

بعنوان

الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك
ودورها في تنمية الأسواق المالية
(دراسة مقارنة بالدول الإسلامية)
**Legal Framework, Financial, Sharia Factors for Sukuk &
Roles
Of Developing Capital Markets
(An Empirical Study on Islamic Country)**

رسالة مقدمة من الباحث
سيد إبراهيم عبد الفضيل
لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

تحت إشراف

المستشار الدكتور
عثمان أحمد عثمان
رئيس قسم الاقتصاد والبنوك
بالمعهد العالي للدراسات الإسلامية
وعضو المجلس الأعلى للشئون الإسلامية

الأستاذ الدكتور
محمد علي المحجوب
أستاذ الشريعة الإسلامية
جامعة عين شمس
وزير الأوقاف السابق

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ
عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ)

صدق الله العظيم

[سورة التوبة: آية ١٠٥]

شكر وتقدير

الحمد لله والشكر لله سبحانه الذي وفقني لإنجاز هذا البحث، وأتقدم بالشكر للمعهد العالي للدراسات الإسلامية علي اتاحه الفرصة لإنجاز هذا العمل، ولإدارته على ما يقدمونه من انجازات لرفعه الاسلام والمسلمين.

كما اتقدم بخالص الشكر والتقدير

لمعالي المستشار الدكتور/ عثمان أحمد عثمان رئيس قسم الاقتصاد والبنوك بالمعهد العالي للدراسات الإسلامية على ما قدمه لي من دعم لإنجاز هذا العمل وما قدمه من آراء ومناقشات وتيسيرات للانتهاء منه، ولا أجد من الكلمات ما أعبر عن شكري له، جزاه الله عني خير الجزاء.

ولفضيله الأستاذ الدكتور/ محمد علي المحجوب استاذ الشريعة الإسلامية ووزير الاوقاف السابق على ما بذله معي من جهد في الإشراف على الرسالة، وتفضله بالمشاركة في لجنة المناقشة والحكم على الرسالة.

ولفضيله الشيخ الدكتور / نصر فريد واصل استاذ الشريعة والقانون ومفتي الديار المصرية السابق، ورئيس لجنة الرقابة الشرعية المركزية بالهيئة العامة للرقابة المالية على تفضله بالموافقة على مناقشه تلك الرسالة، نفعنا الله بعلمه، وجزاه الله عنا خير الجزاء.

ولمعالي الأستاذ الدكتور الفاضل/سيد طه بدوي رئيس قسم الأقتصاد والمالية العامة بكلية الحقوق – جامعه القاهرة علي تفضله بالموافقة على مناقشه الرسالة.

المخلص

يهدف البحث إلى التعرف على العوامل المؤثرة في تنشيط سوق الصكوك، وخاصة بعد صدور القانون ١٩٩٢/٩٥ المنظم للإطار التشريعي للصكوك، مع الاستفادة من تجارب الدول في إصدار الصكوك.

وقد استهلقت المقدمة بالدراسات السابقة في مجال الصكوك، وتضمنت فرضية البحث: العوامل التنظيمية والشرعية والمالية التي قد يكون لها دور في تنشيط الأسواق المالية. واعتمد البحث على الأسلوب التحليلي والمقارن، واستخدام قائمة الاستقصاء لجمع البيانات المطلوبة.

كما استعرض الفصل الأول تطور مؤشرات الأدوات المالية الإسلامية الدولية بوجه عام والصكوك بوجه خاص، ونشأة الصكوك وصيغ التمويل الإسلامية وأهميتها والمخاطر المرتبطة بها وكيفية إدارتها، بالإضافة إلى دور الصكوك في تنمية الاقتصاد القومي، وكيفية تنشيط سوق رأس المال بشقيه: الإصدار والتداول.

وتضمن الفصل الثاني دراسة الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية لأهم الدول المصدرة للصكوك في كل من السعودية والإمارات وماليزيا. وقد تبين أهمية تلك العوامل ودورها الكبير في تنشيط سوق الصكوك والمساهمة في الاقتصاد القومي.

أما الفصل الثالث فقد تناول الإطار التنظيمي والشرعي والضوابط المالية لإصدار الصكوك في مصر، بالإضافة إلى استعراض أهم طروحات الصكوك، بأول عام صكوك، والتي بلغت ٥,١ مليار جنيه بإجمالي ثلاثة إصدارات.

وأثبتت النتائج صحة فرضية الدراسة وأهمية كل من العوامل التالية، وفقاً للترتيب: العوامل الترويجية، وتنمية الوعي بالصكوك، والعوامل الشرعية، والعوامل الاقتصادية، وكفاءة أطراف عملية التصكيك، وطلب المستثمرين على الصكوك، والعوامل التنظيمية، ورغبة الشركات في استخدام الصكوك كأداة تمويلية، ودعم مؤسسات وأجهزة الدولة.

وتناول البحث توصيات الباحث بضرورة وضع خطة استراتيجية لتنمية وتنشيط سوق الصكوك، اعتماداً على العوامل التي أثبتتها الدراسة، وأهمية الدور الرقابي لأطراف عملية التصكيك، والتعاون مع المؤسسات الإسلامية الدولية والاستفادة من التجارب الدولية، ووضع خطة استراتيجية لتنشيط الأنشطة المالية غير المصرفية.

Executive Summary

The aim of this research is to identify the determinants affecting the revitalization of the Sukuk's market especially after the issuance of amendments to capital market Law no. 95/1992. The said amendments works on framing and streamlining the Sukuk market, while benefiting from the experiences of other countries in issuing sukuk.

The introduction began with a review on Sukuk literature, pinpointing a research hypothesis about the role of the regulatory, legislative and financial factors may have in stimulating financial markets. Both comparative analysis and the data surveying were employed for answering the research question.

Chapter one, reviews the development of international Islamic financial metrics while spotting on those of Sukuk's in particular. Moreover, the role of Sukuks, its Shariah-compliant structures, underlying risks, risk mitigation tools, along with its impact on economic and capital markets revitalization (via diagnostic aspects of issuances and trading), all were quiet discussed in this chapter.

However, chapter two addresses the financial, legislative and Shariah regulations of the top Sukuk issuers in Saudi Arabia, UAE and Malaysia where the foregoing determinant was found to have a major role in stimulating Sukuk markets and positively contributing to the national-wide economy.

Finally, chapter three reflects the financial, legislative and regulatory framework for issuing sukuk on the Egyptian capital market, with attempts to measure performance in first- adoption year via addressing three Sukuk offerings valued EGP 5.1 B.

Research results confirmed the validity of the set hypothesis and the importance of each of the following determinants respectively: promotional factors, existence of Sukuk awareness, Shariah regulations, economic forces, efficiency of Sukuk parties, investors demand, appetite to utilize Sukuk as a financing tool, regulatory factors, and the support for state-owned institutions and policy makers.

Recommendations highlights the following:

- The necessity of developing a strategic plan to revitalize the sukuk market, based on the determinants evidenced by the research study.
- The importance of regulatory supervision to all Sukuk parties.
- Alignment and cooperation with international Islamic institutions, and profiting from international experiences in developing a strategic plan to revitalize the non-banking financial markets.

فهرس المحتويات

| رقم الصفحة | البيان |
|------------|--|
| | <u>المقدمة</u> |
| ٢ | ١-مشكلة البحث |
| ٣ | ٢--فرضية البحث |
| ٣ | ٣-أهداف البحث |
| ٤ | ٤- منهجية البحث |
| ٤ | ٥-أسلوب البحث |
| ٥ | ٦-الدراسات السابقة |
| ١٢ | ٧-خطة البحث |
| | |
| | |
| | |
| | <u>الفصل الأول تطور الصكوك ودورها فى تنمية الاقتصاد وتنشيط سوق رأس المال</u> |
| | <u>المبحث الأول: نشأة الصكوك الإسلامية وتطورها</u> |
| ١٤ | تمهيد |
| ١٧ | المطلب الأول: نشأة الصكوك الإسلامية |
| ٢٢ | المطلب الثاني: الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات |
| | المطلب الثالث: مؤشرات الصكوك الإسلامية |
| ٢٥ | ١-تطور صناعة الخدمات المالية الإسلامية |
| ٢٦ | ٢-تطور مؤشرات الصكوك الإسلامية |

| | |
|----|--|
| | المبحث الثاني: صيغ التمويل الإسلامي للصكوك وإدارة مخاطرها |
| ٣٠ | تمهيد |
| ٣١ | المطلب الأول: دليل مشروعية صيغ التمويل الإسلامي |
| ٤١ | المطلب الثاني: صيغ التمويل الإسلامي وأهميتها أولاً: صيغ التمويل الإسلامي |
| ٤٢ | ١- الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة |
| ٤٥ | ٢- الأدوات التمويلية القائمة على البيع |
| ٤٨ | ٣- الأدوات التمويلية القائمة على الإجارة |
| ٥٠ | ٤- صيغ أخرى للصكوك |
| ٥١ | ثانياً: أهمية صيغ التمويل الإسلامي |
| | المطلب الثالث: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية |
| ٥٥ | أولاً: مخاطر عملية التصكيك |
| ٥٩ | ثانياً: إدارة مخاطر التصكيك |
| | المبحث الثالث: دور الصكوك في تنمية الاقتصاد القومي وتنشيط سوق رأس المال |
| ٦٣ | المطلب الأول: أهمية الصكوك للمستثمرين والاقتصاد القومي |
| ٦٩ | المطلب الثاني: دور الصكوك في تنمية الأسواق المالية |
| | |
| | <u>الفصل الثاني الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية</u> |

| | |
|---|--|
| لأهم الدول المصدرة للصكوك | |
| ٧٩ | تمهيد المبحث الأول: مفاهيم الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية لإصدار الصكوك |
| ٨٠ | المطلب الأول: الضوابط المالية. |
| ٨٣ | المطلب الثاني: الضوابط التنظيمية. |
| ٨٥ | المطلب الثالث: الضوابط الشرعية. |
| المبحث الثاني: تطور إصدار الصكوك بماليزيا والعوامل المؤثرة في نجاح الصكوك | |
| ٩١ | تمهيد |
| ٩٧ | المطلب الأول: الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بماليزيا. |
| ١٠٤ | المطلب الثاني: الضوابط المالية لإصدار الصكوك بماليزيا |
| ١٠٩ | المطلب الثالث: الضوابط الشرعية للصكوك بماليزيا. |
| المبحث الثالث: تطور إصدارات الصكوك بالإمارات والعوامل المؤثرة في نجاح الصكوك | |
| ١١٦ | تمهيد |
| ١٢٢ | المطلب الأول: الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بالإمارات. |
| ١٢٨ | المطلب الثاني: الضوابط المالية لإصدار الصكوك في الإمارات. |
| ١٣٣ | المطلب الثالث: الضوابط الشرعية للصكوك بالإمارات. |
| المبحث الرابع: تطور إصدارات الصكوك بالمملكة السعودية والعوامل المؤثرة في نجاح الصكوك | |
| ١٣٧ | تمهيد |
| ١٤١ | المطلب الأول: الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية. |

| | |
|-----|---|
| ١٤٦ | المطلب الثاني: الضوابط المالية لإصدار الصكوك بالمملكة. |
| ١٥٢ | المطلب الثالث: الضوابط الشرعية للصكوك بالمملكة |
| | |
| | <u>الفصل الثالث: الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية لإصدار الصكوك في مصر</u> |
| | <u>تمهيد</u> |
| | المبحث الأول: الإطار التنظيمي للصكوك |
| ١٥٠ | المطلب الأول: التزامات اطراف عملية التصكيك |
| ١٥٧ | أولاً: التزامات الجهة المستفيدة ١- شروط و التزامات الجهة المستفيدة حال وجود شركة التصكيك. ٢- شروط و التزامات إصدار الجهة المستفيدة صكوك بنفسها |
| ١٦٢ | ثانياً: التزامات شركة التصكيك. ١- الالتزامات العامة لشركة التصكيك ٢- الالتزامات الدورية لشركة التصكيك |
| ١٦٥ | المطلب الثاني: الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك أولاً: الشروط الواجب توافرها في المشروع محل التصكيك ثانياً: الدراسات اللازمة للموافقة على المشروع محل التصكيك ثالثاً: ضمانات المشروع محل التصكيك |
| ١٦٧ | المطلب الثالث: جماعة مالكي الصكوك |
| ١٦٨ | المطلب الرابع: قواعد إجراءات طرح وتداول الصكوك أولاً: إجراءات إصدار وطرح الصكوك ثانياً: قواعد قيد وتداول الصكوك |
| ١٧٠ | المطلب الخامس: الإعفاءات الضريبية |
| | المبحث الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك |
| | <u>تمهيد</u> |
| ١٧٢ | المطلب الأول: صيغ إصدارات الصكوك |
| ١٧٥ | المطلب الثاني: لجان الرقابة الشرعية. أولاً: لجان الرقابة الشرعية المركزية ثانياً: لجان الرقابة الشرعية الفرعية |

| | |
|--------------------------|--|
| | المبحث الثالث: الضوابط المالية لإصدار الصكوك |
| ١٧٨ ١٨٠ | المطلب الأول: الضوابط المالية الكلية أولاً: برنامج الإصلاح الاقتصادي ثانياً: نتائج برنامج الإصلاح الاقتصادي |
| ١٨٦ | المطلب الثاني: الضوابط الاقتصادية على مستوى المشروع |
| | المبحث الرابع: دراسة ظروف إصدار الصكوك في مصر ٢٠٢٠ |
| ١٨٧ ١٩١ ١٩٥ | المطلب الأول: الإصدار الأول لشركة هرمس للتصكيك المطلب الثاني: الإصدار الأول لشركة ثروة للتصكيك المطلب الثالث: الإصدار الثاني لشركة هرمس للتصكيك |
| | المبحث الخامس: نتائج الدراسة التطبيقية |
| ٢٠٠ ٢٠٥ ٢٠٨ ٢١٢ | المطلب الأول الضوابط الشرعية المطلب الثاني الضوابط المالية المطلب الثالث: - الضوابط التنظيمية المطلب الرابع: العوامل الأخرى المؤثرة في إصدارات الصكوك |
| | الخاتمة |
| ٢١٦ ٢٢٠ | النتائج التوصيات |
| ٢٣٤ | قائمة المراجع |
| ٢٣٥ | الملاحق ملحق رقم ١ استراتيجية تنشيط المالية الإسلامية للأنشطة غير المصرفية ملحق رقم ٢ نموذج قائمة الاستقصاء |

فهرس الجداول

| رقم الصفحه | عنوان الجدول | رقم الجدول |
|------------|---|------------|
| ٦ | الدراسات السابقة | ١ |
| ٧ | الدراسات السابقة | ٢ |
| ٨ | الدراسات السابقة | ٣ |
| ٩ | الدراسات السابقة | ٤ |
| ١٠ | الدراسات السابقة | ٥ |
| ١١ | الدراسات السابقة | ٦ |
| ٢٢ | الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات | ٧ |
| ٢٥ | قطاع التمويل الإسلامي ٢٠١٣ | ٨ |
| ٢٥ | تطورات قطاع التمويل الإسلامي خلال ٢٠١٨ ومقارن ٢٠١٧ | ٩ |
| ٢٨ | تطور قيمة الصكوك خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١٨ (بالمليار جنيه) | ١٠ |
| ٢٩ | توزيع الصكوك المحلية (%) وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي | ١١ |
| ٢٩ | توزيع الصكوك الدولية (%) وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي | ١٢ |
| ٢٩ | توزيع الصكوك الدولية (%) وفقاً للصكوك السيادية والشركات | ١٣ |
| ٩٢ | قيمة الصكوك المحلية والدولية لماليزيا % من إجمالي الصكوك الدولية خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٨ | ١٤ |
| ٩٣ | إصدار الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية خلال الفترة ٢٠١٠، ٢٠١٦ | ١٥ |
| ٩٤ | تطور عدد السندات والصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي | ١٦ |
| ٩٤ | حجم تداول الصكوك والسندات في سوق الأوراق المالية الماليزي | ١٧ |
| ٩٥ | القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية (بليون رينجت). | ١٨ |
| ٩٦ | إصدارات الصكوك والسندات ٢٠١٧-٢٠٢٠. | ١٩ |
| ٩٦ | إجمالي رأس المال السوقي للسندات والصكوك (مليون رينجت) | ٢٠ |
| ١٠٧ | أهم المؤشرات الرئيسية للاقتصاد الماليزي | ٢١ |
| ١١٦ | نسبة إصدارات الامارات من الصكوك عالميا | ٢٢ |
| ١٢٩ | تصنيفات الإمارات بالمؤشرات الاقتصادية العالمية | ٢٣ |
| ١٣٢ | أهم المؤشرات الكلية للاقتصاد الإماراتي خلال الفترة من ٢٠٠٥ وحتى ٢٠١٩ | ٢٤ |
| ١٣٧ | نسبة الصكوك السعودية لأجمالي الصكوك العالمية خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٨ | ٢٥ |
| ١٣٨ | إصدارات الطرح الخاص لأدوات الدين والصكوك خلال الفترة من ٢٠٠٩-٢٠١٩ | ٢٦ |

| | | |
|----|---|-----|
| ٢٧ | أهم المؤشرات الاقتصادية بالمملكة العربية السعودية | ١٤٩ |
| ٢٨ | عقود الإصدار (على فرض عقد إجارة) | ١٧٧ |
| ٢٩ | أهم مؤشرات الاقتصاد المصري في الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٩ | ١٨٥ |
| ٣٠ | الضوابط الشرعية وتنمية سوق الإصدار | ٢٠٠ |
| ٣١ | الضوابط الشرعية وكيفية تنمية سوق الإصدار | ٢٠٠ |
| ٣٢ | الضوابط الشرعية وتأثيرها في القرار الاستثماري | ٢٠١ |
| ٣٣ | دور لجان الرقابة الشرعية | ٢٠٢ |
| ٣٤ | دور الضوابط الشرعية في تنشيط سوق التداول | ٢٠٣ |
| ٣٥ | الضوابط المالية وسوق الإصدار | ٢٠٥ |
| ٢٦ | أهمية المؤشرات الاقتصادية الكلية لإصدار الصكوك | ٢٠٦ |
| ٣٧ | الضوابط المالية للمشروع | ٢٠٦ |
| ٣٨ | الضوابط المالية وتنشيط سوق التداول | ٢٠٧ |
| ٣٩ | العوامل التنظيمية وسوق الإصدار | ٢٠٨ |
| ٤٠ | الإطار التنظيمي لسوق راس المال المصري | ٢٠٩ |
| ٤١ | مساهمة الإطار التشريعي للصكوك في تنشيط سوق التداول | ٢١٠ |
| ٤٢ | العوامل الأخرى المؤثرة في إصدار الصكوك | ٢١٢ |
| ٤٣ | مساهمة العوامل المؤثرة في تطوير سوقي الإصدار والتداول للصكوك الإسلامي | ٢١٤ |

فهرس الأشكال

| رقم الصفحة | عنوان الشكل | رقم الشكل |
|------------|--|-----------|
| ١٨٨ | هيكلية صكوك الأجاره (أصدار هيرمس الأول) | ١ |
| ١٩٢ | هيكلية صكوك مضاربة (أصدار ثروة الأول) | ٢ |
| ١٩٦ | هيكلية صكوك الأجاره (أصدار هيرمس الثاني) | ٣ |
| | | |

المقدمة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

المقدمة

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 نجاحًا باهرًا وإقبالاً كبيرًا 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 دورًا كبيرًا في الفكر الاقتصادي الإسلامي خلال الفترة الماضية، كما أثبتت الصكوك الإسلامية نجاحها كأداة تمويلية في تمويل المشروعات والشركات والدولة.

