسك حسابات مستقلة لكل اصدار	ملحوظه

4- التزامات شركة التصكيك

صكوك الشركات	صكوك السيادة
1	<u>مزاولة كافة المهام المرتبطة بإصدار الصكوك</u> -تملك الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروعات محل التمويل نيابة عن مالكي الصكوك. -إبرام عقد الاصدار الذي تصدر على أساسه الصكوك، والذي ينظم العلاقة بين الشركة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار ومالكي الصكوك
2	ابرام التعاقدات اللازمة بصفتها وكيلا عن حملة الصكوك - العمل كوكيل عن مالكي الصكوك والقيام بكل الأنشطة أو المهام المتصلة بإصدار الصكوك، على أن ينص على ذلك صراحة في عقد الاصدار، وتكون مسئولة عن كل من التصنيف الائتماني للصك وإدارة الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروعات أو لمصككة طوال مدة الإصدار، وكذا التأكد من سداد العوائد المستحقة دورياً.
3	اداره واستثمار الصكوك واعاده تأجيرها او بيعها لصالحهم إذا اقتضي الامر -تحديد مدى جودة الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروعات التي تمتلكها لإداراتها واستثمارها واستخدامها فيما صدرت الصكوك من أجله. -سداد أو توزيع عوائد الصكوك وأداء القيمة الاستردادية عند حلول أجل الصك وفقاً للأحكام الواردة بنشرة الاصدار. -أي مهام أخرى توافق عليها الهيئة تكون واردة بنشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات.

5-الاعفاءات الضريبية

صكوك الشركات	صكوك السيادة
1	- تعفى من ضريبة القيمة المضافة، ومن جميع الضرائب والرسوم أيأ كان نوعها كافة التصرفات التي تتم فيما بين الجهة المصدرة أو المستفيدة وبين شركة التصكيك بشأن ما يأتي: - أ-التصرفات العقارية وتسجيل العقارات اللازمة لنقل ملكية الأصول العقارية التي تتم بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك سواء عند إصدار الصكوك أو عند إعادتها للجهة المصدرة في نهاية مدة الإصدار. ب-تسجيل الموجودات والأصول والمنافع التي تتم بين الجهة المستفيدة وشركة التصكيك سواء عند إصدار الصكوك أو إعادتها للجهة المستفيدة في نهاية مدة الإصدار.
2	- وتسري على توزيعات العائد أو الأرباح المقررة لحملة الصكوك وعلى ناتج التعامل على الصكوك المعاملة الضريبية المقررة لسندات الشركات.
3	- تسري على عوائد الصكوك وعلى ناتج التعامل عليها المعاملة الضريبية المقررة للسندات الحكومية

لا يجوز الحجز أو اتخاذ ايه اجراءات تنفيذ على الاصول التي تصدر على اساسها الصكوك ويقع باطلا اي اجراء او تصرف

6- الضوابط المالية لإصدار الصكوك

صكوك السيادية	صكوك الشركات	
يصدر بتحديد الأصول الثابتة والمنقولة للدولة ملكية خاصة التي تصدر على أساسها الصكوك قرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على عرض الوزير المختص	الشروط الواجب توافرها في المشروع -أن يدر دخل وفقاً لدراسة تعد لهذا الغرض. -أن تديره إدارة متخصصة -أن يكون النشاط أو المشروع داخل مصر مالم تكن الشركة أو الجهة مصرية. -أن يكون له حسابات مالية مستقلة	
يتم تقييم حق الانتفاع أو مقابل تأجيرها لغرض اصدار الصكوك بمعرفة لجنة عليا للتقييم يصدر بتشكيلها قرار من رئيس مجلس الوزراء من الخبراء المعنيين، وتحدد اللائحة التنفيذية الجهات التي ينتمي إليها الخبراء	الدراسات اللازمة للموافقة على المشروع محل التصكيك يعتبر اعداد دراسة جدوى للمشروع الذي يمول بحصيلة الاكتتاب والقيمة العادلة لموجودات الصكوك من اهم العوامل لنجاح عملية التصكيك ، على أن تكون هذه الدراسة معتمدة من مستشار مالي مستقل معتمد لدى الهيئة. هذا بالإضافة الي شهادة بالتصنيف الائتماني لإصدار الصكوك من إحدى جهات التصنيف المعتمدة لدى الهيئة	
تعتمد توصيات اللجنة العليا من مجلس الوزراء بناء على عرض الوزير المختص	الضمانات للمشروع محل التصكيك تلتزم شركه التصكيك بتقديم المستندات الخاص هبايه ضمانات للمشروع محل التصكيك عند تقديم طلب اصدار الصكوك	
	قوائم ماليه للمشروع محل التصكيك -وجود افصاحات عن اي احداث جوهريه تؤثر في المشروع -أن يتولى مراقبة حسابات المشروع مراقب حسابات أو أكثر تعينه الجهة المصدرة من بين المسجلين لدى الهيئة. -أن تصدر القوائم المالية للنشاط أو المشروع وفقاً لمعايير المحاسبة المنصوص عليها في هذا القانون، ويتم مراجعتها وفقاً لمعايير المراجعة المنصوص عليها في هذا القانون.	
تستخدم الأصول المملوكة للدولة ملكية خاصة أساساً لإصدار الصكوك عن طريق بيع حق الانتفاع دون حق الرقبة أو تأجيرها أو بأي طريق آخر يتفق مع عقد اصدار الصكوك وفقاً لأحكام القانون ومبادئ الشريعة الإسلامية		ملحوظه

7- قيد وتداول الصكوك

صكوك سيادية	صكوك شركات
تكون الصكوك قابله للتداول في البورصة المصرية او البورصات الدولية وفقا لأحكام وشروط التداول مع التقيد بالمعايير الشرعية	يجب قيد الصكوك التي تطرح في اكتتاب عام للتداول في إحدى بورصات الأوراق المالية في مصر، كما يجوز إدراجها وتداولها في الأسواق المالية في الخارج بعد موافقة الهيئة، كما يجوز قيد الصكوك التي تطرح طرحا خاصا في إحدى بورصات الأوراق المالية بمصر، ويحدد مجلس إدارة الهيئة شروط وقواعد وإجراءات قيدها وتداولها.
حال القيد في البورصة المصرية يتم وفقا للقواعد المتبعة للإصدارات الحكومية من الأوراق المالية وادوات الدين وتحفظ بشركه الايداع والحفظ المركزي	وفقا للمادة 12 من قواعد القيد وتشترط: -ان تكون قد طرحت للاكتتاب العام او الحاص بناء علي نشره اكتتاب او مذكره معلومات. -تقديم شهادة بدرجة التصنيف الائتماني للإصدار. -تعهد الجهة المصدرة بموافاة الهيئة والبورصة بشهادة تصنيف ائتماني سنويا للإصدار -تعهد بالإفصاح الفوري للهيئة والبورصة عن الاحداث الجوهرية، - تشكيل جماعه حمله الصكوك
تقيد الصكوك التي يتم اصدارها خارج مصر وفقا للقواعد المتبعة للإصدارات الحكومية الدولية وتحفظ بأحد البنوك الدولية (بنك الايداع الدولي)	<u>ضوابط تداول الصكوك خارج بورصات الاوراق المالية:</u> قرار مجلس اداره الهيئة رقم (17) لسنة 2017 بشأن التداول واثبات نقل الملكية والاعلان عنها للأوراق المالية غير المقيدة بجداول البورصة المصرية.

8-استرداد الصكوك وتسوية المنازعات

صكوك الشركات	صكوك السيادية	
تلتزم الجهة المستفيدة بأداء ناتج قيمة الصكوك في نهاية أجلها لمالكيها، وتتعهد بشراء موجوداتها القائمة في نهاية مدة الصكوك. ويجوز التعهد بشراء هذه الموجودات قبل نهاية مدة الصكوك، وتحدد هذه القيمة وفقاً للضوابط التي تتضمنها نشرة الاكتتاب.	تلتزم الجهة المستفيدة برد القيمة الاسمية لحمله الصكوك مقابل بيع الموجودات الصكوك للجهة المستفيدة في نهاية مده الصكوك وذلك وفقاً لقواعد الهيئة الشرعية ويجوز ان تتعهد الجهة المستفيدة بشراء تلك الموجودات قبل نهاية مده الصكوك	استرداد الصكوك
وفقاً لنشره الاكتتاب او مذكره المعلومات	يجوز الاتفاق علي تسوية المنازعات داخل مصر وتتم التسوية طبقاً للقواعد المتبعة للإصدارات الحكومية المحلية يجوز الاتفاق علي تسوية المنازعات خارج مصر وتتم التسوية طبقاً للقواعد المتبعة للإصدارات الحكومية الدولية	تسوية المنازعات

9-الهيئة الشرعية التشكيل-الاختصاصات

صكوك الشركات	صكوك السيادية	التشكيل
<u>لجته رقابة شرعية فرعية</u> يجوز أن تصدر صكوك يطلق عليها "متوافقة مع الشريعة الإسلامية بالشروط التالية أ- أن تشكل لجنة رقابة شرعية للإصدار ب- أن يكون المشروع محل التصكيك مجازاً من لجن الرقابة الشرعية بما يفيد توافقه مع أحكام الشريعة الإسلامية. ج- أن يكون طلب قيد وتداول إصدار الصكوك بإحدى البورصات مجازاً من لجنة الرقابة الشرعية. وتلتزم لجنة الرقابة الشرعية منذ إصدار الصكوك وحتى انتهاء استردادها بالتحقق من استمرار توافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية. <u>لجته رقابة شرعية مركزية</u> تشكل اللجنة من خمسة أعضاء من أبرز علماء الشريعة الإسلامية وبعض المتخصصين الذين لديهم خبرة واسعة في المجالات القانونية والمالية والمصرفية -لا يجوز أن يكون عضو لجنة الرقابة الشرعية المركزية عضواً بأحد لجان الرقابة الشرعية الفرعية.	تشكل هيئته شرعية من خمس أعضاء غير متفرغين ترشح هيئته العلماء بالأزهر 3 ويرشح الوزير المختص اثنين من المتخصصين في التمويل الاسلامي (يجوز زيادة العدد الي 7 بترشيح الوزير المختص للصكوك الدولية) بقرار من رئيس مجلس الوزراء	
- وضع المعايير والأطر والأحكام العامة للجانب الشرعي في إصدارات الصكوك -إبداء الرأي والتصنيف الشرعي لطلبات إصدارات الصكوك - ابداء الرأي والمشورة في التقارير من لجنة الرقابة الشرعية الفرعية -دراسة المشاكل الشرعية التي تواجه إصدارات الصكوك خلال عمر الصك (إن وجدت) وإبداء الرأي فيها. -مراجعة استفسارات لجان الرقابة الشرعية الفرعية بالمؤسسات المالية غير المصرفية وإصدار الفتاوى الشرعية -تقديم تقرير سنوي لمجلس إدارة الهيئة عن السلامة الشرعية لإصدارات الصكوك القائمة بالسوق	-إبداء الرأي الشرعي في الصكوك ويكون ملزماً -التحقق من استمرار التوافق مع الشريعة الإسلامية خلال عمر الصك. -الرقابة على الشركة ذات الغرض الخاص أي اختصاصات تكلف بها من رئيس مجلس الوزراء	الاختصاص

10-العقوبات وتحريك الدعوي

صكوك الشركات	صكوك السيادية	
العقوبات	الحبس مدة لا تقل عن عام وبغرامه لا تقل عن 50 ألف جنيه ولا تزيد عن مليون جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين من ارتكب التالي ■ إصدار صكوك على خلاف احكام القانون ■ أفشى سرا أو حقق نفعاً اتصل بحكم عمله ■ عبث عمداً في نزه الإصدار والبيانات والمستندات ■ تقييم بسوء قصد بأقل أو أكثر من قيمتها ■ اغفال بيانات أو وقائع جوهرية ■ كل مسؤول ذكر بيانات غير صحيحة في القوائم المالية للمشروع ■ توزيع عوائد على خلاف احكام القانون ■ كل مراجع مالي وضع تقرير غير صحيح عن شركة التصكيك ■ اثبات بيانات كاذبة تنتجها التفتيش عن شركة التصكيك (تضاعف العقوبة في حال العود)	مع عدم الاخلال بأي عقوبة اشد منصوص عليها في أي قانون آخر، يعاقب بالحبس مدة لا تزيد على خمس سنوات وبغرامه لا تقل عن 50 ألف جنيه أو ما حققه المخالف من نفع مؤثم أو توقاه من خسائر ايهما أكبر، ولا تزيد عن 20 مليون جنيه أو مثلي ما حققه المخالف من نفع مؤثم أو توقاه من خسائر ايهما أكبر، أو بأحدى هاتين العقوبتين كل من 10-إصدار صكوكا أو عرضها للتداول على خلاف الاحكام المقررة في القانون 11-خالف احكام المادة 14 مكرر 18 من القانون 95 لسنة 1992 والتي تلتزم الجهة المستفيدة بأداء ناتج قيمة الصكوك في نهاية أجلها لمالكها، وتتعهد بشراء موجوداتها القائمة في نهاية مدة الصكوك.
الدعوي الجنائية	تحريك الدعوي الجنائية بناء علي طلب من الوزير المختص، ويجوز التصالح عن هذه الجرائم ويترتب على التصالح انقضاء الدعوي الجنائية	تحريك الدعوي بناء علي طلب رئيس الهيئة

المبحث السادس

مستقبل الصكوك في مصر

تمهيد:

أكدت الدراسة التطبيقية السابق الإشارة إليها وجود دور كبير للضوابط المالية والتنظيمية والشرعية، بالإضافة إلى العوامل الأخرى، وهو ما أكدته التجارب الدولية في كل من ماليزيا والامارات والسعودية وهم الدول المصدرة لأكثر من 80% من إصدارات الصكوك.