وقد بلغ إجمالي الصكوك المصدرة ١٥٧ مليار دولار. خلال عام ٢٠١٩، 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 البحث الي صدور القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ المعدل للقانون ١٩٩٢/٩٥ بإضافة إطار تشريعي للصكوك بمصر ، والذي يتناول إصدار الصكوك والتزامات كافة أطراف عملية التصكيك سواء عند الإصدار أو خلال حياة عمر الصك، كما صدرت اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك موضحًا القواعد التفصيلية لعملية الإصدار وشروط الإصدار، ودور الهيئة العامة للرقابة المالية خلال مرحله التصكيك، وإجراءات وشروط موافقة لجنة الرقابة الشرعية المركزية، وكذلك المستندات المطلوبة لتقديم ملف إصدار الصكوك، بالإضافة إلى قرارات مجلس إدارة الهيئة ليكتمل الإطار التشريعي للصكوك في مصر.

١ - مشكلة البحث:

إن صدور أول صك إسلامي مصري في أبريل ٢٠٢٠ يعد تحديًا كبيرًا للمهتمين بسوق الصكوك الإسلامية في مصر، وحيث أن مصر من الدول الإسلامية

التي لها مكانة في العالم العربي والإسلامي وتتواجد فيها المؤسسات الدينية وعلى رأسها الأزهر الشريف ويتوافر فيها الخبراء والعلماء في مجال الشريعة والاقتصاد، فإن ذلك يتطلب أن تكون مصر مركزاً اقتصادياً إسلامياً يكون له الريادة في العالم الإسلامي.

وأولى الخطوات لخلق نظام تمويل إسلامي هو المصارف الإسلامية والأدوات المالية الإسلامية المتمثلة في الصكوك.

لذا فإن مشكلة البحث تتمثل في التساؤلات التالية:-

- هل للضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك دور في تنمية الأسواق المالية؟
- هل هناك عوامل أخرى تسهم في تنميته سوق الصكوك؟

٢- فرضية البحث:

تتمثل الفرضية الرئيسة فيما يلي:

تؤدي الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك دوراً مهماً في تنمية الأسواق المالية.

ويمكن تقسيم تلك الفرضية إلى الفرضيتين التاليتين:

- الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك لها تأثير في سوق الإصدار (الاستثمار المباشر).
- الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك لها تأثير في سوق التداول (السوق الثانوي).

٣- أهداف البحث:

يهدف البحث إلى اختبار الفرضية الرئيسة للبحث من خلال تحقيق الأهداف الرئيسة الآتية:

- دراسة الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك في الدولة الأكثر إصداراً للصكوك وهي ماليزيا والإمارات والسعودية.
- دراسة دور تلك الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك في سوق الإصدار والتداول بتلك الدول.

- استعراض الإطار القانوني والمالي والشرعي للصكوك بجمهورية مصر العربية واستنباط العوامل الأخرى المؤثرة في تنمية سوق الصكوك.

وذلك للوصول بمصر لمركز ريادي في الاقتصاد الإسلامي، الأمر الذي يتطلب وضع استراتيجية لتنمية نظام التمويل الإسلامي بوجه خاص ونظام الاقتصاد الإسلامي بوجه عام.

٤- منهجية البحث:-

اعتمد هذا البحث علي منهجين هما:

- المنهج الوصفي التحليلي: والذي يقوم علي جمع البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المرتبطة بموضوع البحث وتحليلها.
- المنهج المقارن: والذي يقوم علي مقارنة الجوانب المختلفة للضوابط المالية والتشريعية والتنظيمية للصكوك ، وكذلك المقارنة بين آليه تطبيقه في كل من ماليزيا والامارات والسعودية

٥- أسلوب البحث:

أعتمد البحث على أسلوبين هما:

(أ) الدراسة المكتبية:

أعتمد البحث على الدراسة المكتبية في الحصول على البيانات والمعلومات اللازمة لصياغة الجزء النظري لموضوع الرسالة، وتم الاستعانة بالكتب والمراجع المصرية والأجنبية التي تتناول جوانب البحث وكذلك الدوريات والأبحاث والدراسات والمؤتمرات العلمية.

(ب) الدراسة الميدانية:

أعتمد 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 الرئيسية 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 ٤٠ - إلى ٦٠ (شركة وأفراد) نظرًا لحدائه سوق الصكوك في مصر.

وقد تم الحصول على البيانات الأولية عن طريق قوائم الاستقصاء والمقابلات الشخصية أو الاتصالات الهاتفية مع بعض المسؤولين داخل مصر وخارجها. وتم إرسال عدد ٦٠ استمارة لمجتمع البحث ، وتم جمع ٤٠ استمارة فقط.

ولقد تم اختبار نتائج قائمه الاستقصاء بعد تفرغها باستخدام اختبار كا- تربيع χ^2 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.

ويمكن توضيح فكرة هذا الاختبار باختصار كما يلي:-

عند جمع البيانات من عينة الدراسة سيكون هناك فروق بين التكرارات الموزعة على الدرجات المختلفة للموافقة على كل فكرة تبعًا لمقياس ليكارت ، وهذه الفروق قد تكون:

- فروقًا معنوية : أي أنها تعكس وجود فروق كلية على مستوى المجتمع
- فروقًا غير معنوية: أي أنها راجعة للصدفة ، وليست نتيجة لوجود فروق فعلية على مستوى المجتمع.

فإذا كانت نتيجة اختبار كا- تربيع معنوية (وذلك عندما يكون Sig أقل من ٠,٠٥ ، فإن ذلك يعني أن الفروق بين التكرارات معنوية، وتكون تلك الفروق لصالح الآراء التي حصلت على النسبة الكبرى من التكرارات) أي : لصالح الآراء الموافقة أو لصالح الآراء غير الموافقة.

كما أنه إذا كان الوسط الحسابي أكبر من ٣ دل ذلك على وجود أهمية أو اتفاق على هذا العنصر.

٦- الدراسات السابقة:

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

جدول رقم (١) الدراسات السابقة^١

| نتائج الدراسة والتوصية | هدف الدراسة | الدراسة |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - 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. | <p>التعريف على صكوك الإجارة وأهميتها كأداة معاصرة في تمويل مؤسسات التعليم العالي الفلسطينية</p> | <p>دراسة الشيخ عبدالله ٢٠١٤</p> <p>بعنوان صكوك الإجارة ودورها في تمويل مؤسسات التعليم العالي الفلسطيني</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> - 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. | <p>تقويم تطبيقات صكوك الإجارة من الناحيتين الفقهية والاقتصادية في المملكة العربية السعودية</p> | <p>دراسة الغمري والسحبياني ٢٠١٣</p> <p>بعنوان التضامن في الأسواق المالية الإسلامية - حالة صكوك الإجارة</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> - وجود عائق وتحدي في غياب القدر الكافي من المهندسين الماليين الشرعيين. - 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. | <p>تحليل دور الهندسة المالية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية</p> | <p>(بونقاب، ٢٠١٢)</p> <p>بعنوان دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير المنتجات المالية الإسلامية دراسة</p> |

١ 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، ٢٠١٥، ص ص

جدول رقم (٢) الدراسات السابقة^١

| نتائج الدراسة والتوصية | هدف الدراسة | الدراسة |
|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - 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. | <p>تكوين رؤية واضحة المعالم حول موضوع الصكوك والمخاطر المرتبطة بها بالإضافة إلى تقييم أدوات الهندسية المالية في إدارة المخاطر والتحوط لها</p> | <p>دراسة (أبو مسامح، ٢٠١٢) بعنوان مخاطر الصكوك الإسلامية وتقييم دور أدوات الهندسة المالية – دراسة على صكوك المشاركة والإجارة</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> - عملية تصكيك الأصول مهمة جداً للحياة الاقتصادية ولكنها تتطلب الالتزام بالضوابط والمقاصد الشرعية والخضوع المستمر للرقابة الشرعية لتجنب الوقوع في الأزمات. | <p>دراسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية وآلياتها وتنظيماتها على العقود الشرعية</p> | <p>دراسة (خطاب ٢٠٠٩) بعنوان الصكوك الإسلامية والتحديات المعاصرة</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> - التوصية بضرورة الاستفادة من تجارب الآخرين لابتكار أدوات مالية لإدارة المخاطر على ألا تحل حراماً أو تحرم حلالاً، 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 وأيضاً التنوع | <p>التعرف على الصكوك وخصائصها وأنواعها ومخاطرها ومصادرها ووضع آليات لمعالجة مخاطر الصكوك الإسلامية اعتماداً على أدوات الهندسية المالية</p> | <p>دراسة (دوابة، ٢٠١٠) بعنوان إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية</p> |

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

المؤسسات المصرفية في فلسطين، المرجع السابق ، ص ص ٧ - ٨

جدول رقم (٣) الدراسات السابقة^١

| الدراسة | هدف الدراسة | نتائج الدراسة والتوصية |
|--|---|---|
| دراسة (مسعودة، ٢٠٠٨) <u>بعنوان</u> معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية | تحديد طبيعة معايير التمويل والاستثمار ونقاط الاختلاف والإتفاق في تقييم واختبار 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، ٢٠٠٦ <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 التمويلية بمشاركة هيئة الرقابة الشرعية وتنوع السياسة التمويلية وعدم اقتصرها على بيع المرابحة لأمر الشراء. |
| دراسة مقداح، حلس ٢٠٠٥ <u>بعنوان</u> دور البنوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية | التعرف على دور البنوك الإسلامية في تمويل عمليات التنمية الاقتصادية في فلسطين | - 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 بالمرابحة والاهتمام بالمضاربة والمشاركة. |
| دراسة Khoutem 2014 <u>بعنوان</u> أسواق الصكوك الإسلامية وعلاقتها بتطوير الاقتصاد (حالة الاقتصاد التونسي بعد الثورة | التعرف على فرص التمويل الإسلامي في تحفيز التنمية الاقتصادية في تونس بعد الثورة وهل الصكوك الإسلامية هي الأكثر ملاءمة للمنمو الاقتصادي | - المشتقات المالية الإسلامية توفر المزيد من الأموال وتمويل التنمية الاقتصادية وحل مشاكل الفقر والبطالة والتغلب على المشاكل المتعلقة بتعبئة الإذخار وإدارة السيولة والمخاطرة والاستثمار على المدى الطويل. - أهمية العلاقات بين المصارف الإسلامية وأسواق الصكوك لتحسين وتلبية متطلبات تمويل التنمية في تونس |

^١ سامح كامل الغزالي ، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية ، دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية في فلسطين، المرجع السابق، ص ص ٩ - ١٢

جدول رقم (٤) الدراسات السابقة^١

| نتائج الدراسة والتوصية | هدف الدراسة | الدراسة |
|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - تعد الصكوك أداة تمويل مفضلة للمستثمرين لأنها توفر السيولة للمشاريع الاقتصادية. - ضرورة العمل على تطوير أسواق الصكوك وزيادة إصداراتها والحصول على عائد مُجزٍ مقابل مخاطر الاستثمارات في مجالات اقتصادية أخرى. - نمو سوق الصكوك سيكون عاملاً إيجابياً للبنوك السعودية | <p>تقييم الشركات مصدرة الصكوك في المملكة العربية السعودية وكيف يمكن لمصدري الصكوك توفير السيولة والمساهمة في تمويل مشاريع البنية التحتية</p> | <p>دراسة suliman 2012 بعنوان إصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية الاتجاهات الحديثة والتوقعات الإيجابية</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> - 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 | <p>تحليل هياكل عمليات الصكوك المختلفة من منظور مالي ويشمل عمليات المراجعة والإجارة والمشاركة</p> | <p>دراسة (Wilson, 2008) بعنوان الابتكار في هيكله الصكوك الإسلامية والأوراق المالية</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> - 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. | <p>إلقاء الضوء على تجربة ماليزيا في تطوير النظام المالي</p> | <p>دراسة (Lardin 2008) بعنوان النظام والتجربة المالية والطرق إلى الأمام</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> - 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 بالأصول المدعومة في الأسواق المالية التقليدية. | <p>مناقشة وتحليل الموضوعات بالصكوك والمخاطر المرتبطة بها ومدى قوتها التنافسية مع أدوات الدين الأخرى</p> | <p>دراسة (Tariq - 2004) بعنوان إدارة المخاطر المالية لهيكله الصكوك الإسلامية</p> |

^١ سامح كامل الغزالي ، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية ، دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية في فلسطين ، المرجع السابق ، ص ص ١٢ - ١٥

جدول رقم (٥) الدراسات السابقة^١

| نتائج الدراسة والتوصية | هدف الدراسة | الدراسة |
|--|--|---|
| - للصكوك دور تنموي من حيث أهميتها الاقتصادية المالية وتأثيرها على الاقتصاد المحلي والعالمي. | صكوك الاستثمار وبيان أهمية الضوابط الشرعية في كل منها ودورها في تحقيق التنمية. | أسامة عبد الحليم الجورية بعنوان صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد - ٢٠٠٩ |
| - توصلت الدراسة إلى أن الصكوك لها دور في تمويل الاقتصاد المالي، وتمويل مختلف القطاعات خاصة البنية التحتية، ولها تأثير إيجابي في المؤشرات الاقتصادية كالنتائج المحلي الإجمالي ومؤشرات الموازنة العامة للدولة. | تعريف الصكوك ودورها في سوق الأوراق المالية الماليزية ودورها في تمويل الاقتصاد الماليزي. | العرابي مصطفى بعنوان دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد (ماليزيا نموذجاً) رسالة دكتوراه |
| - 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. | تحديد الآليات والأدوار للصكوك في تنشيط الأسواق المالية بعدد من الدول العربية الإسلامية والغربية. | بدروني هدي بعنوان دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية دراسة تجارب دولية. |
| - إسهام البدائل الإسلامية في حل المشكلات الاقتصادية المعاصرة وأنها أكثر فعالية في مشكلة عجز الموازنة حتى تتوافق مع الشريعة الإسلامية. | التعرف على الصيغة الإسلامية لعلاج العجز في الموازنة والإسهام في تطبيق الشريعة في الأنشطة التمويلية. | غالمة زهيرة بعنوان تمويل عجز الموازنة للدولة بين البدائل التقليدية والبدائل الإسلامية تجارب الدولة. |
| - زيادة الصكوك تؤدي إلى زيادة أداء السوق المالي، وهناك علاقة طردية بين زيادة إصدارات الصكوك وزيادة المؤشر العام للسوق بالتطبيق على التجربة الماليزية. | تحديد مدى تأثير إصدار الصكوك في المؤشر العام للسوق ومدى تأثيرها بالأزمة المالية العالمية. | ابن عمر يوسف بعنوان تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية. |
| - تحقق الصكوك الإسلامية أداءً مرتفعاً مقارنة بالسندات التقليدية وأن السوق المالية أثبتت تفوقها على تجارب دول الخليج محل الدراسة. | إبراز مكانة الصكوك المالية الإسلامية دراسة مقارنة التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية. | عبد النور علام بعنوان دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية. |
| - علاقة قوية بين إصدارات الصكوك المالية والمؤشرات العامة للسوق وازدياد دور القطاع الخاص في إصداره للصكوك الإسلامية | إبراز أهمية الصكوك في تحريك الاقتصاد الماليزي والأثر في أداء سوق الأوراق المالية. | محمد غزال بعنوان دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية). |

^١ أمل علي إبراهيم وآخرون ، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها في النمو الاقتصادي ، المركز الديمقراطي في العرب ، دراسة بحثية ، ٢٠١٨ ، ص ص ٥ - ٧ .

جدول رقم (٦) الدراسات السابقة^١

| نتائج الدراسة والتوصية | هدف الدراسة | الدراسة |
|---|---|--|
| - الاهتمام بالأحكام والضوابط المتعلقة بكل نوع من الصكوك. - أهمية دراسة التطبيقات للصكوك وتقويمها. | اهتمت بمفهوم الصكوك وأطراف إصدارها. | العنزي ٢٠١٠ بعنوان الصكوك الإسلامية ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة. |
| دراسة أحكام الإصدار والاكتتاب والتداول والاسترداد والحقوق التي تمنحها الصكوك لحمة الصكوك والانتقادات لعملية التصكيك مثل مسألة الإطفاء الصورية. | صكوك الاستثمار كبديل للسندات ومشروعيتها. | عبد اللطيف ٢٠١١ بعنوان صكوك الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية. |
| - صلاحية الصكوك في تعبئة الموارد المالية وإنها توفر حلاً تمويلياً للشركات والحكومات. | الصكوك وأهميتها في توفير التمويل – التجربتين الماليزية والسودانية | شريك ٢٠١٣ بعنوان الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في التنمية الاقتصادية |
| - وضع ضوابط قانونية لإصدار الصكوك والرقابة عليها، ووضع ضوابط للشركة ذات الغرض الخاص المألقة لموجودات الصكوك وضوابط التعامل مع الأرباح الناتجة عن إصدار الصكوك وصولاً إلى ضوابط تصفية الصكوك وإطفائها. | مقارنة بين قانون الصكوك الأردني وقانون الصكوك المصري والمعيار الشرعي الصادر عن الأيوبي. | صوليح ٢٠١٣ بعنوان قراءة في قانون الصكوك الأردني في ضوء المعايير الشرعية للصكوك وقانون الصكوك المصري. |
| - تواجه الصكوك العديد من المخاطر، ولا بد من مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك عند إصدارها بما يسهم في توفير منتج مالي إسلامي منخفض المخاطر. | الدور الذي تقوم به الصكوك والمخاطر المرتبطة بها. | عماري وسعدان ٢٠١٣ بعنوان الصكوك الإسلامية تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها. |

١ أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية ، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، العدد الأول ٢٠١٩ ، الأردن ، ٢٠١٩ ، ص ص ٧٦ – ٧٧ .

٧- خطة البحث

تم تقسيم البحث بما يحقق الأهداف الرئيسية إلى ثلاثة فصول رئيسية ، يتناول كل فصل جانب من الجوانب المرتبطة بموضوع البحث على الوجه التالي:-

الفصل الأول: تطور الصكوك ودورها في تنمية الاقتصاد وتنشيط سوق رأس المال
ويتناول نشأة الصكوك ومؤشرات الخدمات المالية الإسلامية بوجه عام والصكوك بوجه خاص، وكذلك صيغ التمويل الإسلامية وأهميتها والمخاطر المرتبطة بها وكيفية إدارتها، بالإضافة إلى دور الصكوك في تنمية الاقتصاد القومي وكيفية تنشيط سوق رأس المال بشقيه الإصدار والتداول.

الفصل الثاني: الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية لأهم الدول المصدرة للصكوك

ويتناول مفهوم الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية، ومؤشرات الصكوك في كل من السعودية والإمارات وماليزيا، والضوابط المالية والتشريعية والتنظيمية في تلك الدول على وجه تفصيلي، والاختلافات الفقهية بين دول الخليج وماليزيا في الموضوعات المرتبطة بالصكوك.

الفصل الثالث: الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية لإصدار الصكوك في مصر

ويتناول الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك في مصر، والضوابط الشرعية، والضوابط المالية سواء على مستوى الاقتصاد أو المشروع محل التصكيك، هذا بالإضافة إلى دراسته طروحات الصكوك في مصر خلال عام ٢٠٢٠، وكذلك استعراض نتائج دراسة قائمة الاستقصاء وتحليل نتائجها.

ثم تناولت الخاتمة النتائج والتوصيات.

الفصل الأول
تطور الصكوك ودورها في تنمية الاقتصاد
وتنشيط سوق رأس المال

تمهيد:

الصك (١): 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 (٢) ويعرف الصك لغويًا بأنه: وثيقة بمال أو نحوه، وفي اللغة العربية، يقال: صكه صَكًّا؛ أي دفعه بقوة.

وفي القرآن الكريم: (فَصَكَّتْ وَجْهَهَا) [الذاريات: ٢٩]، 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 حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله (٣).

ولقد أوصى البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام ٢٠٠٢م باختيار تسمية التصكيك بديلاً عن التوريق الذي يقصد به في التطبيق تحويل الديون إلى سندات.

^١ معجم لسان العرب <https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/home>.

^٢ معجم المعاني الجامع. <https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/home>.

^٣ علاء الدين زعري، الصكوك الإسلامية تحديات-تنمية- ممارسات دولية، بحث مقدم لورشة عمل لشركة BDO، عمان، الأردن، ٢٠١٠، ص ٨-٩.

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 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^(١).

وقد تكون الجهة المصدرة لهذه الصكوك أحد المصارف الإسلامية أو أي بيت تمويل إسلامي أو شركة أو جهة حكومية لها شخصية معنوية، وتنشأ 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.

(١) وزارة المالية، الصكوك الإسلامية، الجمهورية العربية السورية، وحدة إدارة الأموال المالية الحكومية، بدون تاريخ، ص ٥، ٦.

- ومن أهم الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية ما يلي (١):
- 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.
 - 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.

(١) حسين شحاتة ، مفهوم صكوك الاستثمار الإسلامية وخصائصها ودورها في تمويل التنمية، بدون تاريخ، ص ٣، ٤.

المبحث الأول

نشأة الصكوك الإسلامية ومفهومها وتطورها

يتناول هذا المبحث ثلاثة مطالب: نشأة الصكوك الإسلامية، والفرق بين الصكوك والأسهم والسندات للتعرف على طبيعته الصكوك الإسلامية، هذا بالإضافة إلى تطور مؤشرات الخدمات المالية الإسلامية بوجه عام والصكوك بوجه خاص.

المطلب 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 (٦٧٦هـ) ، 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 ٣١٣هـ أرسل والي مصر والشام سفاتج بقيمة ٤٧٠٠٠ دينار إلى بغداد، كما استخدمت السفتجة من قبل التجار لتصفية حساباتهم بين الأقطار المختلفة بكتابة السفاتج إلى وكلائهم^(١).

ونشأت فكرة التوريق على ساحة العالم الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٧٠م، عندما قامت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري بإصدار سندات تستند على القروض المضمونة بالرهن العقاري.

وتعود نشأة الصكوك الإسلامية إلى عام ١٩٨٣م، وذلك بعد أن اتضح لمسئولي البنك المركزي الماليزي عزوف "بنك إسلام ماليزيا" - أول بنك إسلامي

(١) 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 ٧، ٢٠١٨، ص ١١٩.

في ماليزيا – عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزانة لكونها مخالفة للشريعة 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 ١٩٨٦، فقام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالتأكيد على أهمية دراسة الموضوع، و أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي القرار رقم (٥) بتاريخ ١٩٨٨/٨/٤م بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، ففتح الباب أمام الشركات لتبني هذه الصيغ الإسلامية.^١

وقد قرر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي - المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة انعقاد مؤتمره الحادي عشر بالمنامة بمملكة البحرين، خلال الفترة من ٢٥-٣٠ رجب ١٤١٩هـ، الموافق ١٤-١٩ تشرين الأول (نوفمبر) ١٩٩٨م – قرر فيما يخص بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية ما يلي ٢ :

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 أجل.

ثانياً : التأكيد على قرار المجمع رقم ٦٠ (٦/١١) بشأن السندات في دورة مؤتمره السادس بالمملكة العربية السعودية بتاريخ ١٧ – ٢٣ شعبان ١٤١٠هـ الموافق ١٤ – ٢٠ من (مارس) ١٩٩٠م، وعلى الفقرة (ثالثاً) من قرار المجمع رقم ٧/٢/٦٤ بشأن حسم (خصم) الأوراق التجارية، في دورة مؤتمره السابع بالمملكة العربية السعودية بتاريخ ٧-١٢ ذي القعدة ١٤١٢هـ الموافق ٩ – ١٤ مايو ١٩٩٢م.

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.

١ أحمد جابر ، الصكوك كأداة للتحويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، العدد ١٥٢، لبنان، ٢٠١٤، ص ٢-٣.

٢ مجمع الفقه الاسلامي الدولي، ١٩٨٨، <https://www.iifa-aifi.org/ar/2033.html>

وقد قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها ، وهي كالتالي^(١):

- قام المجمع بإصدار فتوى في مارس عام ١٩٩٠ 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 ٢٠٠٣، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية.
- قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين في مايو ٢٠٠٣ 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 ٢٠٠٤م بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما أنه أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتملك، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.
- أكد صندوق النقد الدولي في سبتمبر ٢٠٠٧ على الطفرة في معاملات التورق الإسلامي حيث تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضاً 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 ٢٠٠٨ 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 ٢٠٠٨ 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.

١ أحمد جابر ، الصكوك كأداة للتحويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، العدد ١٥٢، لبنان، ٢٠١٤، ص٣.

- قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية في يناير عام ٢٠٠٩ 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 ٢٠٠٩ وقف الصكوك، مبيِّناً الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك، كما استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها، مؤكداً على إيجاد الإطار القانوني لها^(١).

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 ١٩٩٥ لبناء محطة طاقة كهربائية بقيمة ٣٥٠ مليون دولار، كما بدأت البحرين في إصدار صكوك الإجارة والسلم عام ٢٠٠١م.

ولم يقتصر استخدام الصكوك الإسلامية على مستوى البلاد الإسلامية، بل انتشر إلى بعض الدول الأوروبية مثل ألمانيا وبريطانيا، ففي عام ٢٠٠٨ 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 صكوكاً، وربما تليها اليابان وتايلاند^(٢).

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 ربحاً أو دخلاً كبيراً، ولكن حاملي السندات لا يتجاوزون أن يكونوا مقرضين لأصحاب هذه المشاريع على

(١) أحمد جابر ، الصكوك كأداة للتحويل بين النظرية والتطبيق، المرجع السابق، ص ٤.

(٢) وزارة المالية ، الصكوك الإسلامية ، مرجع سابق ، ص ٣ ، ٤.

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:^١

- ١- إنها من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة.
 - ٢- إنها تقدم قناة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم، ويرغبون في الوقت نفسه في أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها
 - ٣- إنها تقدم أسلوبًا جيدًا لإدارة السيولة تستطيع به المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تدير به سيولتها.
 - ٤- 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.

^١ على التسخييري، الصكوك المعاصرة وحكمها، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، الإمارات، ٢٠٠٩، ص ١.

المطلب الثاني

الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات

أولاً: الفرق بين السندات والصكوك:

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

وتتميز السندات التقليدية بمحدودية مخاطرها لأنها أوراق مضمونة من قبل الدولة أو الجهة المصدرة لها، وتعد 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^(١).

ويمكن تلخيص الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات في الجدول التالي^(٢).

جدول رقم (٧) الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

| عناصر المقارنة | الصكوك الإسلامية | السندات |
|------------------------------|---|---|
| ١- الطبيعة والشكل القانوني | حصة شائعة طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة وتعتبر من الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل. | قرض بفوائد ثابتة وتعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل. |
| ٢- آلية الإصدار | الاكتتاب العام مع مراعاة الضوابط الشرعية | الاكتتاب العام |
| ٣- التداول | قابليتها للتداول بشرط موافقه لجنة الرقابة الشرعية | قابليتها للتداول |
| ٤- الأرباح والعوائد | الربح غير مقطوع إنما طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة. | الفوائد دورية ومحددة سلفاً |
| ٥- القابلية للتحويل إلى أسهم | غير قابلة للتحويل إلى أسهم لأن الصكوك عبارة عن مشاريع قائمة. | قابلية التحويل إلى أسهم |
| ٦- التزامها بالضوابط الشرعية | من شروط التعاقد التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية. | لا يوجد التزام بأحكام الشريعة الإسلامية |
| ٧- التمثيل القانوني | تنشأ جماعه أو هيئه لحاملي الصكوك | تنشأ جماعه حملة السندات لتمثيلهم مع |

(١) أحمد محمد الجيوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، العدد الأول، الأردن، ٢٠١٩، ص ٧٩.

(٢) رحمانى سناء، ديلمي فتيحة ، الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، الملتقى العلمي الوطني، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التفسير، جامعة بوضياف، المسيلة، ٢٠١٩، ص ص ٤-٥.

| عناصر المقارنة | الصكوك الإسلامية | السندات |
|------------------|--|--|
| للمالكين | لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم "أرباب المال". | الجهة المصدرة للسندات باعتبارهم "مقرضين". |
| ٨-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. |
| ٩-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 حالة حدوث سيناريوهات سيئة بالحياة الاقتصادية أو حدوث أزمات فإن السندات التقليدية تعطي إشارة جيدة للمستثمر نظراً لضمان العائد في مثل هذه الحالات.^١

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.

^١ Nafis Alam,M..kibir Hassan& mohamed Amimual Haque, Are Islamic bonds different from conventional bonds ,Borasa Istanbul Review- 2013, pp27-28

وبشكل عام يمكن إيجاز خصائص الصكوك الإسلامية على النحو المبين تاليًا^(١):

- ١- خلوها من الربا.
- ٢- تقتصر على نشاط أو مشروعات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية.
- ٣- تمثل الصكوك - لحاملها - حصة شائعة في ملكة أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات، ولكن ينبغي الإشارة إلى أن الصك يمثل حق ملكية لحامله لا في الشركة الأصلية (الجهة المستفيدة) وإنما في مشروعات جديدة أو قائمة .
- ٤- تستند الصكوك إلى واحد أو أكثر من عقود فقه المعاملات، من مضاربة، أو مشاركة، أو استصناع، أو تجارة... وما إلى ذلك، وتنضبط بضوابطها الشرعية.
- ٥- تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة بمخاطر الاستثمار وفقًا لقاعدة (الغنم بالغرم).
- ٦- تقوم صكوك الاستثمار على مبدأ المضاربة الشرعية، وتأخذ أحكامها من حيث عدم الضمان إلا في حالات التعدي والتقصير ومخالفة شروط المضاربة. ففي الصكوك الإسلامية ينتفي ضمان المدير (المضارب أو الوكيل، أو الشريك).
- ٧- 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.
- ٨- تمثل الصكوك أداة استثمارية ذات كفاءة، وهي أكثر فاعلية؛ لأنها تعكس نتيجة عمل المشروعات الممثلة للصكوك.
- ٩- المرونة: بحيث تتيح مرونة صكوك الاستثمار تعدد الجهات والمشاريع التي يمكن استثمار حصيلتها فيها، فمنها ما يكون مخصصًا لمشروع أو نشاط معين، ومنها ما يكون عامًا، ويمكن استثمار حصيلتها في أي نشاط استثماري حسب ما تحدده نشرة الإصدار.

(١) أحمد محمد الجيوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية، مرجع سابق ، ص ٨٠.

المطلب الثالث

مؤشرات الصكوك

١: تطورات صناعة الخدمات المالية الإسلامية:

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

ولقد تطور حجم الأصول المتوافقة مع الشريعة من ٦٣٩ مليار دولار في عام ٢٠٠٨، إلى ٨٢٢ مليار دولار في عام ٢٠٠٩، إلى ٨٩٥ مليار دولار بنهاية عام ٢٠١٠، إلى ١,٠٨٧ مليار دولار بنهاية عام ٢٠١١ وإلى ١,١٦٦ مليار دولار بنهاية عام ٢٠١٢ ليصل إلى ١,٢٦٧ مليار دولار في عام ٢٠١٣ ويوضح الجدول تقسيمات قطاع التمويل الإسلامي خلال عام ٢٠١٣ (١).

جدول رقم (٨) قطاع التمويل الإسلامي ٢٠١٣

| القطاع | حجم الأصول (مليار دولار) | الوزن النسبي |
|----------------------|--------------------------|--------------|
| الصيرفة الإسلامية | ٩٨٥ | ٧٥,٤ |
| الصكوك | ٢٥١ | ١٩,٢ |
| الصناديق الإسلامية | ٤٤ | ٣,٣ |
| التكافل | ٢٦ | ٢,١ |
| التمويل متناهي الصغر | ١,٣ | |

كما بلغ إجمالي التمويل الإسلامي ٢,١٩ تريليون دولار خلال عام ٢٠١٨ في مقابل ٢,٠٥ تريليون دولار خلال عام ٢٠١٧.

جدول رقم (٩) تطورات قطاع التمويل الإسلامي خلال ٢٠١٨ ومقارن ٢٠١٧.

| قطاع التمويل الإسلامي | ٢٠١٧ | الوزن النسبي | ٢٠١٨ | الوزن النسبي |
|------------------------------|--------------------|--------------|--------------------|--------------|
| الصيرفة الإسلامية | ١,٥٦ تريليون دولار | ٧٦,١% | ١,٥٧ تريليون دولار | ٧١,٧% |
| الأسواق المالية | ٤٦٢,٣ مليار دولار | ٢٢,٥% | ٥٩١,٩ مليار دولار | ٢٧,٢% |
| أ-الصكوك | ٣٩٥,٦ مليار دولار | | ٥٢٤,٥ مليار دولار | |
| ب-صناديق الاستثمار الإسلامية | ٦٦,٧ مليار دولار | | ٦٧,٤ مليار دولار | |
| التأمين التكافلي | ٢٧,٧ مليار دولار | ١,٤% | ٢٦,١ مليار دولار | ١,٣% |
| الإجمالي | ٢,٠٥ تريليون دولار | ١٠٠% | ٢,١٩ تريليون دولار | ١٠٠% |

إعداد الباحث: IFSB , Ifsb stability report , July 2019

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

وبحسب نتائج دراسات دولية يشكل التمويل الإسلامي ١% من الأصول العالمية المقدرة بحوالي ١٠٠ تريليون دولار وتبين الاستطلاعات أن نصف المسلمين البالغ عددهم ١,٨ مليار نسمة حول العالم سيتحولون إلى الخدمات المصرفية الإسلامية في حال منحهم بديلاً منافساً للخدمات التقليدية (١).