كما أكدت تلك الدراسة توافر تلك العوامل في سوق الصكوك المصري، على الوجه التالي:-

- العوامل الاقتصادية عوامل محفزة لإصدار الصكوك في ضوء برنامج الإصلاح الاقتصادي والنتائج المميزه للبرنامج، وما أشادت به التقارير من المؤسسات الدولية كما سبق ذكره.

- توافر ومرونة الإطار التنظيمي أو التشريعي للصكوك بصور القانون 17 لسنة 2018 بتعديل أحكام القانون 95 لسنة 1992 ولتحتة التنفيذية وقرارات مجلس إدارة الهيئة في هذا الشأن.

- توافر الأطار الشرعي لإصدار الصكوك في ضوء ماورد بالإطار التنظيمي ، ودور لجان الرقابة الشرعية المركزية والفرعية.

هذا بالإضافة إلى أهمية العوامل الأخرى، وكيفيه أعداد الاستراتيجيات اللازمة لتطوير سوق الصكوك في مصر.

ولعل طرح ثلاثة إصدارات في أول عام للصكوك خلال عام 2020 بقيمة 5.1 مليار جنية- بعد أستكمال الإطار التشريعي للصكوك- مؤشر جيد على آمال

وطموحال للصكوك في مصر ، كما أنه من المتوقع بعد إصدار الصكوك السيادية أن تحتل مصر مكانة كبيرة في سوق الصكوك الدولية ، نظرا لما تتميز به تلك الصكوك من ارتفاع قيمتها، وانخفاض المخاطر لكونها صادرة من الدولة.

كما أن القانون 17 لسنة 2018 قد سمح للأشخاص والجهات الاعتبارية العامة بإصدار صكوك، ولعل استخدام هذه الميزة سيكون لها دور كبير في تنشيط الصكوك. وأتوقع أن يكون لمصر مكانة بين أكبر 5 دول مصدرة للصكوك خلال عام 2020-2025 لو تم التخطيط الجيد وأعداد استراتيجيات فعالة ، كما فعلت كل من ماليزيا والامارات، وأن يكون أسلوب حياتنا الاقتصادية هو التمويل الإسلامي والالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

وسوف نقسم هذا المبحث الي قسمين:-

المطلب الأول: استراتيجية تنشيط المالية الإسلامية للأنشطة المالية غير المصرفية

المطلب الثاني: تنشيط سوق الصكوك المصري

المطلب الأول :استراتيجية تنشيط المالية الإسلامية

(الأنشطة المالية غير المصرفية)

يقوم الاقتصاد الإسلامي على نشاطات اقتصادية حقيقية تعمل على توزيع المصادر، والإنتاج، وتداول المنتجات والخدمات الضرورية، وتوزيع الثروة بشكل عادل ومفيد اجتماعياً، فالتمويل الإسلامي قادر على توفير كل ما يقوم به التمويل التقليدي، ولكن بفاعلية أكبر وبعادلة وتوزيع أمثل للموارد بين الناس من استثمار واستهلاك.

ولاشك أن سبب تطور سوق الصكوك في ماليزيا هو الاتجاه لإنشاء سوق مال إسلامي بوجه عام وتطوير السوق الخاص بالمنتجات الإسلامية ، لذا فان الأمر يتطلب وضع استراتيجية للمالية الإسلامية للأنشطة المالية المصرفية وغير المصرفية.

وقد احتلت الإمارات المركز المتقدمة في إصدار الصكوك بدعم التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية بما يحقق التنمية الاقتصادية والمالية والبيئية المستدامة في الإمارات المتحدة، وتمكنت دبي من أن تصبح ثالث أكبر مركز عالمي للصكوك الإسلامية في أعقاب إدراج حكومة دبي عام 2014م صكوكًا بقيمة 208 مليار درهمًا، وإعلان حكومة هونج كونج عن خطط لإدراك أول صكوكها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بقيمة مليار دولار (3.67 مليار درهمًا) في بورصة ناسداك دبي بمركز دبي المالي العالمي لما شهدته القطاعات الصناعية في منطقة الخليج العربي وجنوب شرق آسيا ازدهارًا مطردًا، وتعد دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي لما تتمتع به من اقتصاد حر ومرن ومفتوح، وتنوع اقتصادها وامتلاكها بنية تحتية وتقنية ولوجيستية.

وجاء إطلاق مبادرة "دبي مركز عالمي للصكوك الإسلامية" في عام 2013م، بهدف دعم قطاع التمويل الإسلامي ونقل إمارة دبي إلى طليعة المراكز الرئيسية لإصدار وإدراك استقطاب العديد من المستثمرين ليس من الدول الإسلامية فقط، بل أيضاً من أكبر اقتصادات العالم غير الإسلامية، وارتفعت القيمة الاسمية الإجمالية للصكوك المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي في نهاية 2015م إلى 36.7 مليار دولار أمريكي مقارنة بـ 5.4 مليار دولار أمريكي لعام إطلاق المبادرة 2013م، مما جعل دبي في المرتبة الأولى عالمياً في إدراج الصكوك الإسلامية وسوف نتناول فيما يلي مقترح استراتيجية لخلق وبناء لقطاع الأنشطة المالية الإسلامية غير المصرفية:-

أولاً: -تحديد الهدف من الاستراتيجية

تهدف الاستراتيجية إلى وضع أسس شاملة، وقواعد قانونية، وأنظمة، وخطط تشغيلية وتنفيذية، وموازنات، وخطط تدريب وتوعية لإنشاء سوق رأسمال إسلامي يوفر منتجات وخدمات وآليات سوق تتوافق مع الشريعة الإسلامية وتوفر خليطاً من العائد والمخاطر يعمل على جذب الاستثمارات ويسهم في تطوير سوق راس المال المصري وزيادة نمو الناتج القومي والاقتصاد القومي.

وبذلك يكون الهدف من الاستراتيجية:-

تطوير منظومة الاقتصاد الإسلامي بتنظيم قطاع الأنشطة المالية الإسلامية غير المصرفية، لتعزيز قدرة الأسواق المالية في الدولة على جذب المزيد من المستثمرين المحليين والأجانب للاكتتاب في المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتداولها بيعاً وشراء.

ثانياً : تحديد الأهداف الفرعية

ويمكن تحديد الأهداف الفرعية علي الوجه التالي:-

1-توفير منتجات وخدمات جديدة تتوافق مع احتياجات السوق والصناعة والمستثمرين ومع مبادئ الشريعة تماشياً مع نمو الطلب على هذه الأدوات لتحقيق احتياجات معينة لدى شريحة كبيرة من المستثمرين المهتمين بالاستثمار الأخلاقي أو المتوافق مع الشريعة الإسلامية بالتحديد مع إمكانية تنويع محافظهم وتوفير أدوات لإدارة وتنفيذ استراتيجيات استثمارية محددة والمشاركة في استثمارات ذات عوائد مجزية.

2-خلق أثر إيجابي كبير على مستقبل القطاع المالي، من حيث توفير مظلة لحوكمة وتصنيف المؤسسات والشركات العاملة في أسواق رأس المال الإسلامية بشكل عام، وكفاءة العقود والتعاملات المالية بشكل خاص.

3-تفعيل العقود المالية الإسلامية المختلفة والتي تخلق فرصاً تمويلية كبيرة، وما يترتب عليه من ازدياداً في عدد المؤسسات والشركات، ويقابله تنوع وثراء في هذه العقود، بحيث تتناسب مع رغبات المتعاملين وتوجهاتهم الاستثمارية المختلفة.

وأهم أهداف هذه الاستراتيجية هو تقنين هذه العقود وتوضيح صفاتها القانونية، وكيفية إدراجها في سوق التمويل والاستثمار الإسلاميين، نظراً لأهميتها في توفير السيولة اللازمة القطاعات الأخرى، ودعم نموها في إطار قانوني تشريعي يضمن الاستدامة ويحد من المخاطر.

4-تعزيز الأثر الاجتماعي لاستثمار الثروة، وفي رفع مساهمة الاقتصاد الإسلامي في الناتج الإجمالي المحلي للإمارات كما ورد في الاستراتيجية المحدثة لمركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي.

- 5- إنشاء سوق ماليه اسلاميه (قسم خاص بالمنتجات الإسلامية) بالبورصة ، وتمثل نسبه معقوله من اجمالي السوق ، مسترشدا بالتجربة الماليزية.
- 6- حوكمة لجان الرقابة الشرعية الفرعية، وتوثيق كافه الفتاوي والاحكام بالمالية الإسلامية للأنشطة غير المصرفية

ثالثاً: محاور الاستراتيجية

المحور الأول: العمل على تطوير النظام المالي الإسلامي بوجه عام من خلال أقسام الصناعة الإسلامية (الصكوك والتمويل الإسلامي - صناديق الاستثمار الإسلامية - التمويل الاستهلاكي - التامين التكافلي - التمويل متناهي الصغر....الخ) ومن خلال محاور الحوكمة الشرعية، والأنظمة القانونية، ومؤسسات البنية التحتية، وأنواع الاسواق المالية، والهيئات الإشرافية والرقابية، وجهات فض المنازعات.

المحور الثاني: إصدار تشريعات أو استحداث أنظمة لتنمية وتنشيط سوق راس المال الإسلامي، تتمثل في: إصدار ضوابط صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، الإفصاح الإضافي للمنتجات الإسلامية، تنظيم الكيان ذي الغرض الخاص «SPV»، تنظيم عقود التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، تحديث نظام الصكوك، تحديث نظام الملاءة المالية بوضع أوزان للمنتجات الإسلامية، وتحديد المتطلبات الشرعية لتقييم الأصول المتوافقة مع الشريعة، ووضع الحد الأدنى من المعايير ومتطلبات الإفصاح في نشرة الإصدار مثل تقييم الأصول واستخدامات الأموال والتخصيص وغيرها، وإصدار وثيقة ضوابط للصناعة Sandbox تشجع الابتكار في مجالات السوق المالية الإسلامية شبيهة بوثيقة FinTech، هذا إلى جانب إصدار نظام حوكمة لأطراف عملية التصكيك وخاصة اللجان الشرعية في المؤسسات المالية بالأسواق.

المحور الثالث : اعتماد وتأهيل العاملين في المنتجات والخدمات الإسلامية لدى شركات الأوراق المالية التي تقدم خدمات إسلامية، وأعضاء لجان الرقابة الشرعية من خلال وضع متطلبات لاعتماد أعضاء اللجان الشرعية.

المحور الرابع: خطه للتوعية بالمالية الإسلامية للأنشطة المالية غير المصرفية بوجه عام والصكوك بوجه خاص من خلال التالي:-

- التعاون مع جمعية التمويل الإسلامي ومعهد الخدمات المالية بالهيئة العامة للرقابة المالية وأية جهات لديها خبرة في هذا المجال.
- توقيع مذكرات تفاهم مع وزارة التعليم العالي والجامعات لإطلاق برامج تمويل إسلامي متخصصة.
- برامج توعية وتدريب حيث نعمل على إعداد برنامج توعية متكامل حول السوق المالي الإسلامي لتعريف جمهور المستثمرين والمهتمين بالمنتجات والخدمات المتوافقة مع الشريعة ومخاطرها وتدريب موظفي الهيئة على المعايير الشرعية، والتدريب على مبادئ AAOIFI المحاسبية، وتبنيها الإفصاح المالي للشركات المتوافقة مع الشريعة وللمحاسبة في الاستثمار في الأوراق والمنتجات الإسلامية.

المحور الخامس: التنسيق مع الجهات والمراكز البحثية المهمة بالاقتصاد الإسلامي بوجه عام والصكوك بوجه خاص.

المحور السادس : التنسيق مع الجهات الدولية المعنية، حيث يتم مخاطبة المنظمة الدولية لهيئات سوق المال «الإيسكوا» للاعتراف الصريح بالأوراق المالية الإسلامية، إلى جانب التنسيق مع المؤسسات والمنظمات الإسلامية الدولية للتعرف علي كل ما هو جديد في المالية الإسلامية.

رابعًا : المشاركون في الاستراتيجية

يجب أن يشترك في بناء تلك الاستراتيجية

-الهيئة العامة للرقابة المالية.

-المؤسسات المالية غير المصرفية.

-لجان الرقابة الشرعية الفرعية ولجنة الرقابة الشرعية المركزية.

- المؤسسات المالية الدينية (الأزهر - دار الإفتاء - مجمع البحوث الإسلامية).

- معهد الدراسات الإسلامية.

- المؤسسات المالية الإسلامية الدولية.

- الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي.

- الأزهر.

- دار الإفتاء المصرية

ويقترح انشاء وحده متخصصه للمالية الإسلامية للأنشطة المالية غير الإسلامية، يتكون أعضاؤها من المتخصصين في فقه المعاملات الإسلامية والاقتصادية المالية والوضعية، ومن أهم وظائفها:

- إعداد البحوث والدراسات، ثم تقديمها إلى الهيئة الشرعية المركزية.

- ابتكار المنتجات المالية في مجال الأسهم، وأدوات الدين، والمشتقات المستقبلية.

- تجميع الفتاوى بموضوعات المالية الإسلامية.

- توثيق جميع الإرشادات والقوانين المتعلقة بإصدارات الأوراق المالية الإسلامية.

-

خامسا: الخطة التنفيذية للاستراتيجية

لابد من وضع خطه تفصيليه لكل من الأهداف العامة والأهداف الفرعية وخطة التنفيذ والمدة الزمني لكل مرحلة من مراحل الخطة ودور كل من الأطراف المختصة في تنفيذ الاستراتيجية والتوعية بها، مع وضع خارطة طريق لتنفيذها وفق منهجية مدروسة، وتحديد مخصصات مالية كافية تضمن توفير الاعتمادات اللازمة لكل مرحلة من مراحل خطة العمل.