ولقد تطور نصيب مصر من إجمالي مجموع أصول المؤسسات الإسلامية من ٦,٥ مليار دولار بنسبة ٠,٥٢% من إجمالي الأصول خلال عام ٢٠١٣ (٢) إلى ٠,٦ خلال عام ٢٠١٩، وقد بلغت أصول المصارف الإسلامية (مصرف أبوظبي - بنك فيصل وبنك البركة) حوالي ٢٣٥ مليار جنيه في نهاية ٢٠١٩ تمثل ٤% من إجمالي قيمة أصول البنوك العاملة في القطاع المصرفي و برأس مال ٦,٦ مليار جنيه تمثل ٤,٢٣% من إجمالي الأموال بالقطاع المصرفي وبلغ متوسط العائد على الأصول ROE للمصارف الإسلامية ٢% مقابل ١,٤% للبنوك العاملة في القطاع المصرفي، كما بلغ عدد الفروع التي تقدم خدمات مالية مصرفية متوافقة مع الشريعة ٢٤٢ فرع إسلامي من إجمالي ٤٣٦٥ للقطاع المصرفي.

أما صناديق الاستثمار الإسلامية فتبلغ عددها ١٤ صندوقاً برأس مال ١,٨ مليار جنيهًا وبإجمالي حجم حوالي مليار جنيهًا بنهاية عام ٢٠١٩ (٣).

٢ : تطور مؤشرات الصكوك الإسلامية:

بدأ سوق الصكوك الانتعاش فعلياً في ماليزيا عام ٢٠٠٢ حين تم إصدار ما يقارب المليار دولار منها، واحتلت المصارف الإسلامية الماليزية المركز الأول في إصدارات الصكوك منذ ٢٠٠٢.

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 ١٢,٥ مليار دولار، وبنظرة أكثر دقة فقد تقدمت الإمارات إلى المرتبة الأولى عالمياً في إصدار الصكوك منذ ٢٠٠٦ حتى عام ٢٠٠٩ بقيمة ٢٩,١ مليار دولار.

(1) جريده الاتحاد، مليار درهم اصدارات الامارات من الصكوك خلال ٢٠١٢، يناير ٢٠١٣

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

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

(٣) أحمد شوقي سليمان: تطور المصرفية الإسلامية في مصر ٢٠١٠-٢٠١٩، دراسات المحاسبة والإدارة، ٢٠٢٠، صفحات متفرقة.

ووصل حجم الصكوك الإسلامية في العالم إلى ٤٣ مليار دولار في ٢٠٠٧، و١٥,٣ مليار دولار في ٢٠٠٨، و٢٤ مليار دولار في نهاية ٢٠٠٩.

وشهد عام ٢٠٠٩ 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 الولايات 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 ٥١% 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^(١).

ونتناول فيما يلي تطور الصكوك خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٨ مقسمة وفقًا للصكوك الدولية والمحلية.

(١) أحمد جابر ، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق أحمد جابر ، مرجع سابق ذكره، ص ص ٣، ٤.

جدول رقم (١٠) تطور قيمه الصكوك خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١٨ (بالمليار جنيه)

| ٢٠١٨ | ٢٠١٧ | ٢٠١٦ | ٢٠١٥ | ٢٠١٤ | ٢٠١٣ | ٢٠١٢ | ٢٠١١ | ٢٠١٠ | ٢٠٠٩ | ٢٠٠٨ | ٢٠٠٧ | ٢٠٠١ -٢٠٠٦ | |
|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|-------------------|
| ٣٢,٩٨٨ | ١٧,٦٨٤ | ٣١,٢١٠ | ٢١,٨٨٠ | ٢٦,٧٣٠ | ٢٢,٩٩٢ | ٢٠,٢٦٩ | ٨,٦٨٤ | ٤,٢٤٨ | ٧,٠٢٣ | ٢,٢١٠ | ١٤,٠٠٢ | ٢١,٥٥٦ | الصكوك الدولية |
| ٩٠,١٦٢ | ٧١,٠٦٩ | ٥٦,٥٧٤ | ٤٥,٩٣٨ | ٨٠,٥٧٠ | ١١٢,٥٦٥ | ١١٧,٣٣١ | ٨٤,٤٩٠ | ٤٨,٨٧٧ | ٣٠,٩٠٤ | ٢٢,١٢٧ | ٣٦,١٨٢ | ٤٥,٢٧٥ | الصكوك المحلية |
| ١٢٣,١٥٠ | ١١٦,٧١٧ | ٨٧,٧٨٤ | ٧٦,٨١٨ | ١٠٧,٣٠٠ | ١٣٥,٥٥٧ | ١٣٧,٥٩٩ | ٩٣,١٧٣ | ٥٣,١٢٥ | ٣٧,٩٢٧ | ٢٤,٣٣٧ | ٥٠,١٨٤ | ٦٦,٨٣٠ | الإجمالي |

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

جدول رقم (١١) توزيع الصكوك المحلية (%) وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي

| ٢٠١٨ | ٢٠١٧ | ٢٠١٦-٢٠١٥ | |
|------|------|-----------|--------------------------|
| ١ | ١ | ١,٢ | السلم |
| ٢ | ٨ | ٩ | المشاركة |
| ٤١ | ٣٠ | ٦٠,٣ | المرابحة |
| ١٣ | ١٠ | ٢,١٩ | الوكالة بالاجر |
| - | - | ٤,٢٦ | البيع بالثمن الأجل |
| ١٩ | ٢٣ | ٣,٢٩ | الصكوك الهجينة والمختلطة |
| ١٩ | ١٧,١ | ١٧,٣١ | الإجارة |
| ٥ | ٩ | ٢,٤٥ | المضاربة |
| - | ١,٩ | - | استصناع |

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

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

جدول رقم (١٢) توزيع الصكوك الدولية (%) وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي

| ٢٠١٨ | ٢٠١٧ | ٢٠١٦-٢٠١٥ | |
|------|------|-----------|-------------------|
| ١٧ | ١٢ | ٣٠,٨٦ | الإجارة |
| ٦ | ٣ | ٣,٤٢ | المضاربة |
| ٢ | ١ | ٥,٦١ | المرابحة |
| - | ٣,١ | ٢,٢٠ | المشاركة |
| ٥٠ | ٥,١ | ٥٠,٧٧ | الوكالة بالاجر |
| ٢٠ | ٢٩,٩ | ٦,١٢ | الهجينة (المختلط) |
| | | ١,٠٢ | 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 الهجينة ثم الإجارة خلال الفترة المذكورة بعاليه ويتم توزيعها كنسبة نسبة مئوية على الوجه التالي بين صكوك سيادية وصكوك شركات.

جدول رقم (١٣) توزيع الصكوك الدولية (%) وفقاً للصكوك السيادية والشركات

| أخرى | المشاركة | الهجينة | الإجارة | المضاربة | المرابحة | السلم | الوكالة | |
|------|----------|---------|---------|----------|----------|-------|---------|-------------|
| - | - | ١٨,٣٥ | ٥٢ | ٢,٠٥ | ١,٣ | ٢,٦ | ٢٣,٧ | صكوك سيادية |
| ٦,١٢ | ١٣,٥٤ | ٨,٨٥ | ٣٢,٨٦ | ٨,٨٣ | ٨,٠٥ | - | ٢١,٧٥ | صكوك شركات |

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

المبحث الثاني

صيغ التمويل الإسلامي وإدارة مخاطرها

تمهيد

تتنوع الصكوك الاستثمارية الإسلامية إلى أنواع عديدة وفقاً لاعتبارات عديدة (١)؛ 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.

وتقسم 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 والمغارسة.

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 والمرابحة.

(١) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقدمات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالم، ٢٠١٢، ص ٣٧، ٤١.

المطلب 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 المزمّل: (وَآخِرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ) [المزمّل: 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، وخطط البر بالشعير للبيت لا للبيع"، والمقارضة هنا تعني المضاربة عند أهل الحجاز.

ونظراً لان المضاربة تقوم على رأس المال والربح والعمل ، فكل من هم شروط:

- شروط تتعلق برأس المال : بأن تكون نقوداً حقيقياً، والا يكون رأس المال ديناً في ذمه القائم بالتنمية، وان يكون رأس المال معلوماً.
- شروط تتعلق بالربح : بأن يكون نصيب كل طرف من الربح معلوماً، وأن يكون النصيب حصة شائعة من الربح.
- شروط تتعلق بالعمل: اختصاص العامل بالعمل ، والا يضرب عليه أجلاً يمنع من التصرف.

(١) عثمان احمد عثمان، الرقابة الشرعية علي المصارف الإسلامية، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص ص ١٢٥-١٥٠.

وليراع في القراض ثلاثة أركان:^١

- 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 ماشاء، 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 التجاره وهو البيع والشراء وما يقع من ضرورتهما فقط.

٢- 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 والحرث والآلة... الخ.

ثبتت 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".

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

أما الإجماع فقط أجمع الصحابة قولاً وعملاً علي مشروعية المزارعة ولم يخالف في ذلك أحد منهم. فالمزارعة شريعة متوارثة، 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 لا يجوز 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.^٢

^١ الإمام أبي حامد محمد بن محمد الغزالي، إحياء علوم الدين، المجلد (٢) مكتبة الإيمان، ١٩٩٦، ص ١٠٣
^٢ انعام حسن عبد الوهاب، الصكوك الإسلامية واستهداف التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير شعبة الاقتصاد، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، ٢٠١٨، ص ٨٢

٣- المساقاة:

لغة: لفظ المساقات منبثق من سقى الثمرة، وهي مفاعلة على تشرب بساق.
اصطلاحًا: 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.
وأركان المساقاة الايجاب والقبول، المدة التي يجوز فيها التعاقد عليها ، ومحل المساقاة.^١

٤- المشاركة:

لغة: المشاركة لفظ مشتق من الشركة.
اصطلاحًا: 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 عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ) [ص: ٢٤].

وقوله تعالى (فيهم شركاء في الثلث)

(النساء : ١٢)

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].

^١ <http://accdiscussion.com/acc11576.html>

والاجماع : اجمع المسلمون علي جواز الشركات بلا خلاف بينهم مادامت تتفق مع الضوابط الشرعية.^١

٥- المراجعة:

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

اصطلاحاً: المراجعة 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:

- بيوع 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 المراجعة: ثمن البيع أكبر من ثمن الشراء.

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

ودليل مشروعية المراجعة:

قال تعالى: (وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا) [البقرة: ٢٧٥]، والمراجعة بيع من البيوع في الإسلام.

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

٦- 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. و عرف بأنه عقد علي منفعة مباحة معلومه وبمده معلومه ، من عين معلومه أو موصوفه في الذمه أو عمل بعوض معلوم.

ودليل مشروعيه الإجارة في القرآن والسنة والاجماع.

^١ عثمان احمد عثمان، الرقابة الشرعية علي المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، صص ١٥٠-١٥٢

في القرآن لقوله تعالى: (قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ^١ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ) [القصص: ٢٦].

وأما السنة فأحاديث كثيرة، منها ما رواه أبو هريرة رضي الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: "ثلاثة أنا خصيمهم يوم القيامة: رجل أعطى ثم عذر، ورجل باع حراً فأكل ثمنه ورجل استأجر أجيراً 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).^١

٧- 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 استعمال رأس المال وتقديمه، وهو بيع أجل بعاجل، وعرف أنه بيع الموصوف في الذمة الي أجل.

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 المثلث، وأما الثاني فيجعل المثلث 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.^٢

ودليل مشروعية السلم

لقوله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِذَيْنِ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ) [سورة البقرة: ٢٨٢].

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 إجماعًا.

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

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

^١ <http://accdiscussion.com/acc11576.html>

^٢ عثمان احمد عثمان، الرقابة الشرعية علي المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ١٥٢

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 صلي الله عليه وسلم عن بيع ماليس عندك، لأن الناس بحاجة لذلك. فظهر أن بيع السلم من المصالح الحاجية ، وقد سماه الفقهاء بيع المحاويج^١

٨- المغارسة:

لغة: المغارسة مفاعلة من الغرس.

اصطلاحًا: 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 جزءًا من الأرض والشجر شائعًا متفق عليه، أي أن المغارسة تكون في الأشجار حيث يقوم العامل بغرسة أرض بيضاء لحساب صاحبها حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجًا أخذ العامل جزءًا 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 صلي الله عليه وسلم ساقاهم على نصف ما تخرجه الأرض والثمرة .^(٢)

وفي رواية علي أن يعتملوها من أموالهم، ولرسول الله صلي 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 صلي الله عليه وسلم، فما أخذه فهو له وماتركه فهو له. وأكدت السنة علي فضل الغرس والزرع. فعن جابر قال : قال رسول الله صلي الله عليه وسلم " مامن مسلم يغرس غرساً إلا كان مأكل منه له صدقة. وما سرق منه له صدقة. وما أكل السبع منه فهو له صدقة . وما أكلت الطير فهو له صدقة . ولا يرزؤه أحد إلا كان له صدقة "^٣.

^١ انعام حسن عبد الوهاب، الصكوك الإسلامية واستهداف التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير شعبة الاقتصاد، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، ٢٠١٨، ص ٧٤

^٢ عثمان احمد عثمان، الرقابة الشرعية علي المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ١٥٢

^٣ صحيح مسلم بشرح الإمام ابي زكريا يحي بن شرف النووي، الجزء العاشر المجلد الخامس ، دار الفكر للطباعة والنشر، بيروت، ص ١٧٢-١٧٥

٩- الاستصناع

أجاز مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي عقد البيع بالاستصناع حيث جاء في قراره ما يلي (١):

(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 لأجل 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.

١٠- البيع الآجل

الاجل لغة^٢ :

الأجل: مدة الشيء

وَالْأَجْلُ الْوَقْتُ الَّذِي يُحَدَّدُ لَانْتِهَاءِ الشَّيْءِ أَوْ حُلُولِهِ.

يقال: ضربت له أجلاً.

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

وفي التنزيل العزيز: الأنعام آية ٢٨ وَبَلَّغْنَا أَجَلَنَا الَّذِي أَجَّلْتَ لَنَا.

وقال تعالى: (وما كان لنفس أن تموت إلا بإذن الله كتاباً مؤجلاً). آل عمران / ١٤٥

وإصطلاحاً 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

١ ماهر عزيز ، صيغ التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية، ٢٠١٠، ص ١٤٠.

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

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 بسعيرين: (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 بسعيرين مختلفين، أي حينما يكون السعر الآجل أعلى من السعر الحاضر.

فبعض الفقهاء^١ 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).

والبيع إلى أجل مع زيادة الثمن على الحال عقد مبني على التراضي، يخدم الطرفين، فالبائع ربحه يزيد، والمشتري ينتظر زمناً 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 نقداً أو بألفين نسيئة صح ذلك^٢

بينما منع البعض الآخر^٣ هذا البيع بحجة أن هذه الزيادة تمثل (رباً) 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)، استناداً إلى قوله تعالى: (وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا) .

^١ ماهر عزيز، صيغ التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، المرجع السابق، ص ١٧
^٢ حمزه ابو فارس، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوربا، الدورة التاسعة عشر للمجلس، اسطنبول، ٢٠٠٩

<https://www.e-cfr.org/blog/2020/>

^٣ ماهر عزيز، صيغ التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، المرجع السابق، ص ١٧.

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 داخلة 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)^١

أما 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 صحيح^٢.

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 الأجل جعلت مقابل العمل والضمان، فالبايع تعب في امتلاك السلعة ودخلت في ضمانه، فإذا هلكت فإنما هلاكها عليه، بينما الزيادة في الربا لم تجعل مقابل شيء.

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

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.

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

^١ حمزه ابو فارس ، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوربا، مرجع سبق ذكره.
^٢ حمزه ابو فارس ، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوربا، مرجع سبق ذكره.

وجاء قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي العالمي في دورته السابقة بجدة ١٩٩٢ م رقم القرار ٦٦ / ٢ / ٧ مصرحاً بالجواز حيث جاء في فقرته الأولى: البيع بالتفسيط جائز شرعاً ولو زاد فيه الثمن المؤجل على المعجل.

أما المذهب الراجح فقد ذهب إلى ترجيح ما أعتده الجمهور وغالب المعاصرين من جواز زيادة الثمن المؤجل على الحال وفقاً لما قرره مجمع الفقه الإسلامي بجدة^١.

١١- الوكالة

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

(فابعثوا أحدكم بوركتم)

فإن ذلك توكيل لأحدهم وقد أقره الله تعالى ورسوله إذ لم يرد ناسخ له وشرع من قبلنا شرع لنا ما لم يرد ناسخ ينسخه وقد استدل علي جوازها بفعل النبي صلي الله عليه وسلم فقد روي أبو داود أن النبي صلي الله عليه وسلم وكلّ 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 حبيبة يكون الاحتجاج بالحديث صحيحاً والإفلا.

وروي أيضاً عن النبي صلي الله عليه وسلم وكلّ 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^٢.

^١ حمزه ابو فارس ، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوروبا، المرجع السابق
^٢ عبد الرحمن الجزيري، كتاب الفقه علي المذاهب الأربعة، الجزء الثالث، المكتبة التوفيقية، (بدون) ص ١٤٨-١٥٠

المطلب الثاني صيغ التمويل الإسلامي وأهميتها

أولاً : صيغ التمويل الإسلامي

شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في مجال التصكيك، وكذلك شهدت المنطقة الإسلامية تطورات متسارعة في ميدان الصكوك الإسلامية، غير أن التجربة الغربية كان معظمها في مجال تصكيك الديون، بعكس التجربة الإسلامية التي تشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، وهو الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها ويحول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت توريق الديون، وما أدت إليه من أزمة مالية عالمية متسلسلة لا تكاد تتوقف أو تنتهي.

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 واشتهاراً يمكن حصرها وتقسيمها إلى الأقسام التالية:

١ : الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة.

٢ : الأدوات التمويلية القائمة على البيع.

٣ : الأدوات المالية القائمة على الإجارة.

٤ : صيغ أخرى للصكوك

١ : 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^(١).

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^(٢).

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.

وتنقسم صكوك المشاركة أيضاً إلى عدة أنواع نذكر منها ما يلي^(٣):

- **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 مشروعاً موازياً، فيقوم – باعتباره شخصية معنوية- بالتكفل بجزء من رأس المال وي طرح الجزء الباقي للاكتتاب.

(١) بربري محمد أمين، موزارين عبد المجيد، كريفار مراد ، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد رقم ٢، أبريل ٢٠١٨، الجزائر، ص ٣٠.

(٢) سليم قط ، مسعودة نصبه ، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها ، مرجع سابق ، ص ١٢٣.

(٣) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص ٢٣٩.

- **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 وفقاً 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.

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^(١).

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^(٢).

وصكوك المقارضة أو المضاربة من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة في ١٤٠٧ هـ، وتعرف على أنها الوثائق

(١) 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، ٢٠١٦، ص ١٢٧.

(٢) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية واليات إدارتها، مرجع سابق، ص ٣٠.

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 الشئوع، 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^(١):

- **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.

والتمول بالتمويل 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

(١) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص ١٢٢-١٢٣.

هم الزراعيون لهذه الأرض بأموالهم، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض^(١).

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^(٢):

- 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.

٢: الأدوات التمويلية القائمة على البيع:

أصكوك المرابحة: هي وثائق ذات قيمة متساوية تصدر بقصد تمويل عقد بيع سلعة مرابحة، فنقوم 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^(٣).

وتكون سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك، وقد اقترحها الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية في تونس سنة ١٩٨٤م، وذلك بطلب إنشاء شركة مساهمة إسلامية تمارس أعمال الإصدار المختلفة في صناديق المرابحة والإيجار والسلام، على أن يكون الإصدار الأول صندوق لصكوك المرابحة، والتي تعرف بأنها

(١) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق، ص ٣٠.

(٢) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص ١٢٥.

(٣) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق، ص ٣٠.

صكوكًا متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد المراهبة (المراهبة 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 المراهبة مجموعة بقيمة هذا الشيء المراد شراؤه فتُملك هذه السلعة لأصحاب الصكوك وبعد ذلك يقوم ببيعها (حملة الصكوك ممثلين فيمن يوكلهم) عن طريق أقساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد، والقائم على العملية يكون هو البنك الذي يأخذ مقابل ذلك أجرًا من طرف حملة الصكوك لكونه وكيلًا عنهم^(١).

وبناء على ذلك فصكوك المراهبة يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المراهبة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذا العقد (نيابة عن مالكي صكوك المراهبة)^(٢).

ويعد بيع المراهبة للأمر بالشراء بالمصارف الإسلامية، من أكثر صيغ الاستثمار الإسلامي شيوعًا لدى جميع المصارف الإسلامية المعاصرة وذلك لاعتقاد هذه المصارف أنها - المراهبة - من أسهل الصيغ القابلة للتطبيق كما يعتقد البعض الآخر أنها من أكثر الصيغ الاستثمارية انخفاضًا في درجة المخاطر من الصيغ الأخرى، إلا أن هذه الصيغة لا تخلو من المخاطر، التي يمكن تلخيصها كما يلي^(٣):

- 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 عائدًا على هذه الأموال طيلة فترة اتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة حتى يتم تحصيل حقوق المصرف.

- ثبات أرباح البنك طوال مدة المراهبة، ففي بيوع المراهبة للأمر بالشراء يتم تحديد نسبة المراهبة وتضاف إلى رأس المال (التمويل)، ويتم توزيع المبلغ على مدة التسديد المتفق عليها مسبقًا، 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.

(١) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص ١٢٧.

(٢) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٢٤١.

(٣) عبد الوهاب أحمد، هلال يوسف صالح، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وأثرها على قرار التمويل (دراسة عينة من المصارف الإسلامية اليمنية)، مرجع سابق، ص ١٢٦.

- 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.

ب-صكوك السلم:

تقوم فكرة صكوك السلم أساساً على عقد السلم، والسلم هو بيع شيء موصوف في الذمة 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^(١).

ولقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك السلم في المعيار الشرعي رقم (١٧) 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 الذمة، 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 المحفوظ بها حتى تاريخ الاستحقاق^(٢).

(١) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق، ص ٣.

(٢) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٢٤١.

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^(١).

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^(٢).

وتتمثل أهم خصائص تلك الصكوك فيما يلي^٣:-

- 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.

٣: 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 مرجعًا رئيسًا لها^(٤).

(١) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية واليات إدارتها، مرجع سابق، ص ٣٠.

٢ معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٢٤١.

٣ سالم أحمد الكوشلي، استراتيجيات المصارف في تفعيل تداول الصكوك الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة مولانا مالك ابراهيم الإسلامية، اندونيسيا، ٢٠١٦، ص ٤٨.

٤ بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية واليات إدارتها، مرجع سابق، ص ٣٠.

وتتنوع صكوك الإجارة إلى عدة أنواع نوجزها فيما يلي (١):

- **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 حصيلة 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 حصيلة 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 حصيلة 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.

تنطوي صكوك الإجارة على الخصائص التالية (٢):

- 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:

١ معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٢٤٠.

(٢) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص ١٣٠.

(أ) اقتران عقد التأجير مع عقد هبة العين للمستأجر معلّقاً 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 اقتترانه بوعد بيع العين المؤجرة بعد سداد كامل الأجرة.

(د) عقد إجارة ويعطى المؤجر للمستأجر حق الخيار في تملك العين المؤجرة في أي وقت يشاء.

ولكن هذه الصيغة لا تخلو من المخاطر التي يمكن أن نوجزها كما يلي^(١):

- **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 لا بد 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.

٤: 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^(٢).

وكذلك صك صناديق الاستثمار الإسلامية حيث تقوم صناديق الاستثمار بشراء وبيع الأوراق المالية ذات الفرص الاستثمارية لمشروعات قائمة بالفعل وتصدر هذه

(١) عبد الوهاب أحمد، هلال يوسف صالح، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وأثرها على قرار التمويل (دراسة عينة من المصارف الإسلامية اليمنية)، مرجع سابق ذكره، ص ١٣٠-١٣١.

(٢) قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وأفاق، الملتقى الدولي الثالث، الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية، الجزائر، ٢٠١٤، ص ٤.

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^(١).

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^(٢).

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^(٣).

١- 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 حقيقيًا يعتمد على الإنتاج، كما أنها تسهم في الحد من التضخم، وبالتالي الحد من زيادة الأسعار كما أنها تقلل من تكاليف الإنتاج.

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

(٢) ماهر عزيز ، صيغ التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية، ٢٠١٠، ص ١٨.

(٣) أمل علي إبراهيم وآخرون ، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها في النمو الاقتصادي، مرجع سابق ، ص ص ١٠-١١.

وتُعد صكوك المشاركة من أفضل صيغ التمويل المتوسط والطويل الأجل، وذلك لمواجهتها لمشكلة 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.

٢- 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.

٣- 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.

٤- أهمية صكوك المرابحة:

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 المرابحة 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 المرابحة حسب المؤسسات المالية التي تستعمل صيغة المرابحة

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 المرابحة أن تسهل تمويل بعض بنود الميزانية المتعلقة بشراء المستلزمات والمعدات والاستهلاكات عن طريق المرابحة مع البنوك الإسلامية.
- وعلى الرغم من مميزات المرابحة 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.

المطلب 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، وتضمين 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 ولا بد 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 ويبيعها 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^(١).

أولاً: مخاطر عملية التصكيك:

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب أخذها في الحسبان وتتمثل أهم المخاطر المرتبطة بالصكوك الاستثمارية الإسلامية^(٢).

(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 وبغناية، كما أن المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يجب دراستها.

(ج) المخاطر القانونية نظراً 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 بعض 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.

(١) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٢٤٤-٢٤٥.

(٢) سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص ١٣١-١٣٤.

(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، وأيضاً عدم وجود معايير دقيقة يمكن بها إثبات تعدي المضارب وتقصيره في حقوق حملة الصكوك.

● **مخاطر تتعلق بصكوك المرابحة:** ومن أهمها عدم وفاء العميل بالتزامه بدفع الأقساط المحددة في مواعيدها (مخاطر الائتمان)، ومن بين المخاطر أيضاً عدم الالتزام بالوعد في حالة صكوك المرابحة 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)، فإحجامه عن الشراء يعني اضطرار المؤسسة إلى بيعها أقل من سعر شرائها، كما يمكن أن تفقد صكوك المرابحة قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك سلعة المرابحة 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 بالموصفات 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 تسلّم 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.

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.

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

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 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^(١):

● **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 الملتزمة 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.

● **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.

(١) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، المرجع السابق، ص ٣٩.

● **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 يسهم 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 يلي :-

● **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 وغربي حمزه، الصكوك الإسلامية أنواعها وإداره مخاطرهما، مجله التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعه المسيلة، العدد ٣، مارس ٢٠١٨، ص ١٤٦، ١٤٥.

أما ضمان طرف ثالث فهو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببها؛ أي حتى 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^(١).

(١) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مرجع سابق ذكره، ص ٤٠.

المبحث الثالث

دور الصكوك في تنمية الاقتصاد القومي و تنشيط سوق رأس المال

تمهيد:

تؤدي الصكوك دورًا مهمًا في تنمية الاقتصاد القومي وتنشيط سوق رأس المال بشقيه سوقي 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 ١٩٩٠ في تحريك عجلة الاقتصاد الماليزي.

كما كان للصكوك دورًا كبيرًا في السوق المالية البريطانية وتم إصدار صكوك إسلامية عام ٢٠٠٩ بقيمة مليون دولار، وهناك ١٠ صكوك متداولة ببورصة لندن بقيمة ٥,١ بليون دولار عام ٢٠١١، إضافة إلى أنه في بداية عام ٢٠١٢ ليصل الحجم إلى ٣٧ صكًا وبقيمة ٢٠ بليون دولار وست صكوك أخرى، وفي عام ٢٠١٤ أصبحت بريطانيا أول دولة خارج العالم الإسلامي تصدر صكوكًا سيادية حيث أصدرت الحكومة صكوكًا إسلامية تقدر بحوالي ٢٠٠ مليون جنيه إسترليني وقد ارتفع عدد الصكوك من ١٨ صكًا عام ٢٠٠٩ إلى ٥٧ صكًا اعتبارًا من ٢٠١٦ (١).

وسوف يتناول المبحث الثالث أهمية الصكوك للمستثمرين والاقتصاد القومي بوجه عام ودورها في تنمية الاسواق المالية.

(١) رحمانى سناء، ديلمي فتيحة، الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، مرجع سابق ذكره، ص ص٦-٦.

المطلب الأول

أهمية الصكوك للمستثمرين والاقتصاد القومي

تمهيد:

للصكوك الإسلامية أهمية كبيرة للمستثمرين والاقتصاد القومي وهو ما يتضح من النقاط التالية على سبيل المثال لا الحصر^(١):

- جذب الأموال وتوفير السيولة بكميات تفوق قدرات وإمكانات بعض الحكومات في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية أو الشركات في تمويل مشروعاتها الكبرى.
- أكثر أمنًا واستقرارًا 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 والمصدقية 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.

(١) أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية ، مرجع سابق ، ص ٧٨.

- 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 المسئولة 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^(١).

ونتناول فيما يلي أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين والاقتصاد

(١) سليم قط، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال ومخاطر تداولها، ٢٠١٩، ص ٢٠-١٩.

أولاً- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين:

- تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين فيما يلي (١):
- 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، فمالك الصكوك يتحملون جزء من المخاطر يتناسب وعدد صكوكهم وبقدر 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 (٢).

كما يقدم الصكوك قناة جيدة للمستثمرين الراغبين في استثمار فوائض أموالهم وخلق فرص استثمارية متنوعة قطاعياً وجغرافياً ومن حيث الأجل وتوفير السيولة من خلال السوق الثانوية (٣).

(١) وفاء جيلاني وغربي حمزة ، الصكوك الإسلامية أنواعها وإداره مخاطرها ، مرجع سابق ، ص ١٣٩ .
(٢) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد ،مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها ، مرجع سابق ، ص ٣٦ .
(٣) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية مرجع سابق ، ص ٢٤٨ .

ثانياً : أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد القومي:

١ : 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 والتقويم لاحتمالات نجاح المشروع وبذلك تساعد العملاء على عدم الخوض في مشروعات لا تثبت جدواها الاقتصادية والاجتماعية^(١).

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 وبأجل مختلفة.

(١) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق، ص ٢٥٢.

٢ : 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 عمومًا عدالة توزيع الأرباح، ففي الشركة توزع الأرباح بحسب الاتفاق 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 والمساقاة على الثمر بنسبة معينة مثلما يحصل عليها صاحب الأرض أو الزرع، أما لأساليب البيوع فإن عدالة توزيع الأرباح مرتبطة إلى حد كبير بقوى 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.^١

٣ : 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 درعًا من صفوان بن أمية عند الخروج إلى غزوة حنين، حتى أنه توفي صلى الله عليه وسلم ودرعه مرهونة. وليس القرض هنا شخصيًا؛ 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 شرعًا، 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.^٢

١ (معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، المرجع السابق - ص ٢٥٣)

٢ الطيب داودي وصيرينه كردودي، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، ٢٠١٤، ص ٣-١.

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^(١).

وقد 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 طبقًا 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 ذوات 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 موادها مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ومن المتوقع الموافقة على قانون الصكوك السيادية خلال عام ٢٠٢١.

١ أمل علي إبراهيم وآخرون ، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها في النمو الاقتصادي، مرجع سابق ، ص ١٥.

٢ <http://www.mof.gov.eg/Arabic/MOFNews/Media/Pages/release4-11-2020.aspx>

المطلب الثاني

دور الصكوك في تنمية الأسواق المالية

توفر الصكوك الإسلامية (أو عملية التصكيك) العديد من المزايا لمختلف المتعاملين في مجالها من مصدرين 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:

(أ) بالنسبة للشركة المصدرة (المستفيدة):

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 يخفف 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

(1) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص ص ٢٤٦-٢٤٧.

- عملية التصكيك تتطلب فصل محفظة التصكيك وما يلحقها من ضمانات عن غيرها من الأصول المملوكة للشركة المصدرة.
- 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 أجالها 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.

(ب) بالنسبة لقيمه إصدارات الأوراق المالية (السوق الأولى):

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 تنميه 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⁾.

(1) سليم قط، مسعودة نصبة ، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها ، مرجع سابق ، ص ١٣٩ .

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 فضلا عن المتخصصين الأكاديميين في الخدمات المالية الإسلامية¹

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.

- 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 نظراً لطبيعة المعاملات المالية التقليدية في الأسواق الوضعية، وما يكتنفها من مظاهر الغش والتلاعب والقمار والبيوع الصورية أو المظهرية وبيع الدين بالدين، كلها من المعاملات المحرمة شرعاً وسبباً مباشراً أو غير مباشر في حدوث الأزمات المالية والاقتصادية، والملاحظ أن كثيراً من اقتصاديات الدول الإسلامية وغير الإسلامية أدركت مدى صحة ومثانة 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 شوطاً كبيراً في هذا المجال.

(1) 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, p26

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^(١).

وتظهر أهمية ودور الصكوك المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي^(٢):

- 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 أمراً 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.

(١) سلم قط، مسعودة نصية، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مرجع سابق، ص ١١٤-١١٥.

(٢) بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية واليات إدارتها، مرجع سابق ذكره، ص ٣٣-٣٤.

وفيما يلي نوضح أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية^(١):

١- 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 يمثله رأسمال هذه الشركات.

٢- إدراج صكوك إسلامية:

تقوم البنوك الإسلامية وغيرها من الشركات بتقديم أدوات مالية إسلامية جديدة قائمة على أسس الشريعة الإسلامية، مما يشكل أيضاً 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 تنمي 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.

٣- زيادة رسملة 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 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.

(١) معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٢٥٠-٢٥١.

١- انفتاح سوق الأوراق المالية عالمياً:

تعمل الصكوك الإسلامية على زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، الأمر الذي ينتج عنه انفتاح سوق الأوراق المالية عالمياً، 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.

٢- 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 للسمسة.

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⁾.

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 للصك^٢.

(1) سليم قط، مسعودة نصبة ، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها ، مرجع سابق ، ص ص ١٣٩-١٤١.

(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 p13^٧

فمن المتوقع أن تقوم الأسواق الثانوية بدورها بشكل أفضل في سوق رأس المال الإسلامي، وذلك لانتفاء الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بأسواق رأس المال التقليدية التي تؤثر سلبيًا 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.

الفصل الثاني
الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية
لأهم الدول المصدرة للصكوك

تمهيد:

أدت الصكوك الإسلامية دورًا كبيرًا في تنمية عدد من الاقتصاديات بالدول العربية أو الإسلامية خلال العقود الماضية، بل أنها أسهمت في تنمية اقتصاديات دول غير إسلامية 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 الرئيسية التي تقوم عليها فرضية البحث الرئيسية حيث تفترض فرضية البحث أن لتلك العوامل الموضحة بعاليه تأثير في نجاح إصدار و تداول الصكوك.

وسوف نتناول:

المبحث الأول: مفاهيم الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية لإصدار الصكوك.