المطلب الثاني: تنشيط سوق الصكوك المصرية

أثبتت التجارب الدولية لأهم الدول المصدرة للصكوك أهمية العوامل الاقتصادية والتنظيمية والشرعية للصكوك، كما أكدت الدراسة التطبيقية علي مايلي :-

- للضوابط الشرعية وفقاً للأسباب الواردة بالدراسة التطبيقية أثر كبير في القرار الاستثماري لشراء الصكوك، فضلاً عن دوره في تنشيط سوقي الإصدار والتداول.

- ضرورة تحديد دور واضح لمهام لجنة الرقابة الشرعية الفرعية والمركزية، والعمل على حوكمه لجان الرقابة الشرعية، وإعداد الأدلة اللازمة وإصدار معايير وفتاوى على غرار معايير سوق دبي الإسلامي.

- الضوابط المالية الكلية وفقاً للأسباب الواردة بالدراسة التطبيقية، والضوابط المالية للمشروع وفقاً للعناصر المذكورة لها تأثير في سوقي الإصدار والتداول، إلا أن الأمر يتوقف على توفر كافة تلك العناصر مجتمعة، حتى يمكن ضمان الأداء المالي الناجح للصكوك.

- كفاية الاطار التنظيمي للصكوك بوصفه عاملاً مؤثراً وفعالاً في إصدار الصكوك نظراً لالتسامه بالوضوح والشمول والمرونة.

- الإطار التشريعي للصكوك سيكون له دور في تنشيط سوق التداول حال زيادة عدد وقيمة الصكوك مقارنة بالسندات أو طرح الصكوك للاكتتاب العام، وبشرط موافقة لجنة الرقابة الشرعية المركزية.

- وجود عوامل أخرى مؤثرة في إصدار وتداول الصكوك وفقاً لما أوضحتها الدراسة التطبيقية، وقد تم تحديد أولوية هذه العناصر وفقاً للاتفاق على مدى مساهمتها على الترتيب التالي: الترويج للصكوك وتنمية الوعي بماهية الصكوك، العوامل الشرعية، العوامل الاقتصادية، كفاءة أطراف عملية التصكيك، طلب المستثمرين على الصكوك، العوامل التنظيمية، رغبة الشركات في استخدام الصكوك كأداة تمويلية، وأخيراً دعم مؤسسات وأجهزه الدولة.

تنمية الوعي الاستثماري وتنشيط جانب طلب المستثمرين على الصكوك بماهية الصكوك، ومخاطرها، وعوائدها، ومزاياها، وكيفية اتخاذ القرار الاستثماري للمكتتبين فيها.

- الاهتمام بالعوامل الشرعية كأحد العوامل المميزة للصكوك: العمل على حوكمة لجان الرقابة الشرعية والاهتمام بالتدقيق الشرعي والتدقيق المحاسبي كأدوات مهمة في رفع كفاءة عملية التصكيك.

- العمل على تنمية الاقتصاد المصري وخلق آليات تمويل ومنتجات إسلامية لتمويل الشركات ومعالجة المشاكل الخاصة بعجز الموازنة العامة، هذا بالإضافة إلى رفع كفاءة الضوابط المالية للمشروع وزيادة الإفصاحات وتنمية الوعي بأهمية تلك الضوابط، فضلاً عن فعالية الرقابة على تلك الأدوات من الأطراف المعنية بالتصكيك.

- العمل على رفع كفاءه الأطراف المعنية بالتصكيك وتوافر شروط فعالة للترخيص؛ لضمان قيام الأطراف بمهامهم بكفاءة وفعالية، وتوفير التدريب الكافي ورفع المهارات العملية.

- تطوير البنية المؤسسية (نظم وسياسات عمل... إلخ) للمؤسسات المالية المصرية العاملة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية وإدارة الأصول وترويج وطرح الاكتتابات لاحتواء تطبيقات الصكوك المختلفة.

- التأهيل السريع للكوادر البشرية المعنية بمراحل تطبيقات منظومة الصكوك وثقل مهاراتهم بأحدث المعارف والأدوات المهنية في هذا المجال.

- تجهيز وتطوير نظم المعلومات المتخصصة لإدارة عمليات طرح وتداول الصكوك ومتابعة محافظ الصكوك المختلفة وإجراء التسويات المالية اللازمة وذلك من خلال التعاون مع الجهات الدولية المانحة، مثل البنك الإسلامي للتنمية.

- مراجعه الإطار التشريعي للعوامل التنظيمية، ومتابعة مدى ملائمتها للتطورات الاقتصادية المحلية والدولية، وخاصة في ظل المرونة في إدخال تشريعات جديدة.

- العمل على تنشيط رغبة الشركات في استخدام الصكوك كاداه تمويلية، ووضع خطة قومية للتعريف بأهمية الصكوك بوصفها أداة تمويلية إسلامية لتمويل الشركات ومزاياها ومخاطرها.

- خلق رؤية قومية لإدخال سوق راس المال الإسلامي كأحد الأهداف للدولة ودعم مؤسسات وأجهزة الدولة لتنفيذ تلك الرؤية خلال مدة زمنية مستقبلية.

- تطوير خطة طرورات صكوك إسلامية قوية لمشروعات قومية تصدرها الأشخاص الاعتبارية العامة، تتبناها الدولة من خلال تطبيقات الصكوك

بما يُرسى بؤادر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين المختلفين في فعالية الأداة التمويلية الجديدة.

2- أهمية وجود دور رقابي فعال لأطراف عملية التصكيك خلال عملية التصكيك وحتى انتهاء عمر الصك:-
أ-من الأطراف المعنية وفقاً لنشرة الاكتتاب لضمان نجاح عملية التصكيك.

ب-من لجان الرقابة الشرعية الفرعية والمركزية.

ج-من الهيئة العامة للرقابة المالية.

مع مراعاة الآتي:

• إجراء تقييم المخاطر لكافة مراحل تطبيقات الصكوك المختلفة ووضع خطة فعالة للتعامل معها.

• تطوير نظام تصنيف ائتماني للصكوك يراعى الطبيعة المختلفة لكل نوع من أنواعها ويستخدم أفضل الممارسات الدولية في هذا الشأن بما يسمح بتحقيق الشفافية اللازمة للجدارة الائتمانية لها لدى كافة المستثمرين.

3 - الاستفادة من نماذج وتطبيقات التجارب الدولية لإثراء التجربة المصرية وأهمها: -

• التأكيد على تحقيق السلامة الشرعية للصك منذ إصداره حتى تاريخ الإطفاء.

• مراعاة التوازن بين المشاركين في عملية التصكيك خلال دورة إصدار الصكوك من خبراء شرعيين - قانونيين - ماليين - مصرفيين.

• التأكيد على كون الصكوك حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات يجب نقلها نقل حقيقي لحملة الصكوك وربط عوائد الصكوك

وفقًا لقاعدة الغنم بالغرم وعدم التعهد برد الصك بالقيمة الإسمية في تاريخ الإطفاء.

• منح حوافز لكل من مصدر الصك ومالكه حتى يتم الإقبال على هذه الأداة المهمة.

• التوافق مع ما يصدر من معايير عن الهيئات الدولية المتخصصة في الصناعة المالية الإسلامية، وهيئات التصنيف الدولية بما لا يخالف الضوابط الشرعية والتشريعية.

• الالتزام بحماية العملاء (حامي الصكوك) من مخاطر الأداة المالية الجديدة ومراعاة اعتبارات الإفصاح الشامل والعادل عن مشروع التصكيك في نشرة الاكتتاب وكافة مستندات عمليات التصكيك.

4-التعاون مع المؤسسات المالية الإسلامية التي لها ارتباط بسوق رأس المال الإسلامي بوجه عام والصكوك علي وجه خاص.

5-متابعه أحدث التطورات بالأسواق العالمية، والعمل على خلق قاعدة بيانات لتوفير البيانات والقواعد والفتاوى المنظمة لعمل الصكوك.

6-التعاون بين الإدارة العامة للصكوك بالهيئة العامة للرقابة المالية والجمعية المصرية للتمويل الإسلامي والبنوك الإسلامية ولجان الرقابة الشرعية الفرعية ولجنة الرقابة الشرعية المركزية لتنشيط سوق الصكوك.

7- تخفيض مصاريف إصدار الصكوك ، وخاصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة.

الخاتمة

إن الهدف الرئيسي من الكتاب هو التأكيد على أهمية الصكوك كأداة تمويلية لتمويل المشروعات، وهي أداة واعدة لتنمية الاستثمارات على المستوى المحلي والدولي.

وعلى المستوى الدولي، فإن الصكوك هي الأداة العالمية التي شرعها الله لكافة البشر في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية، لذا فإنه يجب على الدول الإسلامية تدعيم تلك الأداة بالمقارنة بأدوات الدين التقليدية والترويج لها على المستوى الدولي من خلال التالي: -

- 1- التعاون بين الدول الإسلامية لدعم إصدارات الصكوك لتمويل الاستثمارات اللازمة للتنمية الاقتصادية فيما بينها.
 - 2- التعاون مع المؤسسات المالية الإسلامية الدولية لتطوير هندسة الصكوك.
 - 3- تنمية قطاع التمويل الإسلامي الدولي كشرط رئيسي لتنمية إصدارات الصكوك
 - 4- الاستفادة من التجارب الدولية في الصكوك.
- وقد أكدت المؤسسات الدولية تزايد نمو إصدارات الصكوك، ومن المتوقع ان تصل تلك الإصدارات إلى 172 مليار دولار عام 2021، ولكن هذه القيمة تمثل نسبة قليلة من إصدارات السندات الدولية والتي تبلغ عدد من التريليونات من الدولارات.
- أما على المستوى المحلي، فقد بلغت قيمة الإصدارات 5.1 مليار جنية في العام الأول من استكمال الإطار التشريعي للصكوك، ولقد أثبتت الدراسة التطبيقية عدد من العوامل لتنمية سوق الصكوك المصري خاصة بعد إصدار قانون الصكوك السيادية، ولا بد من تنفيذ الاستراتيجيات التي سبق ذكرها سواء على مستوى قطاع التمويل الإسلامي او سوق الصكوك.

قائمة المراجع

أولاً: القرآن الكريم

ثانياً: المعاجم

-معجم لسان العرب

-معجم المعاني الجامع

-المعجم الوسيط

<https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/home>

ثالثاً : قرارات مجمع الفقه الاسلامي الدولي

- مجمع الفقه الاسلامي الدولي،قرارت المجمع ، 1988

<https://www.iifa-aifi.org/ar/2033.html>

- مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، قرار رقم 179

<https://www.iifa-aifi.org/ar/2302.html>

- مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، قرار بيع الدين،2006

<https://www.iifa-aifi.org/ar/2216.html>

رابعاً: المراجع العربية

أ-كتب

- أحمد جابر، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم

المعاصر، العدد 152، لبنان، 2014.

- الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، كتيب 50 سؤال وجواب حول الصكوك،

2018.

- الإمام أبي حامد محمد بن محمد الغزالي، إحياء علوم الدين، مكتبة الإيمان،

1996.

- حسين شحاتة ، مفهوم صكوك الاستثمار الإسلامية وخصائصها ودورها في تمويل التنمية، (بدون تاريخ) .
- رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، 2019.
- صحيح مسلم بشرح الإمام أبي زكريا يحيى بن شرف النووي، الجزء العاشر المجلد الخامس ، دار الفكر للطباعة والنشر، بيروت.
- عبد الرحمن الجزيري، كتاب الفقه علي المذاهب الأربعة، الجزء الثالث، المكتبه التوفيقية، (بدون تاريخ).
- عثمان احمد عثمان ، الرقابة الشرعية علي المصارف الإسلامية ،دار النهضة العربية، 2015.

ب-أوراق بحثية (الدوريات)

- أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، العدد الأول، الأردن، 2019.
- أحمد محمد يوسف، عبد العزيز السيد مصطفى، طه الطاهر إبراهيم، محمود عباس حمدي، أحمد أبو الوفا، الجوانب المالية لدراسة جدوى المشروعات السياحية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2018.
- الطيب داودي وصبرينه كردودي، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، 2014
- باسل يوسف الشاعر ، التشريعات النازمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني رقم 2012/30، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، 2013.

- بدروني عيسى، نصر الدين ابن عمارة، أنواع الصكوك الإسلامية وطرق إدارة مخاطرها بالتركيز على السوق الماليزية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 3، مارس 2018.
- بربري محمد أمين، فوزاين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد رقم 2، الجزائر، أبريل 2018.
- بن عمر بن حاسين، محمد بن موزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2/2012.
- جدوى للاستثمار 2020، فيروس كورونا المستجد يغير كل شيء في الواقع، أحدث التطورات في الاقتصاد المالي للمملكة، 2020.
- جدوى للاستثمار، أحدث التطورات في الاقتصاد المالي للمملكة، 2019.
- جدوى للاستثمار، نمو مضطرب في الاقتصاد غير النفطي، نوفمبر 2019، أحدث التطورات في الاقتصاد الكلي للمملكة، 2019.
- حازم ساسي، البيئة الاقتصادية في ليبيا وجاهزيتها لإصدار الصكوك، المؤتمر الدولي والحوكمة والتنمية المستدامة، ماليزيا، 16-17-2019.
- حمزه ابو فارس ، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوروبا، الدورة التاسعة عشر للمجلس ، اسطنبول، 2009
- <https://www.e-cfr.org/blog/20>
- راضية لسود، سامية بولعلس، مسعودة بن سعيد، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاتها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد رقم 1، الجزائر، 2018.
- سليم قط، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال ومخاطر تداولها، 2019.

- سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 7، جامعة بسكرة، 2018.
- رحمانى سناء ، ديلمي فتيحة، الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، الملتقى العلمي الوطني، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التفسير، جامعة بوضياف، المسيلة، 2019.
- عبد الله بن عبد العزيز المعجل، لمحات من التجربة الماليزية في المصرفية الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 35، أبحاث كرسي محمد الراشد لدراسات المصرفية الإسلامية، 1436هـ.
- عبد الوهاب أحمد، هلال يوسف صالح، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وأثرها على قرار التمويل (دراسة عينة من المصارف الإسلامية اليمنية)، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد الأول، 2016.
- عصام عبد الهادي أبو النصر، التورق بين الفقه والواقع
<https://ebook.univeyes.com/6814/pdf>
- علاء الدين زعري، الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، بحث مقدم لورشة عمل لشركة BDO، عمان، الأردن، 2010.
- على التسخيري، الصكوك المعاصرة وحكمها، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، الإمارات، 2009.
- عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية الإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 18، يونيو 2017.
- فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الأول، يونيو 2019.

- قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث، الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية، الجزائر، 2014.
- ماهر عزيز، صيغ التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية، 2010.
- محمد العفيفي، تحليل مقارن، إثر تطور القطاع المالي على التنمية الاقتصادية للقطاع غير اللفظي في المملكة العربية السعودية، مؤسسة النقد العربي السعودي، 2016.
- معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقدمات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 2012.
- ليث كمال نصرأوين، متطلبات الصياغة التشريعية الجيدة وأثرها على الإصلاح القانوني، المؤتمر السنوي الرابع (القانون أداة للإصلاح والتطوير)، العدد (2)، الجزء الأول، مايو 2017م.
- هند مهداوي، فاطمة صباح، رفيقة صباغ، الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهونات المستقبل، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة عين تموشنت، الجزائر، 2011.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، الإدارة العامة للدراسات والتطور، 2018.
- وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة والاقتصاديات الرائدة في العالم، إدارة الدراسات والسياسات الاقتصادية، الإمارات العربية المتحدة، 2018.
- وزارة الاقتصاد، الشمول المالي وثورة التكنولوجيا المالية، إعداد د. نيفين حسين، الإمارات، 2018.
- وزارة الاقتصاد، قطاع الاقتصاد الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، إعداد أحمد ماجد السيد، 2016.
- وفاء جيلاني وغربي حمزة، الصكوك الإسلامية أنواعها وإداره مخاطرها، مجله التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعه المسيلة، العدد3، مارس 2018.

- يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتحرير كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 2014/42.

ج-رسائل علمية

- انعام حسن عبد الوهاب، الصكوك الإسلامية واستهداف التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستيرشعبة الاقتصاد، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، 2018.
- سالم احمد الكوشي، استراتيجية المصارف في تفعيل تداول الصكوك الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة مولانا مالك ابراهيم الإسلامية، اندونيسيا، 2016.
- سامح كامل الغزالي، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية، دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية في فلسطين، رسالة الائتمان ماجستير المحاسبة والتمويل، كلية التجارة الجامعة الإسلامية، غزة، 2015.
- سيد إبراهيم عبد الفضيل، أسواق رأس المال الصاعدة والأداء الاقتصادي مع الإشارة لسوق رأس المال المصري، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة حلوان، 2003.
- سيد إبراهيم عبد الفضيل، (الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك ودورها في تنمية الأسواق المالية)، رسالة ماجستير الدراسات الإسلامية، شعبة الاقتصاد، معهد الدراسات الإسلامية، 2021.
- محمد عبد العزيز بشير، الصكوك الحكومية وأثرها في الأداء المالي للقطاع المصرفي السوداني، 2010-2015، رسالة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2018.

د-مواقع الانترنت (جهات ومراكز بحثية)

<http://www.mof.gov.eg/Arabic/MOFNews/Media/Pages/release4-11-2020.aspx>

<https://www.imf.org/ar/Countries/EGY/Egypt-qandas->

www.dfms.ae/ar/about-dfms

<http://www.dubaicompany.com/ar-AE>

<http://www.Nabonline.org/ar/magazine>

<http://www.Uabonline.org/ar/magazine>

www.arabic.cnn.com/busnines/2014

<http://accdiscussion.com/acc11576.html->

<http://specialties.kayt.com/ar/specialties/q>

[Moody's \(2018\): Rating Malaysia Credit Ration.](http://Moody's (2018): Rating Malaysia Credit Ration.)

<https://countryeconomy.com/ratings>

- المملكة العربية السعودية، رؤية المملكة العربية السعودية، 2030.
<http://www.vision2030.gov.eg>.

- مركز الروابط للدراسات والبحوث الاستراتيجية، النمو الهائل في الاقتصاد
المالي: نموذج استرشادي للدول النامية، 2017.
www.awabetcenter.com/archives

- مركز الشرق الأوسط للاستشارات السياسية والاستراتيجية، القوة السعودية
المستقبلية لن تكون نفطية، تقرير يرصد التحولات الاقتصادية للمملكة، 2019.
<http://menacecenter.com/2019/07> -

- مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، اقتصاد الإمارات. مؤشرات
مبشرة بالنمو والتقدم، 2019
<http://www.ecsser.ae/reports/2019> -

- موسوعة المعرفة، اقتصاد ماليزيا
<https://www.m.marefa.org> -

- نشرة ناسداك دبي، ناسداك دبي تستعد لتوثيق عملياتها التشغيلية مع سوق دبي المالي، 2010.

www.na.sdaq'dubai.com/newsetter/2010.

- ويكيبيديا، اقتصاد ماليزيا www.ar.m.wikipedia.org

هـ - مواقع الانترنت (المجلات والجرائد)

- الاتحاد، مليار درهم إصدارات الإمارات من الصكوك خلال 2012، يناير 2013

<http://www.alittihad.ae/article.2013>.

- البيان، توقعت نمو الاقتصاد 3% في 2020، موديز تمنح الإمارات درجة عالية مع نظرة مستقرة، 2020.

<http://www.albayan.ae/economy/2020>.

- البيان، الإمارات اقتصاد رائد ينافس الكبار على صدارة 1000 مؤشر، الإمارات، 2019.

www.albayan.ae/economy/2019

- البيان (2020)، ناسداك دبي تواصل نشاطات البورصة.

<http://www.albayan.ae/economy/local-market/2020>.

- البيان، مركز دبي المالي العالمي يعزز تطور القطاع المالي في الإمارات، 2019.

www.albayan-qe/economy/2019.

- البيان، ناسداك دبي نحو فتح سوق الصكوك للأفراد، 2019.

www.albayan.ae/economy/2018

- الرياض، الصكوك الإسلامية من أدوات إدارة الدين العام للمملكة لتوفير احتياجات التمويل لخزينة الدولة بأفضل التكاليف، 2018.

www.alryadh.com/167304.

- الرؤية ، آلية جديدة لتداول الصكوك الوطنية في سوق دبي المالي، 2019.
www.aloreya.com/2019
- الشرق الأوسط، السعودية تطرح لأول مرة صكوكًا لاستحقاق 30 عامًا،
2019.
<http://aawsat.com/home/article/2019>
- العربية، المالية السعودية: التصنيفات الائتمانية تبرز مرونة اقتصاديات
المملكة، 2019.
<http://www.arabiya.net/ar/aswaq/banks/2019>.
- العين الإخبارية، حصاد 2019. تفوق إماراتي في مؤشرات المنظمات الدولية،
الإمارات، 2019.
www.al-aih.com/article/2019.
- الاقتصادية، تقرير تراجع جاذبية الاكتتابات يعزز تنامي إصدارات الصكوك
كليًا، 2019.
<http://www.aleqt.com/2009/article.htm>.
- الاقتصادية، تطور حركة تداول الصكوك في السوق المالية، 2018.
<http://aleqt.com/2018/article.htm>.
- الاقتصادية، أدوات الدين الحكومية تضاعف سوق الصكوك المحلية 11 مرة،
2019.
www.aleqt.com/2019/article.html.
- الاقتصادية، الاقتصاد السعودي رغم كل الأزمات المؤثرات القوية، 2017.
www.aleqt.com/article/2017.
- الاقتصادية، الاقتصاد السعودي ينمو 0.7% في 9 أشهر، الناتج بلغ 1.95
تريليون دولار، 2020.
<http://www.aleqt.com/article/2020>.
- .
- اليوم السابع ، التجربة المصرية ادهشت المؤسسات الدولية ، 2019
<https://www.youm7.com/story/>

- اليوم السابع، الاقتصاد المصري الأول في الشرق الاوسط 2022، 2020،
<https://www.youm7.com/story/2020/>
- رويتر، وكالة فيتش تخفض التصنيف الائتماني للسعودية، 2019.
<http://www.arabic.rt.com/2019>.
- مباشر، تداول أدوات الدين الحكومية ستؤدي لزيادة السيولة بالسوق الثانوي،
2018.
<http://mubasher.info/news/2018>.
- مباشر، محللون: الاقتصاد السعودي يواصل جنى ثمار الإصلاح خلال
2019، 2020.
<http://www.monbasher/Info/news/2020>.

و: القوانين واللوائح والتقارير

• التقارير والبيانات

- أحمد شوقي سليمان، تطور المصرفية الإسلامية في مصر 2010-2019،
دراسات المحاسبة والإدارة، 2020.
- بيان البنك المركزي في 3-11-2016 بشأن تعويم سعر الصرف، 2016.
- صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية، معالجة التحديات الاقتصادية
الناشئة للحفاظ على النمو، إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، 2010.
- صندوق النقد العربي، تقرير افاق الاقتصاد العربي، ابريل 2020.
- وزارة المالية (بدون تاريخ)، الصكوك الإسلامية، الجمهورية العربية السورية،
وحدة إدارة الأموال المالية الحكومية.
- وزاره المالية، تقرير الاداء الاقتصادي والمالي خلال النصف الأول من العام
المالي 2017/2018-فبراير 2018.
- وزاره التجارة والصناعة، ترجمه وعرض تقييم اداء الاقتصاد المصري، 2020.

• القوانين واللوائح

▪ القوانين واللوائح المصرية

- الهيئة العامة للرقابة المالية، دليل الصكوك-يوليو 2019.
- قانون سوق راس المال رقم 95 لسنة 1992 وتعديلاته.
- اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.
- قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 2018/176، و رقم 50/ 2019 بشأن تنظيم بعض أحكام الصكوك، وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم 42 / 2019 وتعديلاته.

▪ قوانين ولوائح المملكة العربية السعودية

- هيئة السوق المالية، قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، قرار رقم 3-123-2017 بتاريخ 2017/12/27.
- هيئة السوق المالية، قواعد المنشآت ذات الأغراض الخاصة، قرار رقم 4-123-2017 بتاريخ 2017/12/27.

▪ قوانين ولوائح الإمارات العربية المتحدة

- سوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- المعيار رقم (2) لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية.
- قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 2014/16 بشأن نظام الصكوك، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.

ز-النشرات

- مذكره معلومات الإصدار وعقود الإصدار ومستندات الإصدار لأول طروحات الصكوك في مصر خلال عام 2020.
- نشرة الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري (بحري)، صادرة في 2015/6/1.

خامساً: المراجع باللغة الإنجليزية

- Leslie Terebessy, Use of benchmarks for predetermining return on sukuk, 2018.
Http:// www.researchgate.net/publication/3253270827
- Mohammed Sawkat Hossian, Md Hamid Uddin, Sarkar Kabir, Sukuk as a financial assets: Review, Academy of Accounting& Financial Studies Journal. Volume 22, 2018.
- Noriza Binti, Nor Edi Azhar, Sukuk in Malaysian capital market, 3rd international conference on business Economic Research, Indonesia, 2012.
- Nafis Alam, M. Kabir Hassan& mohamed Amimual Haque, Are Islamic bonds different from conventional bonds, Borasa Istanbul Review, 2013.
- Rafisah Mat Radzi, Evolution In the Sukuk Structure: How do market demand & sharia solution Shap them? , journal of Islamic Banking & finance, vol 6, No1, June 2018.

الملاحق

ملحق رقم ١

نموذج استرشادي لنشرة اكتتاب صكوك

إيضاحات عامة

- يستخدم هذا النموذج لأغراض إصدار صكوك للاكتتاب العام/ الخاص، ولا يجوز استخدام أي نموذج آخر لهذه الغاية.
- إن المواضيع والمعلومات المذكورة في نشرة الاكتتاب/ مذكره المعلومات لم ترد على سبيل الحصر إنما تمثل الحد الأدنى والأساسي التي يجب على الشركات التي ترغب في إصدار الصكوك الالتزام بنشرها عند طرحها للاكتتاب العام/ الخاص، ويتوجب على السلطة المختصة للشركة المصدرة تضمين أي بيانات جوهرية أخرى يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين حتى إذا لم ترد في نموذج نشرة الاكتتاب/ مذكره المعلومات، وللهيئة أن تطلب أي معلومات تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارهم بشأن الاستثمار في الصكوك المزمع إصدارها.
- أن الغاية من نشرة الإصدار هي اطلاع المستثمرين، وعليه يجب أن تقدم المعلومات المطلوبة بشكل واضح ودقيق ومفهوم دون أن تحتوي على معلومات غير ذات صلة أو غير ملائمة، مع مراعاة عدم تكرار المعلومات في أكثر من مكان في النشرة ما لم يطلب ذلك صراحة، وإذا وجدت ضرورة لذلك فيكتفي بالإشارة إلى مكان ذكر المعلومات السابقة دون تفصيل.
- يجب إعداد نشرة الإصدار وفقاً للترتيب الوارد في هذا النموذج.

صفحه الغلاف

نشرة اكتتاب/ مذكره معلومات صكوك متوافقة مع الشريعة الإسلامية للاكتتاب العام/ الخاص
شركة ".....