المبحث الثاني: الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية بماليزيا.

المبحث الثالث: الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية بالإمارات.

المبحث الرابع: الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية بالسعودية.

المبحث الأول

مفاهيم الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية لإصدار الصكوك وتداولها

المطلب الأول: الضوابط المالية

تؤدي كل من الضوابط المالية الكلية المرتبطة بمؤشرات الاقتصاد الكلي وكذلك الضوابط المالية المرتبطة بالنواحي المالية والاقتصادية للمشروع محل التصكيك دورًا مهمًا في نجاح عملية التصكيك على الوجه التالي:-

أولاً: 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 على الوجه التالي^(١).

- توجد علاقة غير مباشرة بين سعر الفائدة وسوق رأس المال من خلال دراسة العلاقة بين كل 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 وكل 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 أيضًا من خلال تدفقات المحفظة على سوقي الإصدار والتداول.

(١) سيد إبراهيم عبد الفضيل ، أسواق رأس المال الصاعدة والأداء الاقتصادي مع الإشارة لسوق رأس المال المصري، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة حلوان، ٢٠٠٣، ص ٢٩٧-٢٩٨.

- 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 والطروحات 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 كلاً منهما 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^(١).

و أكدت دراسة أخرى على وجود علاقة بين حجم الصكوك والقطاع المصرفي في السودان حيث أكدت الدراسات:

- 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.

(١) حازم ساسي ، البيئة الاقتصادية في ليبيا وجاهزيتها لإصدار الصكوك، المؤتمر الدولي والحوكمة والتنمية المستدامة، ١٦-١٧-٢٠١٩ بماليزيا، ٢٠١٩، صص ٣-١٠.

أخذاً 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^(١).

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.

ثانياً: 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 المزعم 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.

هذا فضلاً عن دراسة العوامل البيئية والقانونية والتسويقية والفنية والهندسية للمقترح الاستثماري^(٢).

(ب) دراسة التصنيف الائتماني للإصدار وتحديث ذلك الإصدار بشكل سنوي أو متى تواجدت 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.

(١) محمد عبد العزيز بشير، الصكوك الحكومية وأثرها في الأداء المالي للقطاع المصرفي السوداني، ٢٠١٠-

٢٠١٥، رسالة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، ٢٠١٨، ص ٢٠.

(٢) 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، ٢٠١٨، ص ١٣.

المطلب الثاني

الضوابط التنظيمية لإصدار الصكوك وتداولها

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^(١).

وحتى يكون الإطار التشريعي لإصدار الصكوك وتداولها فعالاً، يجب توافر المتطلبات والأساسيات التالية^(٢):

- 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 تشتمل 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.

(١) ليث كمال نصرآوين ، متطلبات الصياغة التشريعية الجيدة وأثرها في الإصلاح القانوني، المؤتمر السنوي الرابع (القانون أداة للإصلاح والتطوير)، العدد (٢)، الجزء الأول، مايو ٢٠١٧م، ص ص٤٣٢-٤٣٣.

(٢) باسل يوسف الشاعر ، التشريعات النازمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني رقم ٢٠١٢/٣٠، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، ٢٠١٣، ص٧.

المنهج الثاني: وضع إطار قانوني محدد لإصدار وتداول الصكوك وهو ما أخذت به كلٌّ من ماليزيا والإمارات والأردن ومصر.

ثانياً : 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 تنسم سوق الأوراق المالية الكفاء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقاً لقوى الطلب والعرض، وتنسم 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^(١).

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، وأخيراً وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته^(٢).

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،

(١) 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 ٢٠١٢/٢، ص٢٣٦.

(٢) يوسف مسعداوي ، كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتحرير كل من بورصة الجزائر والسعودية مصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد ٢٠١٤/٤٢، ص١٢١.

المطلب الثالث

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 والاكنتاب في الصكوك وبعد عملية الإصدار.

أولاً : المعايير الشرعية في مراحل إصدار الصكوك

(١) عند إصدار الصكوك^١ :

- 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 (٢١) بشأن الأوراق المالية.
- لا يجوز لمدير الصكوك سواء أكان مضاربًا أم شريكًا أم وكيلًا بالاستثمار أن يلتزم بأن يقدم إلى حملة الصكوك قرضًا عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع، ويجوز أن يكون احتياطي لتغطية حالة النقص بقدر الإمكان، بشرط أن يكون ذلك منصوصًا عليه في نشرة الاكنتاب، ولا مانع من توزيع الربح المتوقع تحت الحساب وفقًا للمعيار الشرعي رقم (١٣) بشأن المضاربة، بند (٨) 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 جاء في المعيار الشرعي رقم (١٢) الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة بند ١/٢/٢ و ٢/٦/١/٣، وفي المعيار الشرعي رقم (٥) بشأن الضمانات بند ١/٢/٢ و ٢/٢/٢، 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.

^١ معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ، ص ص ٢٤٢- ٢٤٣.

- يجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الإجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكاً أو مضارباً 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 وفقاً للمعايير الشرعية، وأن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول تلك الصكوك إليه من موجودات بإحدى صيغ الاستثمار الشرعية وفقاً للمعيار الشرعي رقم (١٧) بشأن صكوك الاستثمار، بند ٥/١/٨/٥.

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

وبالإضافة إلى ذلك يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حاملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء أكانت أعياناً، منافعاً أو خدمات، وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم (١٧) بشأن صكوك الاستثمار، بند (٢) وبند (٥) ويجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبيقيها في موجوداته. وأن يتحمل مالك الصك غنم ذلك المشروع وغرمه، 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 تسويله 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^(١).

(٢) عند تحديد سعر الأصول^٢:

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 ١,٣٣ مرة من قيمة السوق، وإذا كانت الأصول تباع بسعر أقل من سعرها فينبغي ألا يقل عن ٠,٦٧ 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.

(٣) عند استخدام متحصلات الاكتتاب

هناك عدة اعتبارات عند الاكتتاب في الصكوك^(٣):

- 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.

١ أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية ، مرجع سابق ، ٢٠١٩ ، ص ٨٣-٨٤.
٢ معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ، ص ٢٤٢.
٣ معطي الله خير الدين، شرياق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، المرجع السابق، ٢٠١٢ ، ص ٢٤٣.

- 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^(١).

ثانياً: المعايير الشرعية ما بعد إصدار الصكوك:

وتتمثل أهم الضوابط الشرعية للصكوك بعد إصدار واكتتاب الرسوم فيما يلي^(٢):

(١) 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 نقوداً، وإذا كان مال القراض ديوناً 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 وفقاً للسعر المتراضي عليه على أن يكون الغالب في هذه الحالات أعياناً 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 تراعي أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود 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 ممثلاً للأجرة وهي دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

(١) أحمد محمد الجبوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية مرجع سابق ، ص ٨٣.
(٢) الصوفي ولد الشيباني ، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مجلة الفقه والقانون، العدد الرابع والثلاثون، موريتانيا، ٢٠١٥، ص ١٥، ١٦.

- 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 حسيلة 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 المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة 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.

(٢) 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.
 - تمليك الموجودات بالهبة أو ثمن رمزي أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك.
- كما أن الاطفاء العادل للقيمة السوقية وليس القيمة الاسمية لأنه لا يصح ضمان القيمة الاسمية^(١).

(١) أحمد محمد الجيوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية ، ص ص ٨٣-٨٤.

المبحث الثاني

تطور إصدارات الصكوك بماليزيا والعوامل المؤثرة في نجاح الصكوك

تمهيد:

شهدت المصرفية الإسلامية تطورًا متسارعًا وقبولاً تجاوز الحدود الجغرافية للدول الإسلامية إلى دول غربية متطورة، مثل بريطانيا وفرنسا. ويرى كثيرٌ من المحللين أنه بعد الأزمة المالية العالمية لسنة ٢٠٠٨م، برزت المصرفية الإسلامية بديلاً حقيقياً للمصرفية التقليدية، لاسيما فيما يتعلق بإدارة الصكوك وإصدارها، وذلك بوصفها الأداة الأسرع نموًا وتطورًا 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 ٢٠١٨م، واحتلت ماليزيا الصدارة حيث بلغ إجمالي إصدارها للصكوك الإسلامية ٣٢,٨ مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل ٣٥% من إجمالي الإصدارات العالمية. وأظهر التقرير أيضًا أن السعودية حلت في المركز الثاني بعد ماليزيا بنسبة تقدر بـ ٢١,٤%، تلتها أندونيسيا بـ ١٥,٥%، والإمارات العربية المتحدة بـ ٩,١%، وتركيا بـ ٣,٩% على التوالي.

ويمثل حجم الصكوك بماليزيا ٥٢% من حجم سوق السندات الماليزية. وتمثل حجم إصدار الصكوك السيادية ٤٩% من إجمالي الأوراق المالية الحكومية مقارنة بـ ٢٩% في نهاية سنة ٢٠٠٨^(١).

ويوضح الجدول قيم الصكوك المحلية والدولية لماليزيا خلال الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠١٨ مقسمة وفقاً للصكوك المحلية والصكوك الدولية.

(١) فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الأول، يونيو ٢٠١٩، ص ٨١، ٨٢.

جدول رقم (١٤) قيمة الصكوك المحلية والدولية لماليزيا % من إجمالي الصكوك الدولي
خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٨

| عدد الإصدارات | القيمة بالمليون دولار | % من إجمالي الصكوك الدولي |
|---------------|-----------------------|---------------------------|
| ٦٢٤٨ | ٦٠٦ ٦٤٨ | ٧١,٣٤ |
| ١٠٧ | ٦٣ ٦٥٣ | ٢٥,٣٢ |
| ٦٣٥٥ | ٦٧٠ ٣٠١ | - |

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

وتتملك ماليزيا أكبر سوق للتمويل الإسلامي، حيث أصدرت عدد من الصكوك لتحتل المرتبة الأولى عالمياً من حيث قيمة الإصدار، كما هو موضح بالجدول خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٨، 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 ١٩٩٦-٢٠١٤.

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

ولقد كان لمساهمة الصكوك السيادية في نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا ٠,٦١% في عام ٢٠٠٢، في حين كانت تحمل ٢,٧٦% من الموازنة العامة للدولة، ولقد ارتفعت مساهمة الصكوك السيادية في الناتج المحلي الإجمالي إلى ١٧,١٧% في عام ٢٠١١، ومن الضروري الإشارة إلى أن ما يقارب ١٠% من الصكوك السيادية تم استثمار أموالها في عام ٢٠١١ في مشاريع البنية التحتية، وهذا ما يشير إلى أن صكوك البنية التحتية كان لها تأثير كبير في القيمة الاقتصادية بماليزيا^(١).

(١) أمل علي إبراهيم وآخرون ، الصكوك الاسلاميه كاداه للتمويل وأثرها علي النمو الاقتصادي ،مرجع سابق ، صص ١٧-١٨.

ومن أهم نماذج تلك التجربة هو تجربة رهن مطار كوالالمبور مقابل إصدار صكوك بنحو ١٠٠ 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^(١).

ويمثل الجدول تطور إصدار الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية خلال الفترة ٢٠١٠ و ٢٠١٦.

جدول رقم (١٥) إصدار الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية خلال الفترة ٢٠١٠، ٢٠١٦^(٢).

| السنة | ٢٠١٠ | ٢٠١١ | ٢٠١٢ | ٢٠١٣ | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ | ٢٠١٦ |
|----------------------|------|------|------|-------|------|-------|------|
| المبلغ (مليار دولار) | ٣٢,٨ | ٦٠,٩ | ٩٧,١ | ٨٢,٤ | ٧٧,٩ | ٣٠,٤ | ٢٩,٩ |
| نسبة الزيادة (%) | - | ٨٥,٧ | ٥٩,٤ | ١٥,١- | ٥,٥- | ٦١,٠- | ١,٦- |

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

(١) رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، مرجع سابق ذكره، ٢٠١٩، ص ص ٩٨-٩٩.

(٢) بدروني عيسى، نصر الدين ابن عمارة، أنواع الصكوك الإسلامية وطرق إدارة مخاطرها بالتركيز على السوق الماليزية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد ٣، مارس ٢٠١٨، ص ١٨٣.

جدول رقم (١٦) تطور عدد السندات والصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي ٢٠١٠-٢٠١٦.

| السنة | ٢٠١٠ | ٢٠١١ | ٢٠١٢ | ٢٠١٣ | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ | ٢٠١٦ |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| الصكوك الإسلامية | ٢٠ | ٤٤ | ٤١ | ٤٩ | ٤٧ | ٢٥ | ٣٢ |
| السندات التقليدية | ٣٢ | ٤١ | ٤٠ | ٣٧ | ٣١ | ٢١ | ٢٥ |
| إجمالي الصكوك والسندات | ٥٢ | ٨٥ | ٨١ | ٨٦ | ٧٨ | ٤٦ | ٥٧ |
| نسبة الصكوك إلى الإجمالي | ٣٨,٤٦ | ٥١,٧٦ | ٥٠,٦٢ | ٥٦,٩٨ | ٦٠,٢٦ | ٥٤,٣٥ | ٥٦,١٤ |

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 ٢٠ صك مدرج في السوق خلال سنة ٢٠١٠ أي بنسبة ٣٨,٤٦% من إجمالي الصكوك والسندات في السوق، إلا أنه خلال سنة ٢٠١٣ نجد هناك تطور في عدد الصكوك المدرجة في السوق حيث وصلت إلى ٤٩ صك أكثر من عدد السندات المدرجة في السوق أي بنسبة ٥٦,٩٨% 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 ٢٠١٤ إلى ٤٧ صكاً، وذلك يعود إلى مخاوف المستثمرين من تداعيات انخفاض أسعار البترول خلال الثلث الأخير من سنة ٢٠١٤، ثم وصلت إلى ٣٢ صك سنة ٢٠١٦ أي بنسبة ٥٧%^(١).

جدول رقم (١٧) حجم تداول الصكوك والسندات في سوق الأوراق المالية الماليزي.

| السنة | ٢٠١٠ | ٢٠١١ | ٢٠١٢ | ٢٠١٣ | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ | ٢٠١٦ |
|---|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| الصكوك الإسلامية | ٣٨٣٢٨ | ٧٨٩٠٣ | ٧١٠٩١ | ٩٩١٢٩ | ٧٦٠٧٠ | ٤٨٣٣٤ | ٦٣٧٢٩ |
| السندات التقليدية | ٢٥٢٥٥,٢٤ | ٢٩٩٢٧ | ٣٢٢٠٨ | ٤٨٤٤٥ | ٤٢٠٧٦ | ٦١٦٣٠ | ٧٧٢٦٠ |
| إجمالي حجم التداول | ٦٣٥٨٣,٢٤ | ١١٢٣٣٠ | ١٠٣٢٩٩ | ١٤٨٠٧٤ | ١٣٨١٤٦ | ١١٨٤٦٤ | ١٤٠٩٨٩ |
| نسبة حجم الصكوك الإسلامية من إجمالي حجم التداول | ٦٠,٢٨ | ٧٠,٢٤ | ٦٨,٨٢ | ٦٦,٩٥ | ٥٥,٠٦ | ٤٠,٨ | ٤٥,٢٠ |

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

(١) عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية الإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد ١٨، يونيو ٢٠١٧، ص ٥٤.

من خلال الجدول يتضح أن حجم التداول للصكوك الإسلامية أكبر مقارنة بالسندات التقليدية بداية من سنة ٢٠١٠ حيث بلغت ٣٨,٣٢ بليون رينجت أي بنسبة ٦٠,٢٨% من إجمالي حجم التداول في السوق إلى غاية سنة ٢٠١٣ 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 ٢٠١٤ فنلاحظ أن هناك انخفاض نتيجة المخاوف من انهيار أسعار النفط في نهاية السنة، ثم عاودت الارتفاع سنة ٢٠١٦ حيث وصلت إلى ٦٣,٧٢ بليون رينجت^(١).

جدول رقم (١٨) القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية (بليون رينجت).

| السنوات | ٢٠١٠ | ٢٠١١ | ٢٠١٢ | ٢٠١٣ | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ | ٢٠١٦ |
|---|--------|------|------|---------|---------|---------|---------|
| القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي | ٧٥٦,١ | ٨٠٦ | ٩٤٢ | ١٠٢٩,٦٢ | ١٠١٢,١٤ | ١٠٨٦,١٨ | ١٠٣٠,٥٦ |
| إجمالي القيمة السوقية لسوق رأس المال الماليزي | ١٢٧٥,٣ | ١٢٨٥ | ١٤٦٦ | ١٧٠٢,١٥ | ١٦٥١,١٧ | ١٦٩٤,٧٨ | ١٦٦٧,٣٧ |
| نسبة القيمة السوقية الإسلامية إلى إجمالي القيمة السوقية (%) | ٥٩,٣ | ٦٣ | ٦٤ | ٦٠,٥ | ٦١,٣ | ٦٤,٠٩ | ٦١,٨١ |

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

ونلاحظ من خلال الجدول أن القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي تمثل حوالي ٥٩,٣% أي ما يقدر بـ ٧٥٦,١ 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 ٢٠١٦ ما يقارب ٦١,٨١% ويعود السبب في ذلك إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل سوق الأوراق المالية الماليزي سوق جذاباً 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، وأيضاً إلى جعل ماليزيا مركزاً مالياً دولياً للتمويل الإسلامي^(٢).

(١) عمر عبو ، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية ، المرجع السابق، ص ٥٥.

(٢) عمر عبو ، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، المرجع السابق، ص ٥٦.