(يذكر الشكل القانوني الحالي، رقم وتاريخ قرار ترخيص وتأسيس الشركة/الجهة)

فترة الاكتتاب

خلال الفترة من / / م ٢٠٠٠ إلى / / م ٢٠٠٠

هذه النشرة لطرح:

نوع الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، عددها، فئاتها، سعر الطرح، قيمتها الإجمالية، تاريخ
الاستحقاق، درجة التصنيف الائتماني، سعر العائد المتوقع، مواعد استحقاق العائد، سعر التحويل إذا كانت
قابلة للتحويل إلى أسهم، موقف الصك من التداول.

أسماء الأطراف المشاركة في عملية الطرح:

- الشركة المصدرة:
- الشركة المستفيدة:
- منظم الإصدار:
- مدير المشروع:
- مدير الإصدار:
- الجهة المسؤولة عن تغطية الاكتتاب:
- وكيل السداد: بنك/شركة:
- شركة التصنيف الائتماني:
- اللجنة الشرعية لعملية التصكيك:

- المستشار القانوني للإصدار
- مراقب/ مراقبي حسابات المشروع:
- مراقب حسابات الشركة المصدرة:
- مدير الاستثمار:
- مسئول الاتصال:
- بنك الاكتتاب الرئيسي:
- البنوك المتلقية للاكتتاب:
- ضامن التغطية (إن وجد):
- متعهد إعادة الشراء (إن وجد):
- موقف اعتماد وزارة المالية (في حالة الهيئات العامة):
- أطراف أخرى قد تكون مشاركة في عملية التصكيك:
- تاريخ اعتماد النشرة من هيئة الرقابة المالية - - / - / ٢٠٠٠م

تنويه هام

يرجى قراءته بعناية من قبل كافة المستثمرين

- أن الغاية الرئيسية من إعداد هذه النشرة هو إطلاع المستثمرين على كافة المعلومات الأساسية التي يمكن أن تساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشأن الاستثمار في الصكوك المطروحة للاكتتاب ، ويتعين على كل مستثمر قبل تقديم طلب الاكتتاب أن يتفحص ويدرس بعناية ودقة كافة البيانات التي تتضمنها نشرة الاكتتاب هذه وكذا النظام الأساسي للشركة المستفيدة والشركة المصدرة ليقرر فيما إذا كان من المناسب أن يستثمر في هذه الصكوك من عدمه ، كما يجوز له الحصول من مستشاره المالي والقانوني على الاستشارة اللازمة عن الاستثمار في الصكوك المطروحة للاكتتاب ، كما يتحتم عليه عند قراءة النشرة مراعاة أن الكلمات والعبارات التي تشير إلى أن البيانات تقديرية وتتعلق بالمستقبل الهدف منها هو توضيح أنها بيانات غير مؤكدة الحدوث حال تغير الظروف والاحوال .
- قد يتضمن الاستثمار في الصكوك المطروحة درجة عالية من المخاطر لذا يجب على المستثمر عدم استثمار أي أموال في هذا الطرح ما لم يكن يستطيع تحمل خسارة استثماره - أنظر بند "مخاطر الاستثمار".
- تحتوي نشرة الاكتتاب/ مذكره المعلومات هذه على بيانات تم تقديمها وفقاً لقواعد الإصدار والإفصاح الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية ، و يتحمل المؤسسون وأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة المصدرة ، والوارد أسمائهم ضمن محتويات تلك النشرة مجتمعين ومنفردين كامل المسؤولية فيما يتعلق بصحة وكفاية المعلومات البيانات الواردة في نشرة الاكتتاب ، ويؤكدون حسب علمهم واعتقادهم وبعد بذل عناية الرجل الحريص وإجراء جميع الدراسات الممكنة ، انه لا توجد أي وقائع أخرى أو معلومات جوهرية يؤدي عدم تضمينها بالنشرة إلي جعل أي إفادة واردة فيها مضللة أو مؤثرة على القرار الاستثماري للمكتتبين.

- إن المعلومات الواردة في نشره الاكتتاب / مذكره المعلومات غير قابلة للتعديل أو الإضافة إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية ولجنة الرقابة الشرعية وإخطار الجمهور بذلك عن طريق النشر وفقا لقرار مجلس اداره الهيئة في هذا الشأن.
- يجب أن يكون المستثمر مؤهل للاحتفاظ بالورقة المالية "الصك" لفترات طويلة أو حتى تاريخ الاستحقاق. ويكون قادر على تحمل المخاطرة نتيجة لضعف سيولة الورقة المالية وبعض المخاطر الأخرى المتعلقة بالصك ذاته.
- يمكن للتصنيف الائتماني أن يتغير في أي وقت خلال عمر الصك، والذي سيكون له تأثير على السعر السوقي للصك.
- احتمالية عدم مناسبة الصك لكافة المستثمرين، اعتمادا على درجة الوعي لدى كل مستثمر. واحتمالية تعرض المستثمر لحالة الخسارة الكاملة نتيجة دمار الأصل وعدم صلاحيته للاستخدام بالرغم من اتخاذ كافة إجراءات التحوط من قبل شركه التصكيك والشركة المستفيدة.
- لا يكون لحاملي الصك حق الرجوع على أي من أصول الجهة المستفيدة، ويقتصر هذا الحق على الأصول المصككة فقط.
- تقر الشركة المستفيدة بأنه لا توجد أي معلومات جوهرية يؤدي عدم تضمينها بنشره اكتتاب/ مذكره المعلومات هذه إلى جعل أي إفادة واردة فيها مضللة أو مؤثرة على القرار الاستثماري للمكتتبين
- وفي ضوء تقارير المستشار القانوني ومراقبي الحاسبات والتصنيف الائتماني تتحمل الشركة المصدرة والمستفيدة مسؤولية المعلومات الواردة في نشره الاكتتاب / مذكره المعلومات هذه، كما تقر بحسب علمها وبعد بذل عنايه الرجل الحريص للتحقق من صحة العناية الكافية بصحة المعلومات الواردة بها. وعند قراءة مذكره المعلومات هذه وتفسيرها يجب مراعاة أي تعديل أو إضافة قد تطرأ عليها ويجب كذلك مراعاة أي معلومات خارجية مشار إليها فيها.
- على المستثمرين المحتملين في حالة الطرح الخاص مراعاة أن الاكتتاب في الصكوك يقتصر على الأشخاص المؤهلين فقط (وفقاً للمادة ١٦ من اللائحة التنفيذية لقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢)، وأنه لا يصح تسجيل الصكوك باسم أي شخص غير مؤهل، ويتحمل مالكو الصكوك مسؤولية سداد أي ضريبة

مفروضة بموجب القوانين ذات الصلة السارية بجمهورية مصر العربية وتكون مستحقة عليهم بسبب امتلاكهم للصكوك.

- تعتبر نشره الاكتتاب/ مذكره المعلومات دعوة إلى عرض الصكوك ويتوجب على كل مستثمر مطالعتها وتفهمها بعمق بشكل تفصيلي، وبعد تقديمه طلب يفيد رغبته بالاكتتاب وفقاً للنموذج المعد لهذه الغاية والموضوعة تحت تصرف المستثمر لدى البنوك الموضحة بنشره الاكتتاب /مذكرة المعلومات هذه، ويعتبر اكتتاب المشتري ايجاباً ملزماً بتسلمه لنسخة من ملخص نشره الاكتتاب/مذكرة المعلومات النافذة المفعول، وعليه يعتبر التخصيص للصكوك قبولا، ويعتبر الاكتتاب بالصكوك قبولا ملزماً للمشتري بموجب تسلمه لمذكرة المعلومات النافذة المفعول.
- تتحمل كل من الجهة المستفيدة والمصدرة ومنظم الاصدار مجتمعين او منفردين كامل المسؤولية عن دقة وصحة المعلومات الواردة في نشره الاكتتاب/ مذكره المعلومات، ويؤكدون انه لا توجد وقائع أو أحداث جوهرية اخرى يمكن ان يؤدي عدم تضمينها لهذا التقرير الى جعل أي افادة واردة فيه مضللة. دون أدنى مسؤولية على الهيئة العامة للرقابة المالية.
- أي جهة لديها أي اعتراض على ما تضمنته نشره الاكتتاب / مذكره المعلومات من بيانات او معلومات عليها التقدم لإدارة الهيئة قبل تنفيذ الطرح بما لديها من اعتراضات مؤيده بالمستندات حتى يمكن دراسة اوجه الاعتراض قبل السير في اجراءات تنفيذ الطرح.
- تعد الإقرارات والمستندات المقدمة للهيئة عن هذا الطرح التزاماً قانونياً على اطرافها تجاه كلا من المستثمرين المرتقبين والهيئة.

فهرس محتويات النشرة

البيان	رقم الصفحة
أولاً: ملخص نشره الاكتتاب /مذكرة المعلومات.	
ثانياً: البيانات العامة لأطراف عملية التصكيك.	
ثالثاً: حقوق والتزامات أطراف عملية التصكيك.	
رابعاً: وصف المشروع والمخاطر المرتبطة.	
خامساً: هيكله عمليه التصكيك.	
سادساً: شروط واحكام الاكتتاب.	
سابعاً: بيانات الاكتتاب.	
ثامناً: جماعة مالكي الصكوك.	
تاسعاً: قيد وتداول الصكوك.	
عاشراً: الاقرارات.	
بيان بالمستندات المرفقة.	

أولاً: ملخص نشره الاكتتاب / مذكرة المعلومات

ان ملخص نشره الاكتتاب/ مذكرة المعلومات لا يغني عن قراءة هذه المذكرة بشكل كامل، ويكون للألفاظ والعبارات الواردة في هذا القسم ذات المعاني المحددة في شروط وأحكام إصدار الصكوك والتي تم تضمينها في هذه المذكرة.

محل هذا الاصدار هو صكوك بحد أقصى جنيه/ عمله اجنبيه

تاريخ غلق باب الاكتتاب

وتصدر بقيمة إسمية بواقع جنيه/ عمله اجنبيه للصك الواحد، على أن تكون هذه الصكوك قابلة/ غير قابلة للتداول بالبورصة، وقابلة / وغير قابلة للتحويل إلى أسهم، وقابلة للسداد المعجل ابتداء من الدفعة رقم ---، تسدد على دفعات شهرية على أن يتم سداد أول دفعة في ---/---/---- وذلك طبقا للوارد تفصيلا في البند ---- من نشره الاكتتاب/ مذكره المعلومات.

يكون إصدار الصكوك قائما على الاتفاقيات الآتية:

.....

يتم طرح ١٠٠% من صكوك المضاربة للاكتتاب العام /الخاص للمؤسسات المالية والجهات ذوي الخبرة والملاءة المالية في مجال الأوراق المالية.

وبيان الملخص على النحو التالي: -

الشركة المصدرة	
الشركة المستفيدة	
وصف الإصدار	
المشروع	
ممثل جماعة مالكي الصكوك	سيتم التعهد بتحديد ممثل قانوني للجماعة من بين أعضائها وفقا لما ورد باللائحة

التنفيذية	
الجنينة المصري أو ما يعادلها بالعملات الأجنبية الاخرى حرة التداول.	عملة سداد الصك
تصدر الصكوك بموجب الأحكام والشروط الخاصة بهذا الإصدار والموضحة بمذكرة المعلومات هذه بالهند -----	شروط وأحكام الصكوك
- موقف القيد لدى شركة مصر المقاصة للإيداع والحفظ المركزي. - موقف القيد بالبورصة.	قيد الصك بشركه مصر للإيداع والقيد المركزي قيد الصك بالبورصة
-----	وكيل السداد
.	الحقوق المرتبطة بالصكوك
	حق الرجوع على المصدر و/أو الجهة المستفيدة
----- جنيه مصري/ عمله اجنبيه.	قيمة الإصدار
----- جنيه مصري/ عمله اجنبيه.	القيمة الاسمية للصك
يتم احتساب مبالغ الدفعات والتوزيع الدوري التي يستحقها مالكي الصكوك وفقا لشروط وأحكام الإصدار وعلى الأسس المحددة بمذكرة المعلومات هذه.	مبالغ الدفعات
---/--/----	تاريخ استهلاك الصكوك النهائي
هذه الصكوك قابلة للسداد المبكر للرصيد المتبقي من قيمتها الإسمية وذلك بدءا من ---/--/----	السداد المبكر (حال وجوده)
تضمنت نشره الاكتتاب /مذكرة المعلومات أحكام عقد اجتماعات مالكي الصكوك بالهند -----	اجتماعات مالكي الصكوك
العقود الخاصة بعملية التصكيك وتمثل في العقود الواردة في هذه النشرة ومنها عقد	مستندات عملية التصكيك

الإصدار وعقد الإدارة وعقد وكيل السداد وعقد حوالة الحق، وموافقة الجهة الشرعية على الإصدار وشهادة التصنيف الائتماني.....الخ.	
يستحق لشركة التصكيك عمولة قدرها % سنوياً تحسب وتسدد بصفة شهرية بناءً على----- من ---	أتعاب شركة التصكيك او الطرف المستقل في حال عدم وجود شركه التصكيك
	احتياطي الاصدار
قانون سوق راس المال ولائحته التنفيذية بالإضافة الي القوانين ذات العلاقة والمطبقة بجمهورية مصر العربية.	القانون الواجب التطبيق

ثانياً: البيانات العامة لأطراف عملية التصكيك

أ: البيانات الأساسية عن الشركة المستفيدة

١. نبذة عامة عن الشركة:

- أسم الشركة:
- الشكل القانوني والقانون المنظم لها:
- المركز الرئيسي وفروع الشركة:
- تاريخ التأسيس
- الأغراض الأساسية للشركة:
- بيانات السجل التجاري:
- مدة الشركة:
- السنة المالية:
- نبذة عن القطاع الذي تعمل فيه الشركة ومزايا الاستثمار به:
- لمحة عامة عن تأسيس الشركة وسابقة نشاطها ومسيرة الشركة وتطورها وأغراضها وممتلكاتها والنواحي المالية المرتبطة بها وكذا عن شركاتها التابعة إذا وجدت:
- استراتيجية الشركة ورؤيتها المستقبلية للنمو والتطور:
- أهم الاتفاقات المبرمة:
- عناصر القوة والميزات التنافسية والتحديات:
- أهم البنوك التي تتعامل معها الشركة:
- بيان بالمساهمين الذين تزيد نسبتهم عن ٥% من رأس المال:

الاسم	الجنسية	عدد الأسهم المملوكة	نسبة التملك

■ بيان بالسادة أعضاء مجلس الإدارة:

الاسم	الصفة	الجنسية

■ بيان المديرين المسؤولين بالشركة

الاسم	الصفة	الجنسية

■ بيان بأسماء وعناوين مراقبي الحسابات:

■ بيان بأسماء أعضاء هيئة الرقابة الشرعية الفرعية للصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وخبراتهم

بما يتفق مع الضوابط الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٢) لسنة ٢٠١٩.

■ بيان بأسماء وعناوين مستشاري الشركة الخارجيين: (قانوني، مالي):

■ بيان باسم مسئول علاقات المستثمرين:

■ بيان رأس المال المصدر والمدفوع:

٢. الموقف المالي للشركة

- صافي أصول الشركة عند الإصدار (ملخص قائمه المركز المالي الذي على أساسه تم احتساب صافي

الأصول):

- ملخص القوائم المالية للشركة خلال الثلاث سنوات الماضية:

(ويرفق بالنبشة القوائم المالية عن الثلاث سنوات السابقة مرفقا بها تقارير مراقبي حساباتها)

- أهم النسب والمؤشرات المالية (يتم إعدادها للثلاث سنوات السابقة ولسنوات التوقعات المالية).

- توقعات الأداء المالي المستقبلي خلال مده الإصدار (عمر الصك).

- أهم السياسات المحاسبية للشركة:

٣. بيان التأمين على أصول الشركة:

الأصل المؤمن عليه	مبلغ التأمين	التغطية التأمينية	تاريخ انتهاء التأمين

٤. بيان باستثمارات الشركة في الشركات التابعة وأخرى:

٥. بيان الرهونات والامتيازات الحالية على أصول الشركة:

٦. موقف القضايا والمنازعات مع الشركة الحالية المقامة ضد الشركة (حال وجودها):

(وفقاً للشهادة الصادرة من المستشار القانوني للشركة يتمثل موقف الشركة من القضايا والمنازعات فيما يلي)

٧. بيان سياسة توزيع الأرباح الصافية للشركة وفقاً للنظام الأساسي:

٨. بيان بعدد ونوعية العاملين بالشركة والشركات التابعة:

٩. بيان وتاريخ قرار مجلس الإدارة والجمعية العمومية بطرح الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

للاكتتاب العام:

١٠. مخاطر الاستثمار

إن الغرض من هذا البند هو بحث بعض المخاطر والمحاذير والعوامل التي يمكن أن تؤثر سلباً على الشركة أو على المكتتبين بأسهمها، ويتعين على المكتتبين أن يأخذوا بعين الاعتبار هذه المحاذير وكافة المعلومات الأخرى الواردة في نشرة الاكتتاب.

وترتبط محاذير الاستثمار بمجالات عمل الشركة بوجه عام ويعوامل اقتصادية خاصة في المنطقة والقطاع الذي تعمل فيه.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه المحاذير ليست سوى أمثلة ولا تمثل كافة المخاطر التي قد تواجهها الشركة مستقبلياً.

- عوامل المخاطرة ذات الصلة بالشركة (الجهة المستفيدة) ونشاطها وعملياتها:

(يجب تضمينها تحليل مقارن للشركات المحلية والإقليمية المماثلة والمنافسة)

- عوامل المخاطرة ذات الصلة بالقطاع الذي يتبع له المشروع:

(يجب ان يتضمن نبذة مختصرة عن الوضع الحالي، تطور نمو القطاع خلال الثلاث سنوات السابقة، والتوقعات المستقبلية للقطاع).

- المخاطرة ذات الصلة بالبيئة السياسية والقانونية:

(يجب أن يتضمن هذا البند التفرقة بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة والإجراءات التي ستتخذها الشركة للتخفيف من المخاطر غير المنتظمة).

تعتبر العديد من العوامل السابق الإشارة إليها من عوامل الاقتصاد الكلي بطبيعتها ومن ثم فإنها خارج نطاق سيطرة إدارة الشركة، وفي حالة حدوث حالة واحدة أو أكثر من هذه المخاطر أو المحاذير أو إذا ثبت عدم صحة التوقعات المستقبلية فإنه من المحتمل أن تختلف النتائج الفعلية بشكل ملموس عن تلك المبينة في هذه النشرة.

١١. أوجه استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك؛

- قيمة إجمالي المبلغ المتوقع الحصول عليه من الاكتتاب
 - الأغراض الرئيسية التي ستستخدم فيها حصيلة الاكتتاب والمبالغ المتوقعة لاستخدام كل غرض.
 - مصادر التمويل الإضافية الأخرى لتمويل تلك الأغراض وتوقيتات الحصول عليها.
 - الجدول الزمني وترتيب أولويات أوجه استخدام حصيلة الاكتتاب
 - العوائد المتوقعة من استخدام الأموال المحصلة من الاكتتاب.
- ١٢- موقف إصدارات السندات أو الصكوك القائمة والسابقة (ان وجدت).
- ١٣- آلية تطبيق نظام الحوكمة في الشركة.

ب-بيانات شركة التصكيك (إن وجدت):

إسم الشركة

١. تاريخ التأسيس:
٢. الشكل القانوني:
٣. غرض الشركة:
٤. رقم السجل التجاري ومكانه وتاريخه:
٥. بيان بالإصدارات السابقة:
٦. المركز القانوني وعنوان المراسلات:
٧. رقم وتاريخ الترخيص بمزاولة النشاط:
٨. رأس المال المصدر والمدفوع:
٩. بيان بالمساهمين الذين تزيد نسبتهم عن ٥% من رأس المال:

الاسم	الجنسية	عدد الأسهم المملوكة	نسبة التملك

١٠. بيان بالسادة أعضاء مجلس الإدارة:

الاسم	الصفة	الجنسية

١١. بيان المديرين المسؤولين بالشركة:

الاسم	الصفة	الجنسية

١٢. بيان بأسماء وعناوين مراقبي الحسابات:

ج-بيانات منظم الإصدار

١. اسم الشركة:
٢. تاريخ التأسيس:
٣. الشكل القانوني:
٤. غرض الشركة:
٥. رقم السجل التجاري ومكانه وتاريخه:
٦. المركز القانوني وعنوان المراسلات:
٧. رقم وتاريخ الترخيص بمزاولة النشاط:
٨. بيان بالمساهمين الذين تزيد نسبتهم عن ٥% من رأس المال:

الاسم	الجنسية	عدد الأسهم المملوكة	نسبة التملك

٩. بيان بالسادة أعضاء مجلس الإدارة:

الاسم	الصفة	الجنسية

د-بيانات لجنة الرقابة الشرعية:

معلومات تعريفية عن لجنة الرقابة الشرعية التي أجازت الصكوك وتشمل التفاصيل الخاصة بعدد أعضاء اللجنة وأسماءهم وخبراتهم بما يتفق مع الضوابط الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة.

هـ -بيانات مراقبي حسابات الإصدار:

و-بيانات المستشار القانوني للإصدار:

ز-بيانات شركة التصنيف الائتماني:

ح-بيانات وكيل السداد:

ثالثاً: حقوق والتزامات أطراف عملية التصكيك

أ- حقوق والتزامات الشركة المصدرة:

بموجب موافقة الجمعية العامة غير العادية للشركة المصدرة على الإصدار بتاريخ / ٢٠١٩.

وبموجب قرار مجلس إدارة الشركة المصدرة -----

تم مناقشة تفويض أحد أعضاء مجلس الإدارة في التوقيع على العقود والمستندات وكل ما يخص إصدار التصكيك

وافقت الجمعية العامة غير العادية بالإجماع مع تفويض الأستاذ/ ----- أو -----
----- منفردين في تحديد الشروط التفصيلية للإصدار واعتماد والتوقيع على مذكرة المعلومات وكافة العقود وكافة المستندات الخاصة بالإصدار واتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لإتمام الإصدار وفي إجراء أي تعديلات بما في ذلك تأجيل أو إلغاء الإصدار حسب الأحوال السائدة في السوق.

وتتمثل حقوق الشركة المصدرة من تاريخ اصدار الصكوك وحتى نهاية أجلها

- وتتمثل التزامات الشركة المصدرة من تاريخ اصدار الصكوك وحتى نهاية أجلها

- وتتمثل التزامات الشركة المصدرة مع أطراف عملية التصكيك.....

(وفي حالة كون الشركة المصدرة هي الشركة المستفيدة، تلتزم بنص الالتزامات الواردة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧٦ لسنة ٢٠١٨)

ب- وكيل السداد:

يعتبر وكيل السداد وسيط بين مالكي الصكوك والجهة المصدرة ولا يتحمل أي التزامات تجاه مالكي الصكوك ولا يكون وكيل السداد مسئولاً عن تخلف الجهة المصدرة عن دفع العائد أو استهلاكها بالتواريخ المتفق عليها والمذكورة بمذكرة المعلومات هذه.

حقوق والتزامات وكيل السداد:

- يلتزم وكيل السداد بالآتي:

- التنسيق لسداد الصكوك من أصل وعائد في موعديها.
- تنظيم سجل خاص بملكية الصكوك يضم أسماء مالكي الصكوك وعناوينهم وعدد وقيمة الصكوك المملوكة لكل منهم.
- اخطار مالكي الصكوك بكافة الإجراءات المتخذة من قبل الجهة المصدرة والمتعلقة بالعوائد وتوزيعها.
- كما يلتزم وكيل السداد بأن يمسك حسابات مستقلة للمشروع وفي سبيل ذلك يلتزم وكيل السداد بالآتي:
- كما يلتزم وكيل السداد بإمساك الدفاتر والسجلات.....
- التزامات أخرى.

– المستندات المودعة لدي وكيل السداد

ج – حقوق والتزامات الجهة المستفيدة:

د-حقوق والتزامات شركه التصنيف الائتماني:

هـ-حقوق والتزامات مراقبي الحسابات:

و-حقوق والتزامات منظم الإصدار:

ز -بيان واجبات أمين الحفظ للحفاظ على مصالح حملة الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:

ح-حقوق والتزامات ايه الاطراف اخري لعملية التصكيك:

رابعاً: وصف للمشروع محل التمويل بحصيلة إصدار الصكوك والمخاطر المرتبطة:

أ- وصف المشروع:

دراسة جدوى المشروع أو النشاط الذي يمول بحصيلة الصكوك والتي تتضمن:

- وصفاً كافياً للمشروع أو النشاط المصكك.
- تحديد تكاليف إنشائه أو تطويره.
- إدارة المشروع ومكوناته ومراحل تنفيذه.
- سابقة الخبرات في إدارة تلك المشروعات.
- تفاصيل الافتراضات الأساسية التي تستند إليها التوقعات.
- معدل العائد المتوقع، وطريقة الاحتساب.
- طريقة توزيع الأرباح المتوقعة للمشروع أو النشاط.
- قائمة التدفقات النقدية التقديرية للمشروع المصكك.
- توقع الأداء المالي للمشروع خلال عمر الصك ويتم الإفصاح عن الموقف المجدد لتلك التوقعات لجماعة حاملي الصكوك والهيئة والافصاح الدوري للهيئة عن موقف تحقق هذه التوقعات دورياً خلال المدة التي توافق عليها الهيئة وفقاً لعقد التصكيك.

ب- المخاطر المرتبطة بالصكوك

وفيما يلي تعريف ببعض المخاطر المحتملة:

(يراعي اولويه المخاطر من الأكثر الي الأقل خطرا)

- المخاطر المرتبطة بالصكوك بوجه عام:

- عدم الرجوع على الشركة المصدرة و/أو المستفيدة
- امكانية استرداد الصكوك بشكل مبكر
- تغيير القانون الواجب التطبيق
- قد يؤثر عدم وجود سوق ثانوية نشطة أو سوق ثانوية بشروط كافية على تداول الصكوك على القيمة التي يمكن للمستثمر بيع صكوكه بها.
- الخ

- المخاطر المرتبطة بالمشروع محل التصكيك (تفصيليه).

ج- بيان طرق التحوط من هذه المخاطر

خامساً: -هيكله عمليه التصكيك

يتناول هذا الجزء هيكله عمليه الصكوك ومدي اتفاقها مع راي لجنه الرقابة الشرعية الفرعية والمركزية وتتناول:

أ- رسم للهيكل التمويلي للصكوك.

ب- ملخص بعقود عملية التصكيك.

ت- راي لجنه الرقابة الشرعية للإصدار (الفرعية).

ج- موافقه لجنه الرقابة الشرعية المركزية.

وفي حالة إصدار صكوك يطلق عليها متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فيجب توافر تفاصيل القرارات أو التصاريح أو الموافقات التي بموجبها إصدار الصكوك وتفاصيل أي ديون أو صكوك تكون لها أولوية الدفع قبل صكوك محل الإصدار المعني، وعلى الأخص ما يلي:

- عقود الإصدار وبيان شروط وأحكام كل منها والآثار المترتبة عليها.
- بيان بالعقود الموقعة بين الجهة المستفيدة والمشاركين في الإصدار.
- أيه إقرارات أو التزامات بين أطراف عملية التصكيك.