جدول رقم (١٩) إصدارات الصكوك والسندات ٢٠١٧-٢٠٢٠.

| السنة | إجمالي الإصدارات بالبليون بالرنجت | إصدارات الصكوك بالبليون رينجت | إصدارات الصكوك لإجمالي الإصدارات % |
|--------|--------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|
| ٢٠١٧ | ٣١٧,٩٤ | ١٦٨,٦٨ | ٥٣,٠٥% |
| ٢٠١٨ | ٣٨٥,٩٣ | ١٩٩,٩٠ | ٥١,٨٠% |
| ٢٠١٩ | ٣٨٤,٨٥ | ٢٣٥,٢٠ | ٦١,١٢% |
| ٢٠٢٠/١ | ٢٥,٣٣ | ١٠,٦٠ | ٤١,٨٦% |

Source: Bursa Malaysia, Fast, BNM.

جدول رقم (٢٠) 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 |
|------------------------------|-------------------------------|----------------------------|---------------------------|--|
| ٣١٩٨,٧ | ١٩٠٦,٨ | ١٢٩١,٩ | ١٨٩٣,٥ | ٥٩,٤٦% |
| ٣١٠٦,٢ | ١٧٠٠,٤ | ١٤٠٥,٧ | ١٨٨٠,٧٣ | ٦٠,٩٦% |
| ٣٢٠٢,١ | ١٧١١,٨ | ١٤٩٠,٣ | ٢٠٣٥,٦ | ٦٤,٦% |
| ٣١٥٤,٤ | ١٦٤٦,٤ | ١٥٠٨,١ | ٢٠٠١,٧ | ٦٤,٢٥% |

Sources Bursa Malaysia, FAST BNM.

وأدت الصكوك دور قوي في تنميه الاقتصاد الماليزي، وتتمثل أهم القطاعات المصدرة للصكوك موزعاً وفقاً للقطاعات خلال الفترة من ٢٠٠٥-٢٠١٠، قطاع البنية التحتية ٥٣%، قطاع الزراعة ١١%، قطاع العقارات ٩%، قطاع الخدمات المالية ٧,٨%، المنتجات الصناعية ٧%، قطاع التشييد ٦,٢%، قطاع النقل ٢%، قطاعات أخرى ٤%.

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

الإجارة ٦٨%، مشاركة ٧%، استصناع ٦% مضاربة ٥%، مراهبة صفر، البيع بثمن أجل ٦,٨% (١)

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

المطلب الأول

الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بماليزيا

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر ١٩٦٢، التي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وأما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام ١٩٨٣ مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي الذي بدأ تطبيقه في ٧ أبريل ١٩٨٣ 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 ١٩٨٤.

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 ١٩٩٠، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية مما أدى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه^(١).

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:

- ١- هيئات الرقابة العامة وتشمل هيئة الأوراق المالية الماليزية، والبنك المركزي، وهيئة الشركات الماليزية.
- ٢- الهيئات غير الحكومية وتمثل المؤسسات الحكومية والممارسين.
- ٣- الهيئات العالمية الداعمة للسوق التي تشتغل 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

(١) أمل علي إبراهيم وآخرون، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص ١٦.

الشرعية وتحسين وظائف الرقابة الداخلية على مستوى مؤسسات المالية الإسلامية. (١)

أولاً : الجهات الرقابية الشرعية

١ - 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 ١٩٩٣م 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.

٢ - 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 وتمثل 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.

(١) فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين ، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية ،مرجع سابق ، ص ٩٩.

(ب) شعبة دراسات الأدوات المالية الإسلامية:

وأنشئت هذه الشعبة من طرف هيئة الأوراق المالية سنة ١٩٩٤ 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 ١٩٩٦م وذلك بعد إجراء تعديل في القسم ١٢٤ 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^(١):

١- قانون سوق رأس المال والخدمات عام ٢٠٠٧:

هو القانون الرئيسي الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية وعملياتها وتم سنه في مايو عام ٢٠٠٧م 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 ٣١٦ و ٣١٧ التي صنفت سوق رأس المال الإسلامي ضمن قطاع الأوراق المالية.

٢- قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية عام ١٩٩٣:

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 ١٩٩٣م 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.

٣- قانون الشركات عام ١٩٦٥:

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

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

(١)فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين ، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية ، المرجع السابق ، ص ص ١٠٣-١٠٤.

٤- قانون الخدمات المالية الإسلامية عام ٢٠١٣ (IFSA):

يعد قانون الخدمات المالية الإسلامية ذروة الجهود المبذولة في إطار تطوير الإطار القانوني وهو قانون موحد يتضمن قانون المصرفية الإسلامية لعام ١٩٨٣ والمواد المناسبة لأنشطة المالية الإسلامية وعملياتها من قانون المصرفية والمؤسسات المالية لعام ١٩٨٩.

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 ٢٨ 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 مزاوله 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:

١- المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك.

٢- 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 وتفاذي 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 بأراء المؤسسات الداعمة للصناعة على المستوى الدولي كالهيئة العالمية لهيئة الأوراق المالية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، وهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.^١

وقد نجحت ماليزيا في تحقيق هذه الاستراتيجيات حيث أصبحت ماليزيا نموذجًا يحتذى به، وحقق سوق رأس المال الماليزي نموًا سنويًا تراكميًا بلغت نسبته ٧,١% 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 وفلترة 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 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

^١ فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص ١٠٥

الشرعية لفترة أنشطة الشركات المختلطة، وإتاحة الفرص للمستثمرين الذين يبحثون عن فرص استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة^(١).

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: ^٢

- 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 ٢٠٠١ النقطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واشتملت على ستة أهداف جوهرية منظمة، وسميت بالخطة الشاملة، وهي مبنية على رؤية استراتيجية للاتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي وتمتد لعشرة أعوام من عام ٢٠٠١-٢٠١٠، 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.

(١) هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، الإدارة العامة للدراسات والتطور، ٢٠١٨، ص ٤٩-٥٠.

^٢ هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، المرجع السابق، ص ٥٠.

المطلب الثاني

الضوابط المالية لإصدار الصكوك بماليزيا

أولاً : الضوابط المالية الكلية للاقتصاد

تقع ماليزيا في جنوب شرق آسيا وتتكون من ١٣ ولاية وثلاثة أقاليم اتحادية ومساحتها ٣٢٩,٨٤٥ كيلو متر مربعاً وعدد سكانها ٣٠ 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^(١).

ويعتبر اقتصاد ماليزيا هو رابع أكبر اقتصاد في جنوب شرق آسيا ورقم ٣٨ 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 ٢٠١٧ كان الاقتصاد الماليزي الاقتصاد التنافسي رقم ٢٧ في العالم.

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

ومنذ الثمانينات قاد القطاع الصناعي نمو ماليزيا أدى الاستثمار دوراً مهماً في النمو وازدهرت الصناعات الثقيلة، وحقت ماليزيا بشكل متواصل نمو في الناتج

(١) مركز الروابط للدراسات والبحوث الاستراتيجية ، النمو الهائل في الاقتصاد الماليزي: نموذج استرشادي للدول النامية، ٢٠١٧، www.awabetcenter.com/archives

المحلي الإجمالي بأكثر من ٧% إلى جانب انخفاض معدلات التصميم في الثمانينيات والتسعينيات.

وفي عام ١٩٩١ أعلن رئيس الوزراء الماليزي السابق مهاتير محمد هدفه رؤية ٢٠٢٠ التي ستتحول ماليزيا إلى دولة صناعية، وشهدت ماليزيا طفرة اقتصادية وشهدت تطوراً سريعاً خلال أواخر القرن العشرين.

وفي ٢١ أبريل ٢٠٠٩ أعلن رئيس الوزراء نجيب رزاق عن تحرير ٢٧ قطاع خدمي واعتبرت هذه الحركة بمثابة جهود حكومية من أجل زيادة الاستثمار في قطاع الخدمات، كما أعلن عن مزيد من خطوات التحرير الاقتصادي.

وبلغ إجمالي الاستثمارات المترجمة في ماليزيا عام ٢٠١٤ ما قيمته ٢٣٥,٩ مليار رينجت ماليزي حيث أسهمت المصادر المحلية بنسبة ٧٢,٦% ونسبة ٢٧,٤% من مصادر أجنبية، واحتلت ماليزيا الترتيب ١٥ في مؤشر ثقة الاستثمار الأجنبي المباشر عام ٢٠١٤، والترتيب ١٦ في عام ٢٠٠٧ والترتيب ٢١ في ٢٠١٠^(١).

كما احتلت ماليزيا باقتصادها المرتبة ٢٥ ضمن أكثر دولة تنافسية في العالم وذلك بين عامي ٢٠١٨ و ٢٠١٩، ويرجع ذلك إلى الكثافة العالية للصناعات القائمة على تقنيات المعرفة الحديثة واعتماد التكنولوجيا الحديثة، إذا بلغت في عام ٢٠١٥ قيمة صادرات المنتجات المتطورة تكنولوجيا ٥٧,٢٥٨ 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 ٤٠% من الناتج المحلي الإجمالي، وتعد ماليزيا أكبر مركز مالي ومصرفي إسلامي في العالم^(٢).

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

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

وتتلخص العوامل التي ساعدت على نجاح تجربة النهضة الماليزية بكل جوانبها إلى ما يلي^(١):

- 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 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 ٢٠٢٠ والعمل على تحقيق ما تم التخطيط له.

(١) مركز الروابط لدراسات البحوث الاستراتيجية ، النمو الهائل في الاقتصاد الماليزي: نموذج استرشادي للدول النامية، مرجع سابق www.awabetcenter.com/archives

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

ولقد انعكس ذلك في التصنيف الائتماني للدولة في تصنيف موديز نهاية ٢٠١٨ حيث بلغت (A3 stable)^(١).

ولقد أقيمت فينتش خلال عام ٢٠١٩ 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 قيوداً تتمثل في الديون الحكومية المرتفعة ومستويات الدخل الفردي المنخفض وضعف معايير الحوكمة.

ونتناول فيما يلي أهم المؤشرات الرئيسة للاقتصاد الماليزي:

١- ارتفع الناتج المحلي الإجمالي من ١٤٣,٥ مليار دولار عام ٢٠٠٥ إلى ٣١٤,٧ مليار دولار عام ٢٠١٩.

٢- ارتفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي من ٥٥٩٣ دولار أمريكي عام ٢٠٠٥ إلى ٩٩٥١ دولار عام ٢٠١٥.

٣- ارتفع ميزان التجارة الدولية (الصادرات – الواردات) من ٢٧,٣ مليار دولار عام ٢٠٠٥ إلى ٢٧,٩ مليار دولار عام ٢٠١٥.

جدول رقم (٢١) أهم المؤشرات الرئيسة للاقتصاد الماليزي

| ٢٠١٩ | ٢٠١٠ | ٢٠٠٥ | المؤشرات الاقتصادية |
|--------|--------|--------|--|
| ٣١٤٧٠٧ | ٢٥٥٠١٨ | ١٤٣٥٣٤ | GDP بالمليون دولار بالأسعار الجارية |
| ٥,٩ | ٧,٤ | ٥,٣ | معدل نمو GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي (سنة الأساس ٢٠١٠ بالأسعار الثابتة) |
| ٩٩٥١,٤ | ٩٠٧١,٤ | ٥٥٩٣,٨ | نصيب الفرد من GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي |
| ٢٤٦٦٧٠ | ١٩٨٧٩١ | ١٤١٦٢٤ | التجارة الدولية – الصادرات بالمليون دولار أمريكي |
| ٢١٨٧٦٤ | ١٦٤٥٨٦ | ١١٤٦٢٤ | التجارة الدولية – الواردات بالمليون دولار أمريكي |
| ٢٧٩٠٦ | ٣٤٢٠٤ | ٢٧٣٣٤ | التجارة الدولية (ميزان التجارة الدولية) بالمليون دولار |
| ٧٩٥٠ | ٢٥٦٤٤ | ١٩٩٨٠ | ميزان المدفوعات (الحساب الجاري) بالمليون دولار أمريكي |

المصدر: الأمم المتحدة، كتاب الإحصاءات العالمية، طبعة ٢٠١٩، ص ٢٢٨.

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

ثانيًا : 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 وفقا للقطاع الذي ينتمي إليه المشروع ومؤشرات الربحية فيه، والمزايا والحوافز، والتنافسية بالسوق لتلك الصناعة. لذلك يتم دراسة كل حالة على حدة وفقًا للضوابط والمزايا والحوافز في كل دولة.

المطلب الثالث

الضوابط الشرعية للصكوك بماليزيا

تمهيد:

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 ٢٠١٣ الإطار القانون العام للأنشطة المالية الإسلامية.

وتعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة 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 ٢٠٠٤ ويشمل المتطلبات الخاصة بالأصول والجهة المستفيدة Originator والشركة ذات الغرض الخاص SPV ومتطلبات الإفصاح وشروط موافق 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

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، المشتتل على التحايل الصريح على الربا، عند تبنيه كعقد تمويل إسلامي وعند إجازتهم للحاجة أن يحددوا ضوابط لذلك ومتى تنتقي 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 ضنَّ 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 ١٩ - ٢٣/١٠/١٤٢٤هـ، الموافق ١٣ - ١٧/١٢/٢٠٠٣ - تعرض لموضوع «التورق كما تجريه بعض المصارف في الوقت الحاضر».

وتبين للمجلس أن التورق الذي تجريه 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 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:²

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

² عصام عبد الهادي أبو النصر، المرجع السابق

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

١ - 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.

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

٣ - 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 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.

ثانياً: 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 تمويلاً محضاً 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 ١ إلى ٥ جمادى الأولى ١٤٣٠هـ، الموافق ٢٦-٣٠ نيسان (إبريل) ٢٠٠٩م، وبعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع التورق: حقيقته، أنواعه (الفهني المعروف والمصرفي المنظم)، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله، أصدر القرار رقم ١٧٩ - ١٩/٥؛ حيث تضمن ما يلي^١:

^١ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم ١٧٩ <https://www.iifa-aifi.org/ar/2302.html>

أولاً: أنواع التورق وأحكامها:

١- 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.

٢- 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

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

ثانياً: لا يجوز التورقان (المنظم والعكسي)، وذلك لأن فيهما توطؤاً 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 بالألا 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^(١).

١ عبد الله بن عبد العزيز المعجل، لمحات من التجربة الماليزية في المصرفية الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد ٣٥، أبحاث كرسي محمد الراشد لدراسات المصرفية الإسلامية، (١٤٣٦ هـ)، ص ٢٧، ٣٩.

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 بثمن مؤجل يزيد عن مقدار الدين، ومنها بيع الدين بالدين أو بيع الكالئ بالكالئ، أي بيع الدين لغير المدين بثمن 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 ٢٠٠٧ 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^(١).

كما إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته السابعة عشرة بعمان (المملكة الأردنية الهاشمية) من ٢٨ جمادى الأولى إلى ٢ جمادى الآخرة ١٤٢٧هـ، الموافق ٢٤ - ٢٨ حزيران (يونيو) ٢٠٠٦م.

وبعد اطلاعه على قرار المجمع رقم: ١٠١ (١١/٤) 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 أيضاً على قرار المجمع رقم: ١٣٩ (١٥/٥) 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 ٢:

أولاً: يعدّ 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 ك شراء المدين سلعة من الدائن بثمن مؤجل، ثم بيعها بثمن حال من أجل سداد الدين الأول كله أو بعضه.

١ عبد الله بن عبد العزيز المعجل، لمحات من التجربة الماليزية في المصرفية الإسلامية، المرجع السابق، ص ٢٦، ٣٩.

٢ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار بيع الدين، ٢٠٠٦ <https://www.iifa-aifi.org/ar/2216.html>

ثانياً: من صور بيع الدين الجائزة:

١- 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.

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

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

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 تماشياً 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^(١).

(١) فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ٩٤، ١٠٥.

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⁽¹⁾.

(1) www.arabic.cnn.com/busnines/2014.

المبحث الثالث

تطور إصدار الصكوك بالإمارات والعوامل المؤثرة في نجاح الصكوك

تمهيد:

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 ٢٠٠١ وحتى ٢٠١٨.

جدول رقم (٢٢) نسبة إصدارات الإمارات من الصكوك عالمياً

| عدد الإصدارات | القيمة بالمليون دولار | % من الإجمالي | |
|---------------|-----------------------|---------------|----------------|
| ١٥ | ٨٣٢٤ | ٠,٩٨ | الصكوك المحلية |
| ١٠٩ | ٧١٠٥٤ | ٢٨,٢٦ | الصكوك الدولية |

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 ١٩٧٥م، وهناك أيضاً 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 ١٠ مليار دولار.

كما يعد ميناء خليفة الذي تم افتتاحه في ٢٠١٢م من أهم المرافق في الدولة وأهم مشروعات البنية التحتية ومساهمًا قويًا في الناتج المحلي الإجمالي الذي يزداد عامًا بعد عام، ويسهم أيضاً في استقبال وتصدير البضائع والخدمات وتوزيعها ويسهم أيضاً في تعزيز النمو الاقتصادي والصناعي والتجاري من خلال مدينة خليفة الصناعية المجاورة للميناء، أي يعد الميناء أحد المرتكزات الاستراتيجية في تعزيز قطاع النقل البحري والتجارة.

وخلال السنوات التي أعقبت تأسيسها، حافظت موانئ أبو ظبي على معدلات نمو مطردة وحيث وصل مساهمته إلى ١٨,٣ مليار درهماً عام ٢٠١٧م مقارنة بعام ٢٠٠٦م الذي بلغ ١٨١ مليون درهماً أي زاد بنسبة ٠,٠٦% 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 أيضاً 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 إمكاناتها وتطوير بنية تحتية داعمة لإصدار الصكوك على صعيد منطقة الشرق الأوسط^(١).