د-مسئوليات حاملي الصكوك الإسلامية وحقوقهم:

بيان مسئوليات حقوق حملة الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في حماية مصالحهم وفي حالة الإخلال بشروط الطرح:

هـ-بيان بالعلاقات المرتبطة:

و-تعهدات نشرة الاكتتاب:

في هذا البند يتم عرض التعهد الصادر من كل طرف من الأطراف المشاركة في الطرح:

- التعهد الخاص بالهيكل التمويلي.
- التعهد الخاص بتوزيع الأرباح.
- التعهد الخاص بالتصرف في أصول الشركة.
- التعهدات في حاله وقوع التعثر .
- الإفصاحات خلال عمر الصك.
- ايه تعهدات اخري.

ز - الضرائب والزكاة (على حسب الأحوال):

سادساً: شروط وأحكام الاكتتاب

١. البيانات الأساسية عن الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المطروحة للاكتتاب العام/ الخاص

- عدد وأنواع الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المطروحة:
- القيمة الاسمية للصك:
- سعر الطرح للصك:
- القيمة الإجمالية للإصدار:
- مدة الإصدار:
- الأصل المصكك:
- التصنيف الائتماني:
- عملة الإصدار:
- نوع العائد: ثابت / متغير
- سعر العائد:
- فترة توزيع العائد:
- مواعيد سداد العائد:
- تاريخ الاستحقاق النهائي:
- سعر الاستحقاق النهائي:
- بيان الشرائح المخصصة للأفراد والمؤسسات والجهات
- السداد المعجل:
- سعر الاستهلاك المعجل:
- حالات وتواريخ وإجراءات الاستهلاك
- عدد ونسبة الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المطروحة التي سيقوم المروج/المتعهد بتغطيتها.
- ٢- التحويل لاسهم:

في حالة ما إذا كانت الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية قابلة للتحويل إلى أسهم يتم إيضاح جميع القواعد والشروط والإجراءات التي يجب إتباعها لتحويل الصكوك إلى أسهم والحقوق والالتزامات المترتبة على حاملي الصكوك نتيجة تطبيق هذا الإجراء

- إذا كانت الصكوك قابلة للتحويل إلى أسهم وجب أن تحتوي نشرة الاكتتاب/ مذكره المعلومات على الإجراءات الخاصة بعملية وشروط التحويل، وإيضاح جميع القواعد والإجراءات التي يجب اتباعها للتحويل لأسهم، والحقوق والالتزامات المترتبة على مالكيها نتيجة تطبيق هذا الإجراء، وإذا كان سعر التحويل ثابتاً أو متغيراً خلال مدة أجل الإصدار، وإذا كان متغيراً وجب تقديم جدول محدّد بذلك ويُعلن عنه في النشرة.

- معدل التحويل إذا كانت الصكوك قابلة للتحويل لأسهم.

٣- ضمانات الإصدار:

بيان إذا كانت الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مضمونة أم لا ونوع الضمان ونسبة التغطية لإجمالي قيمة الصكوك المطروحة

- إذا كان الإصدار مضموناً من قبل شركة يجب أن تتضمن النشرة معلومات متكاملة عن الشركة الضامنة. فإذا كانت الجهة الضامنة للإصدار، جهة حكومية، يجب ذكر اسم الجهة الحكومية الضامنة أو القرار الذي تم بموجبه منح الضمان.

- إذا كانت الصكوك مضمونة بموجودات وجب أن تحتوي نشرة الاكتتاب/ مذكره المعلومات على شرح بالتزامات الجهة المصدرة تجاه مالكي الصكوك والتفاصيل بالإجراءات الخاصة بالبيع والتنازل عن الموجودات أو عن أي حقوق للجهة المصدرة في الموجودات وطبيعة الموجودات وملخص لشروط وأحكام أي عقود أو اتفاقيات أو ضمانات أو كفالات بنكية مرتبطة بالموجودات وتاريخ وأوتاريخ استحقاق الموجودات وعملة وقيمة الموجودات الدفترية والفعلية وإذا كانت الموجودات مضمونة بموجودات أخرى تحدد تفاصيل تلك الموجودات الأخرى.

- الضمانات المقدمة من الجهة المستفيدة (حال وجودها)، على أن يبين نوع الضمان ونسبة التغطية لإجمالي قيمة الصكوك، والجهة الضامنة.

٤- بيان ترتيب أولوية حملة الصكوك بالنسبة لباقي الدائنين الحاليين والمتوقعين:

٥- بيان إجراءات استهلاك الصكوك والقيمة النهائية المتوقع استحقاقها للصك:

- ٦- بيان إجراءات الاستحقاق/ الاسترداد بحسب نوع الصك وأحكام وعقود الإصدار المبينة بالنشرة:
- ٧- بيان إجراءات استرداد الصكوك.
- ٨- الإشعارات والبيانات الدورية التي يجب إرسالها لحملة الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:
- ٩- الإجراءات في حالة الخسارة الكاملة او حالات التعثر :
- ١٠- حق الرجوع لحاملي الصكوك على الجهة المستفيدة:
- ١١- ملخصاً بالحقوق التي تمنحها الصكوك لمالكيها:
- ١٢- حق الشركة المستفيدة في السداد المعجل قبل تاريخ الاستحقاق النهائي:
- ١٣- العمولات والمصاريف التي يتم خصمها من حصيله التشكيك (يرفق بيان مفصل بالعمولات والمصاريف في نهاية النشرة)
- ١٤- مصادر سداد الصكوك:
- ١٥- التعزيز الائتماني:
- ١٦ - الأسباب التي تستوجب الاستحقاق المبكر ومعالجة التعثر (حال وقوعه) وكيفية تسوية حقوق مالكي الصكوك والإجراءات الواجب اتباعها:

سابعاً: بيانات الاكتتاب

وتشمل التالي

- القيمة الأسمية للصك، وقيمة الاكتتاب، ومدته، والقيمة الإجمالية للاكتتاب، طبعة الاكتتاب وعملة الاكتتاب.
- بيان الشرائح المخصصة للأفراد والمؤسسات إن وجد.
- بيان المستندات والإجراءات المطلوبة من المكتتبين عند تقديم طلب الاكتتاب وكيفية الحصول على نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.
- تفاصيل الحد الأدنى والحد الأقصى للاكتتاب.
- أسلوب تخصيص الصكوك المصدرة بين المكتتبين في حالة زيادة قيمة الاكتتاب عن قيمة الإصدار.
- طريقة سداد قيمة الاكتتاب، ومتلقي الاكتتاب، وبيان التاريخ المتوقع لقيد الصكوك (إن وجد).

- الاجراءات المتبعة في حالة عدم تغطية الاكتتاب.

- حق الرجوع في الاكتتاب واسترداد القيمة المكتتب فيها.

- الجدول الزمني للاكتتاب والقيد.

تلخص التواريخ المحددة أدناه الجدول الزمني المتوقع للاكتتاب، وتحفظ الشركة بحق تغيير أي من تواريخ الجدول الزمني للاكتتاب أو اختصار أو تمديد الفترات الزمنية المحددة له بعد الحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية ونشر ذلك التغيير وفقا لوسائل النشر في القانون.

موعد فتح باب الاكتتاب

موعد إغلاق باب الاكتتاب

إشعار التخصيص وإعلان نسبة تخصيص الصكوك للمكتتبين

إرسال الإخطارات وفائض الاكتتاب للمكتتبين

تاريخ قيد الصكوك لدى بورصة الأوراق المالية

- الخطوات والمستندات والإجراءات المطلوبة للتقدم للاكتتاب:

(هذا الجزء يتم إيضاح الخطوات والمستندات المطلوبة لكل من الشرائح المختلفة والمؤهلة للاشتراك في الاكتتاب، وكيفية الحصول على نشرة الاكتتاب ونموذج طلب الاكتتاب)

- ايه بيانات اخري تحدد الشركة بما لا يتعارض مع القوانين واللوائح والتعليمات

ثامناً: جماعة مالكي حمله الصكوك

تتكون من مالكي الصكوك لكل الإصدار ويكون غرض هذه الجماعة حماية المصالح المشتركة لأعضائها ومتابعة الاصدار حتى انتهائه وفقا للقواعد الواردة باللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة

١٩٩٢.

تاسعاً: قيد وتداول الصكوك

يتم قيد وتداول الصكوك وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٥٠ لسنة ٢٠١٩ وقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية وآية قواعد تصدر في هذا الشأن.

عاشراً: الاقرارات

اقرار الشركة المصدرة والشركة المستفيدة

نقر نحن شركة / ----- (الشركة المصدرة) وشركة / -----
----- (الشركة المستفيدة) أن جميع المعلومات والبيانات الواردة بمذكرة المعلومات والمستندات المرفقة بها صحيحة وعلى مسئوليتنا.

الشركة المصدرة	الشركة المستفيدة

اقرار لجنة الرقابة الشرعية

بعد مراجعة مذكرة المعلومات هذه والعقود المرفقة بها فقد وجد أن عرض الصكوك للجهة المصدرة متفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وأن جميع الإجراءات التي اتخذت تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها وتتماشى مع قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ ونظام عقود الصكوك الإسلامية وكافة التعليمات ذات الصلة بالشريعة الإسلامية.

اقرار الجهة المستفيدة بشراء موجودات الصكوك

نقر وتتعهد نحن شركة / ----- بالالتزام بشراء موجودات الإصدار في نهاية أجل الصك أو قبل ذلك في حالة السداد المبكر للإصدار وهذا اقرار منا بذلك.

إقرار الجهة المستفيدة بوجود اية ضمانات

نقر نحن شركة / ----- بتوفير ضمانات -----.

اقرار منظم الإصدار والجهة المصدرة

نقر نحن شركة / ----- (منظم الإصدار) وشركة / -----
----- (الشركة المصدرة) بأننا قد حصلنا على كافة البيانات والمعلومات اللازمة في شأن هذا الإصدار وأننا قمنا ببذل عناية الرجل الحريص للتأكد من أن المعلومات والبيانات المقدمة إلى الهيئة دقيقة وصحيحة وكاملة وأننا سنقوم بالحفاظ على حقوق مالكي الصكوك المرتقبين.

الجهة المصدرة	منظم الإصدار

اقرار مراقبي الحسابات:

بصفتي مراقب حسابات شركة.....ش.م.م، اطلعنا على نشرة الطرح الموضحة أعلاه وراجعنا ما تضمنته من بيانات ومعلومات وجدناها صحيحة وفقا لتقاريرنا المشار اليها أعلاه متفقه مع متطلبات وأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحتيهما التنفيذيةتين.

نشره الطرح / مذكرة المعلومات هذه تم مراجعتها من الهيئة العامة للرقابة المالية ووجدت أنها متماشية مع أحكام قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية وتم اعتمادها برقم (-----) بتاريخ ---/--/-- علما بأن اعتماد الهيئة لمذكرة المعلومات ليس اعتمادا للجودى التجارية للمشروع محل عملية التصكيك موضوع نشره الطرح / مذكرة المعلومات هذه أو لقدرة المشرع تحقيق نتائج معينة. مع العلم بان المعلومات الواردة بهذه النشرة/ مذكره المعلومات تم استيفائها بمعرفه الجهة المصدرة وفقا للنموذج المعد لذلك وفي ضوء المستندات المقدمة منها للهيئة، ويتحمل كل من الجهة المصدرة والجهة المستفيدة من الإصدار المسؤولية القانونية عن صحة البيانات الواردة بهذه النشرة /المذكورة.

- يرفق بالنشرة البيانات والمستندات وفقا للائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والبنود الواردة بالنشرة، واية بيانات تطلبها الهيئة لازمه لدواعي الإفصاح.

ملحق ٢

قواعد خاصة بجماعة حملة السندات

مادة (٧٠) تكوين الجماعة

يجوز لحملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى ذات الإصدار الواحد تكوين جماعة تهدف إلى حماية المصالح المشتركة لأعضائها ومتابعة الإصدار حتى انتهائه.

ويجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات -بحسب الأحوال - نصاً يفيد تحديد رغبة المكتتبين في السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى في الاشتراك في عضوية جماعة حملة السندات من عدمه، على أن يرفق بسند الاكتتاب إقرار من المكتتبين بالرغبة في عضوية جماعة حملة السندات من عدمه، وتتكون الجماعة إذا قبل الاشتراك في عضويتها حملة أكثر من (٢٥%) من قيمة الإصدار وفقاً للمذكرة المرفقة بسند الاكتتاب.

وفي حالة إصدار سندات أو صكوك التمويل أو أوراق مالية أخرى على دفعات في إطار برنامج إجمالي للإصدار يكون لحملة كل دفعة من السندات أو صكوك التمويل أو الأوراق المالية الأخرى الاشتراك في الجماعة والمشاركة في كافة أعمالها أو قراراتها بنسبة ما يملكونه من سندات أو صكوك تمويل أو أوراق مالية أخرى إلى إجمالي رصيد السندات أو الصكوك أو الأوراق المالية الأخرى القائم في تاريخ الاشتراك في الجماعة.

وتبين نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال كيفية تكوين الجماعة في هذه الحالة وطريقة اشتراك حملة كل دفعة في الجماعة.

مادة (٧١): ممثل جماعة حملة السندات

يكون لجماعة حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى ممثل قانوني من بين أعضائها يتم اختياره في اجتماع للجماعة بقرار من أغلبية حملة السندات أو صكوك التمويل أو الأوراق المالية الأخرى الحاضرة في الاجتماع ويتم إخطار الهيئة والجهات المرتبطة بالإصدار باسم ممثل الجماعة فور اختياره، ويتم الإخطار وفقاً لوسائل النشر المحددة بالضوابط الصادرة من مجلس إدارة الهيئة.

وتحدد الجماعة فترة تمثيله لها ومن ينوب عنه عند غيابه، والمكافأة المالية التي ترى الجماعة تقريرها له، فإذا لم يتم اختياره خلال ثلاثة أشهر من تاريخ أول اجتماع دعي إليه لاختياره، على الجهة المصدرة للسندات إبلاغ الهيئة بطلب تعيين ممثل للجماعة، وعلى رئيس الهيئة أن يصدر قرار بتعيين ممثل للجماعة خلال شهر من تاريخ وصول الطلب للهيئة.

ويتم عزل الممثل القانوني للجماعة بأغلبية حملة السندات أو صكوك التمويل أو الأوراق المالية الأخرى الحاضرة في الاجتماع وذلك لفقده أحد الشروط المبينة في هذه اللائحة أو لغيرها من الأسباب بناءً على طلب من حملة (٥%) من قيمة الإصدار أو من الهيئة ويجب أن يكون قرار العزل مسبباً، مع اختيار ممثل قانوني آخر في ذات الاجتماع بنفس الشروط والإجراءات الخاصة بالتعيين.

مادة (٧٢): استقلالية ممثل الجماعة

يجب أن يكون ممثل الجماعة أو نائبه شخصاً طبيعياً سواء بصفته الشخصية أو بصفته ممثلاً عن شخص اعتباري ويجب ألا يكون للممثل القانوني أو نائبه علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة مصدرة الأوراق المالية أو الأطراف المرتبطة بعملية التوريق أو مصلحة تتعارض مع مصلحة حاملي تلك الأوراق أو أن يكون عضواً بمجلس إدارة أو من الشركاء المديرين أو أعضاء مجلس المراقبة أو من العاملين لدى شركة تملك أكثر من (١٠%) من رأس مال الجهة مصدرة الأوراق المالية أو ضامنة لكل أو بعض ديون هذه الجهة.

مادة (٧٣) فقرة أولى): الأخطار بتشكيل الجماعة

يجب على رئيس مجلس إدارة الجهة أو العضو المنتدب للإدارة، والممثل القانوني للجماعة أن يخطر الهيئة بتشكيل الجماعة واسم ممثلها القانوني خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تشكيلها، وذلك وفقاً لوسائل النشر المحددة بالضوابط

الصادرة من مجلس ادارة الهيئة.

مادة (٧٤): اختصاصات ممثل الجماعة

يتولى الممثل القانوني للجماعة مباشرة الاختصاصات الآتية:

- أ- رئاسة اجتماعات الجماعة، وفي حالة غيابه ومن ينوب عنه تختار الجماعة من يحل محله في رئاسة الاجتماع.
- ب- القيام بأعمال الإدارة اللازمة لتسيير أمور الجماعة وحماية مصالحها وذلك طبقاً للنظام الذي تضعه له الجماعة.
- ج- تمثيل الجماعة في مواجهة الجهة المصدرة أو الغير وأمام القضاء .
- د- رفع الدعاوى التي توافق الجماعة على إقامتها باسمها وذلك بغرض المحافظة على المصالح المشتركة لأعضائها وبصفة خاصة الدعاوى المتعلقة بإبطال القرارات والأعمال الضارة بالجماعة من الجهة المصدرة إن كان لذلك مقتضى.

هـ- الدعوة لعقد الجماعة في الحالات التي تستدعي ذلك حماية لمصالحهم أو في حالة اتخاذ قرار بالجهة المصدرة يضر بمصالح حملة السندات أو صكوك التمويل أو في حالة حدوث حالة إخلال وعدم سداد مستحقات حملة السندات أو صكوك التمويل أو الأوراق المالية الأخرى في مواعيدها.

و- أي اختصاصات أخرى منصوص عليها في نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.

مادة (٧٥): التزامات الجهة المصدرة تجاه الممثل القانوني للجماعة

يجب على الجهة المصدرة إخطار ممثل الجماعة بموعد جلسات الجمعية العامة أو الجهة المختصة بذلك في غير الشركات بحسب الأحوال، وموافاته بجميع الأوراق المرفقة بالإخطار على الوجه الذي يتم به إخطار المساهمين. ويكون الممثل القانوني للجماعة حق حضور اجتماعات الجمعية العامة للجهة المصدرة أو الجهة المختصة بذلك في غير الشركات بحسب الأحوال، وإبداء ملاحظاته دون أن يكون له صوت معدود في المداولات، ويكون له عرض قرارات وتوصيات الجماعة على مجلس إدارة الجهة المصدرة أو الجمعية العامة للجهة المصدرة، ويجب إثبات محتواها في محضر الجلسة.

ولا يجوز للممثل القانوني للجماعة التدخل في إدارة الجهة المصدرة.

مادة (٧٦): الدعوة لاجتماع جماعة حملة السندات

تدعى للاجتماع -في أي وقت -جماعة مالكي السندات وصكوك التمويل في الأحوال الآتية:

- أ- إذا طلب الممثل القانوني للجماعة.
 - ب- إذا طلب مجلس إدارة الجهة المصدرة أو الشريك أو الشركاء المديرون بحسب الأحوال.
 - ج- إذا طلب حملة مالا يقل عن (٥%) من قيمة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى بكتاب مسجل مصحوب بعلم الوصول من الجهة المصدرة أو الممثل القانوني للجماعة، فإذا لم يتم الاجتماع خلال ثلاثين يوماً جاز للطالبين أو بعضهم أن يطلبوا من القضاء الأمر بتعيين ممثل مؤقت للجماعة يتولى الدعوة لعقد الاجتماع ورئاسته.
 - د- إذا طلبت الهيئة.
 - هـ- إذا طلب مصفي الجهة المصدرة خلال فترة التصفية.
 - و- في أي حالة أخرى يتم النص عليها في نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.
- على أن يتضمن الطلب في جميع الأحوال الموضوعات المطلوب عرضها على الجماعة.
- كما تختص الجماعة بالنظر في الموضوعات الآتية:
- أ- التعديلات على بنود نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات الخاصة بالسندات أو الصكوك أو الأوراق المالية الأخرى.
 - ب- تعديل العقود المرتبطة بعملية التوريق خلال عمر السندات وحالات إنهاء تلك العقود.
 - ج- إجراء أي زيادة في الأتعاب والعمولات والمصاريف التي يتم خصمها من محفظة الحقوق المالية المحالة خلال عمر سندات التوريق الصادرة في مقابلها.
 - د- حدوث أي حالة من حالات الإخلال الواردة بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات أو عدم سداد مستحقات حملة السندات أو الأوراق المالية الأخرى في تواريخ استحقاقها المحددة.
 - هـ- المسائل التي تطلب الهيئة عرضها على الجماعة.
 - و- موضوعات أخرى منصوص عليها بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.

وتصدر قرارات الجماعة بصفة عامة بالأغلبية الحاضرة فيما عدا القرارات المتعلقة بالبند أرقام (أ، د، هـ) فتصدر بأغلبية ثلثي السندات أو الصكوك الحاضرة.

مادة (٧٧): إخطار الهيئة واجتماعات الجماعة

يجب على كل من وجه الدعوى لاجتماع الجماعة أن يخطر الهيئة والجهة مصدرة الأوراق بالبيانات والإخطارات الموجهة للدعوة لعقد اجتماع للجماعة وذلك في ذات تاريخ الإخطار أو الإعلان.

مادة (٧٩): الألتزام بقواعد الدعوة للاجتماع

تتضمن الدعوة إلى اجتماع جماعة حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى البيانات المتطلبية لدعوة الجمعية العادية للشركة والواردة باللائحة التنفيذية للقانون رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ أو الجهة المختصة بذلك في غير الشركات بحسب الأحوال، على أن يضاف إلى البيانات المبينة في الدعوة للاجتماع بيان الإصدار أو الإصدارات التي يدعى حملة أوراقها إلى الاجتماع، واسم وعنوان الشخص الذي يدعو إلى الاجتماع وصفته، أو قرار المحكمة بتعيين ممثل مؤقت للدعوة إلى الاجتماع في حالة وجوده.

وتتم الدعوة إلى الاجتماع وفقاً للطريقة المحددة بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات الخاصة بالإصدار على أن يتم إخطار الهيئة مسبقاً بها ونشرها وفقاً للضوابط المحددة بالنشر الواردة بقرار مجلس إدارة الهيئة.

مادة (٨١): حق حضور اجتماعات الجماعة

يكون من حق كل حامل سند أو صك تمويل أو ورقة مالية أخرى حضور اجتماعات جماعة حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى سواء بنفسه أو بنائب عنه.

ويكون لحملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التي تقرر استهلاكها دون أن يتم أداء قيمتها بالكامل سواء لإفلاس الجهة المصدرة أو خلاف حول شروط رد قيمة السند أو صك التمويل أو أية ورقة مالية أخرى، الحق في حضور الاجتماعات.

ولا يجوز أن يمثل حملة السندات أو صكوك التمويل أو الأوراق المالية الأخرى في حضور اجتماعات الجماعة أعضاء مجلس إدارة الجهة مصدرة السندات أو صكوك التمويل أو الأوراق المالية الأخرى أو أية شركة أخرى ضامنة لديونهم أو

أعضاء مجلس مراقبتها أو مراقبي حساباتها أو أحد العاملين بها أو أصول أو فروع أو أزواج الأشخاص المشار إليهم.

مادة (٨٢): مكان اجتماع الجماعة

تجتمع جماعة حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى في مقر الجهة المصدرة أو أي مكان آخر تحدده الجماعة للاجتماع في المدينة التي بها مقر الجهة المصدرة، وتحمل الجهة المصدرة نفقات الاجتماع والدعوة إليه وما يتقرر من مكافأة للممثل القانوني للجماعة.

مادة (٨٣): قرارات جماعة السندات

يكون لجماعة حملة السندات أن تتخذ في اجتماعاتها التي تتم طبقاً لأحكام هذه اللائحة الإجراءات الآتية:

(أ) أي إجراء يكون من شأنه حماية المصالح المشتركة لحملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى وتنفيذ الشروط التي تم على أساسها الاكتتاب.

(ب) تقرير النفقات التي قد تترتب على أي من الإجراءات التي تتخذها.

(ج) إبداء أية توصيات في شأن من شئون الجهة المصدرة لتعرض على الجمعية العامة للمساهمين أو مجلس إدارة الشركة المصدرة أو الجهة المختصة بذلك في غير الشركات بحسب الأحوال.

ولا يجوز لجماعة حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى أن تتخذ أية إجراءات يترتب عليها زيادة أعباء أعضائها أو عدم المساواة في المعاملة بينهم.

المحتويات

٦	تقديم
٧	مقدمة
	الفصل الأول: نشأه الصكوك وتطورها
١٢	مقدمة: تعريف الصك
١٦	المبحث الأول: نشأه الصكوك الإسلامية
٢٢	المبحث الثاني: الفرق بين الصكوك والاسهم والسندات
٢٦	المبحث الثالث: المؤشرات الدولية للصكوك
٣٢	المبحث الرابع: تطور الدراسات السابقة
	الفصل الثاني: لماذا الصكوك (المزايا)
٤٢	المبحث الأول: أهمية الصكوك للمستثمرين والجهة المستفيدة.
٤٨	المبحث الثاني: دور الصكوك في تنمية الاقتصاد القومي والأسواق المالية
	الفصل الثالث: صيغ التمويل الإسلامي وأداره مخاطرها
٦١	المبحث الأول: دليل مشروعية صيغ التمويل للصكوك
٧٤	المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها
٩٠	المبحث الثالث: أداره مخاطر الصكوك
	الفصل الرابع: الضوابط الشرعية للصكوك
١٠١	المبحث الأول: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية.
١١١	المبحث الثاني: الاختلافات الفقهية بالتجربة الماليزية

	الفصل الخامس: أهم الدول المصدرة للصبوك والعوامل المؤثرة علي نجاح الصبوك
١١٩	المبحث الأول: ماليزيا
١٣٩	المبحث الثاني: الامارات العربية المتحدة
١٥٩	المبحث الثالث: المملكة العربية السعودية
١٧٩	الفصل السادس: إجراءات إصدار وطرح الصبوك (الخطوات والجوانب الفنية)
	الفصل السابع: قواعد خاصة بعملية التصكيك
٢٤٥	المبحث الأول: الصبوك قصيرة الأجل والخضراء
٢٤٦	المبحث الثاني: التعامل في أكثر من إصدار لشركة التصكيك
٢٤٨	المبحث الثالث: برنامج إصدار الصبوك
٢٥١	المبحث الرابع: شروط إصدار الشركة المستفيدة شروط بنفسها
٢٥٤	المبحث الخامس: دور الطرف المستقل وقيده بسجل الهيئة
٢٦١	المبحث السادس: تأسيس وترخيص شركة التصكيك
	الفصل الثامن: العوامل المؤثرة في تنمية الصبوك بالسوق المصري (الأمال والطموحات)
٢٧١	المبحث الأول: العوامل الاقتصادية (الاقتصاد المصري)
٢٩٥	المبحث الثاني: العوامل التنظيمية والشرعية وفقا لقانون الصبوك المصري
٣١٢	المبحث الثالث: العوامل الأخرى المؤثرة في الصبوك

٣١٥	المبحث الرابع: دراسة حالات طروحات الصكوك في مصر ٢٠٢٠
٣٢٩	المبحث الخامس: مشروع الصكوك السيادية (دراسة مقارنة بصكوك الشركات)
٣٤٠	المبحث السادس: مستقبل الصكوك في مصر
٣٤٢	المبحث الاول: استراتيجية تنشيط المالية الإسلامية في مصر
٣٤٩	المبحث الثاني: استراتيجية تنشيط الصكوك في مصر
٣٥٤	الخاتمة
٣٥٥	قائمة المراجع
٣٦٨	الملاحق
	١- نموذج استرشادي نشرة الاكتتاب ٢- قواعد تكوين جماعة حملة السندات وصكوك التمويل