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 ٢٠٠٦، حيث قام البنك بإدارة صكوك بقيمة ١,١٧٧٥ مليار دولار ليستحوذ بذلك على نسبة ٢٠,٨% 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 صكوكاً بقيمة ٥٠٠ مليون دولار لمصلحة البنك الإسلامي للتنمية؛ ذلك إلى جانب مشاركته في إدارة صكوك لمصلحة ماليزيا بقيمة ٦٠٠ مليون \$، كما أدرجت شركة آبار للإسكان البترولي الإماراتية صكوكاً بقيمة ٤٦٠ مليون \$ في سوق دبي المالي في شهر مايو ٢٠٠٦.

ومن أهم الأمثلة على إصدارات الصكوك بدولة الإمارات هي صكوك جغزا وهي المنطقة الحرة لجبل علي حيث أصدرت الشركة في عام ٢٠٠٧ صكوك مشاركة بقيمة ٧٥٠٠ مليون درهماً إماراتياً تستحق في عام ٢٠١٢، ويأتي الإدراج بعد نجاح عملية الاكتتاب بالصكوك الإسلامية وتغطيتها بالكامل حيث تم إصدارها بالعملة المحلية (الدرهم) في بورصة دبي العالمية، واقتصر الاكتتاب بها على

(١) أمل علي إبراهيم، وآخرون، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها في النمو الاقتصادي، مرجع سابق، صص ١٨، ١٩.

الشركات والمؤسسات، ورتب لعملية إصدار الصكوك الإسلامية بنك دبي الإسلامي و"باركليز كابيتال" و"دويتشه بنك" و"ليمان برادرز"^(١).

وقد احتلت الإمارات المركز الأول في إصدار الصكوك في عام ٢٠٠٧ حيث بلغ حجم ما أصدرته ٣٣ مليار دولار بتفوقه على ماليزيا التي بلغ حجم إصدار الصكوك فيها ٣١ 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 ٢٠١٤م صكوكًا بقيمة ٢٠٨ مليار درهمًا، وإعلان حكومة هونج كونج عن خطط لإدراك أول صكوكها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بقيمة مليار دولار (٣,٦٧ 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 ٢٠١٣م، 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 ٢٠١٥م إلى ٣٦,٧ مليار دولار أمريكي مقارنة بـ ٥,٤ مليار دولار أمريكي لعام إطلاق المبادرة ٢٠١٣م، مما جعل دبي في المرتبة الأولى عالميًا في إدراج الصكوك الإسلامية^(٢).

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 ٢٠١٥ من والذي يشمل ٧٣ دولة.

(١) رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، ص ١٠٤.
(٢) راضية لسود، سامية بولعسل، مسعودة بن سعيد، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وأفاتها في الجزائر"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد رقم ١، الجزائر، ٢٠١٨، ص ٦٧.

واتفق الخبراء والمختصين على أن أداء دولة الإمارات العربية المتحدة في هذا الشأن يجعلها مرشحاً قوياً لقيادة سوق الصكوك الإسلامية التي تعد من أهم أدوات التمويل الإسلامي، وبلغ حجم الصكوك المدرجة في أسواق دبي عام ٢٠١٥ نحو ١٣٥ مليار درهماً^(١).

وهناك عدة إصدارات للصكوك الإسلامية بالإمارات نتج عنها نشاطات مهمة لتحقيق التنمية المستدامة في الإمارات العربية المتحدة، أهمها^(٢):

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

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 ٢٠٥٠م، التي تم إطلاقها عام ٢٠١٥م، حيث تضمنت الاستراتيجية إنشاء صندوق دبي الأخضر بقيمة ١٠٠ مليار درهم، وذلك لتمويل الاستثمار في قطاع الطاقة النظيفة، كمولد الطاقة الشمسية الذي يعد الأكبر في العالم بقدرة إنتاجية ٥٠٠٠ ميغا واط لعام ٢٠٣٠م؛ لذلك تم فتح تعاون مشترك بين هيئة كهرباء ومياه دبي وشركة الصكوك الوطنية لإطلاق صندوق

(١) راضية لسود، سامية بولعل، مسعودة بن سعيد، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وأفاتها في الجزائر، المرجع السابق، ص ٦٧.

(٢) راضية لسود، سامية بولعل، مسعودة بن سعيد، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وأفاتها في الجزائر، المرجع السابق، ص ٦٨.

تمويلي أخضر في ٢٠١٧م بقيمة ٢,٤ 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^(١).

وتحتل دولة الإمارات العربية المتحدة مركزًا متقدمًا على المستوى الإقليمي والدولي في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، حيث تربعت دولة الإمارات في المرتبة الثانية عالميًا، حيث حجم الإصدارات للصكوك الإسلامية التجارية في نهاية العام ٢٠١٦، بما نسبته ١٨,٣% 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 ٢٠١٧، 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^(٢).

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 وإعداد برنامج توعية متكامل حول السوق العالمي الإسلامي، والتنسيق مع الجهات الدولية ذات العلاقة تحديداً IFSB, IOSCO, AAOIFI^(٣).

(١) راضية لسود، سامية بولعل، مسعودة بن سعيد، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وأقاتها في الجزائر، المرجع السابق، ص ٦٨.

(٢) هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في قيمة الاقتصاد الفلسطيني، مرجع سابق، ص ٤٣-٤٤.

(٣) هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في قيمة الاقتصاد الفلسطيني، المرجع السابق، ص ٤٥-٤٧.

وسجلت منصة ناسداك دبي للمرابحة وهي منصة التمويل الإسلامي التي تقدم مزايًا نوعية للمؤسسات المالية وعملائها الراغبين للحصول على الحلول والفرص التجارية المتوافقة مع الشريعة صفقات بقيمة ٣٦٤,٥ مليار درهمًا منذ إنطلاقها في عام ٢٠١٤ حتى ٢٠١٨.

وتبلغ قيمة الصكوك والسندات المدرجة ببورصة ناسداك دبي وعددها ١٠١ أدرج حوالي ٢٥٧,٣ مليار درهمًا تمثل نسبة ٤٧% من الصكوك والسندات من داخل الإمارات، نسبة ٥٣% من الصكوك والسندات من خارج الدولة.

وتسعى ناسداك للاهتمام بمجموع المالية الإسلامية مع سعيها لضم مصدرين جدد من دول خارجية أخرى بسوق الصكوك^(١).

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

وسوف تتناول المباحث التالية أهم العوامل (الضوابط) المؤثرة في نجاح الإمارات في إصدار الصكوك.

(١) البيان، ناسداك دبي نحو فتح سوق الصكوك للأفراد، ٢٠١٨.

المطلب الأول

الإطار التنظيمي للصكوك في الإمارات العربية المتحدة

صدر قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية رقم ٩٣/ر لسنة ٢٠٠٥ 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 ١٦/٢٠١٤ بشأن نظام الصكوك وقد ألغى القرار الموضح عاليه، وتتمثل أهم ملامح هذا القرار فيما يلي^(١):

أولاً : نظام الصكوك

١ - 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.

٢ - إجراءات الإصدار:

لقد حددت المادة (٧)، (٨) 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.

(١) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٦/٢٠١٤ بشأن نظام الصكوك، هيئة الأوراق المالية للسلع.

ويجب على الملتزم 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 الجملة صكوك يكون الحد الأدنى لقيمة الصك الواحد ٥٠٠ ألف درهم أو ما يعادل ولا تطرح للاكتتاب العام، أما صكوك التجزئة فهي صكوك لا تزيد قيمة الصك الواحد فيها عن ١٠٠ 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 للشريعة الإسلامية، ولقد استتنت المادة (٢) من القرار الصكوك الحكومية من تطبيق هذا النظام.

٣- 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.

٤- الالتزامات المستمرة للملتزمين:

(أ) التزامات عامة:

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

- إخطار الهيئة والسوق بأية أحداث أو قرارات تصفية للمصدر أو الشركة القابضة التي يتبعها الملتزم أو أية شركة تابعة له أو التوقف عن مزاوله 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 (١٨) 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.

٥- 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.

٦- الإدراج المشترك:

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

ثانياً: الأسواق المالية المتعاملة بالصكوك:

١- 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 ١٤ لعام ٢٠٠٠، 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 تنظيمياً 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^(١).

٢- مركز دبي المالي العالمي DIFC:

هو المركز المالي لدبي، وهو منطقة حرة مالية اتحادية تم تأسيسها بموجب
المرسوم الاتحادي رقم ٣٥ لسنة ٢٠٠٤ وبموجب القانون الاتحادي الإماراتي رقم ٨
لعام ٢٠٠٤ وقانون دبي رقم ١٢/٢٠٠٤.

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 دولياً، وكذلك بتوفير بنية تحتية مناسبة
تتماشى مع المعايير الدولية، وينظم قانون رقم ٩/٢٠٠٤ 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، وتنشأ ضمن المركز
الهيئات التالية:

١- سلطة مركز دبي المالي العالمي وتعرف بـ DIFCA.

٢- سلطة دبي للخدمات المالية وتعرف بـ DFSA.

٣- سلطة مركز دبي المالي العالمي القضائية.

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^(٢).

وتخضع بورصة ناسداك دبي إلى سلطة دبي للخدمات المالية.

وناسداك دبي تأسست عام ٢٠٠٥ 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

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

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

المدرجة مجموعة من الشركات العالمية والإقليمية وقاعدة من المستثمرين العالميين والإقليميين، كما تشمل المبادرات الإقليمية الفريدة والتي أطلقتها البورصة (سوق الأسهم الأجلة) التي افتتحت في سبتمبر ٢٠١٦.

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 مقرًا رئيسيًا لها^(١).

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.

وتحافظ ناسداك دبي على هويتها بوصفها سوقًا متميزًا 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^(٢).

وشهد مايو ٢٠١٩ 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^(٣).

(١) البيان، ناسداك دبي تواصل نشاطات البورصة، ٢٠٢٠ .

<http://www.albayan.ae/economy/local-market/2020>.

(٢) نشرة ناسداك دبي ناسداك دبي تستعد لتوثيق عملياتها التشغيلية مع سوق دبي المالي ٢٠١٠ .

www.na.sdaq'dubai.com/newsetter/2010.

(٣) البيان، مركز دبي المالي العالمي يعزز تطور القطاع المالي في الإمارات، ٢٠١٩.

www.albayan-qe/economy/2019.

تدرج في سوق ناسداك عدد كبير من الإدراجات للصكوك والسندات التقليدية في العالم.

والإدراجات في ناسداك دبي تمثل ٩٣% 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 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 المدرجة في السوق^(١).

(١) الرؤية ، آلية جديدة لتداول الصكوك الوطنية في سوق دبي المالي، ٢٠١٩.

المطلب الثاني

الضوابط المالية لإصدار الصكوك في الإمارات المتحدة

أدت الضوابط المالية لإصدار الصكوك في الإمارات العربية المتحدة دورًا كبيرًا، 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 وبالاعتماد 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 الثمانينات 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.

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 حالياً بحوالي ٧٠% 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 إمارة 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 رقم (٢٣) 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 الأساس لمستقبلها الاقتصادي المزدهر، حيث تركز معظم سياساتها الأخيرة في هذا الشأن على الإصلاحات والتحسينات الاقتصادية بهدف تسهيل عملية الاتصال إلى مرحلة ما بعد النفط^(١).

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 نظراً 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^(٢).

(١) وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة والاقتصاديات الرائدة في العالم، إدارة الدراسات والسياسات الاقتصادية، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠١٨، ص ١٦-١٧.

(٢) وزارة الاقتصاد الشمول المالي وثورة التكنولوجيا المالية، إعداد د. نيفين حسين، الإمارات، ٢٠١٨، ص ١٠-١٢.

أشار تقرير لوكالة موديز للتصنيف الائتماني بقوة الاقتصاد الإماراتي حيث أكدت الوكالة نظرتها المستقبلية المستقرة إلى النظام المصرفي في دولة الإمارات معتبراً أن جهازها المصرفي يتمتع برسمة 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 ١% في ٢٠١٩ ويقفز إلى حوالي ٣% عام ٢٠٢٠.

وتوقعت بنمو الاقتصاد الإمارات إلى ٢,٥% خلال الأعوام من ٢٠٢٠ وحتى ٢٠٢٤ ، وترجع العوامل التي أدت إلى النمو إلى الاعتماد على القطاع غير النفطي وسياساتها في تنويع اقتصادها ونجاحها في تبني تجارة حرة واستقطاب الاستثمارات الخارجية وخصوصاً في قطاعات التجزئة والإنشاءات والسياحة والرعاية الصحية والطاقة والبيئة والتقنية التكنولوجية، الأمر الذي أدى إلى تعزيز إمكاناتها في تحقيق اقتصاد متنم، ولقد كان للمحفزات المالية والضريبية أحد الأسباب للنتائج الإيجابية للاقتصاد وزيادة الإنفاق الحكومي ودعم مشاريع الشراكة بين القطاع العام والخاص^(١).

وقد ذكر أحد المحللين لدى موديز أن نظرتنا المستقبلية لاقتصاد الإمارات تشير إلى أن المخاطر التي قد تعترض التصنيفات السيادية للإمارات متوازنة إلى حد بعيد تصنيفاً إن الملف الائتماني للإمارات مدعوم بالنظرة المستقبلية المستقرة حيال التصنيف الائتماني لأبوظبي والإمكانات العالية الناتجة عن جهود التنوع الاقتصادي، وقدّر تقرير موديز نسبة العائدات النفطية إلى إجمالي الإيرادات الحكومية بنحو ٤٣% متوقعاً أن يبلغ النمو في الناتج المحلي الإجمالي للدولة ٣% في عام ٢٠٢٠^(٢).

(١) مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية ، اقتصاد الإمارات.. مؤشرات مبشرة بالنمو والتقدم، ٢٠١٩.

<http://www.ecsser.ae/reports/2019>.

(٢) البيان ، توقعت نمو الاقتصاد ٣% في ٢٠٢٠، موديز تمنح الإمارات درجة عالية مع نظرة مستقرة ، ٢٠٢٠ <http://www.albayan.ae/economy/2020>.

ولقد أظهر تقرير صادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي تقدم الإمارات مركزين في مؤشر التنافسية العالمية لعام ٢٠١٩ لتصعد إلى المرتبة الـ٢٥ عالمياً.

ووفقاً للمؤشر الذي يضم ١٤١ دولة احتلت دولة الإمارات في المرتبة الأولى عالمياً في ٥ محاور ومؤشرات رئيسة وفرعية، وفيما حلت ضمن المراكز العشرة الأولى في نحو ٢٨ مؤشراً، وجاءت في المراتب الأولى عالمياً في ٤ مؤشرات فرعية^(١).

وفي يونيو ٢٠١٩ ذكر تقرير لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (أونكتاد) أن الإمارات تعد من أهم ١٠ دولة مستثمرة في العالم من العام الجاري حتى ٢٠٢١. وأشار التقرير إلى أن الإمارات استقبلت ما قيمته ٤,١ مليارات دولار من الاستثمارات الخارجية المباشرة في عام ٢٠١٨ واستثمرت في الخارج ما قيمته ١,٥ مليار دولار^(٢).

ونستعرض فيما يلي التطورات الاقتصادية أو المؤشرات الكلية للاقتصاد الإماراتي خلال الفترة من ٢٠٠٥ وحتى ٢٠١٩:

- ارتفع الناتج المحلي الإجمالي من ١٨٢,٩ مليار دولار عام ٢٠٠٥ إلى ٣٨٢,٥ مليار دولار عام ٢٠١٩.
- ارتفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي من ٣٩,٩ ألف دولار عام ٢٠٠٥ إلى ٤٠,٦ ألف دولار عام ٢٠١٩.
- انخفضت قيمة الصادرات من ١١٥ مليار دولار عام ٢٠٠٥ إلى ١٠٦,٥ مليار دولار عام ٢٠١٩ ويرجع ذلك لانخفاض أسعار النفط خلال ٢٠١٩.
- ارتفعت قيمة الواردات من ٨٠,٨ مليار دولار عام ٢٠٠٥ إلى ١٥٥,٥ مليار دولار عام ٢٠١٩.

(١) العين الإخبارية، حصاد ٢٠١٩.. تفوق إماراتي في مؤشرات المنظمات الدولية، الإمارات، ٢٠١٩. www.al-aih.com/article/2019.

(٢) البيان، الإمارات اقتصاد رائد ينافس الكبار على صدارة ١٠٠٠ مؤشر، الإمارات، ٢٠١٩. www.albayan.ae/economy/2019.

جدول رقم (٢٤) أهم المؤشرات الكلية للاقتصاد الإماراتي
خلال الفترة من ٢٠٠٥ وحتى ٢٠١٩

| ٢٠١٩ | ٢٠١٠ | ٢٠٠٥ | المؤشرات الاقتصادية |
|---------|---------|---------|--|
| ٣٨٢,٥٧٥ | ٢٨٩,٧٨٧ | ١٨٢,٩٧٨ | GDP بالمليون دولار بالأسعار الجارية |
| ٠,٨ | ١,٦ | ٤,٩ | معدل نمو GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي (سنة الأساس ٢٠١٠ بالأسعار الثابتة) |
| ٤٠٦٩٨,٨ | ٣٥٠٣٧,٩ | ٣٩٩٥٥,٣ | نصيب الفرد من GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي |
| ١٠٦,٥٨٦ | ١٩٨,٣٦٢ | ١١٥,٤٥٣ | التجارة الدولية – الصادرات بالمليون دولار أمريكي |
| ١٥٥٥٩٩ | ١٨٧٠٠١ | ٨٠٨١٤ | التجارة الدولية – الواردات بالمليون دولار أمريكي |
| ٤٩٠١٣- | ١١٣٦١ | ٣٤٦٣٩ | التجارة الدولية (ميزان التجارة الدولية) بالمليون دولار |
| - | - | - | ميزان المدفوعات (الحساب الجاري) بالمليون دولار أمريكي |

المصدر : الأمم المتحدة، كتاب الإحصاءات العالمية، طبعة ٢٠١٩، ص ٥٠.

ثانياً : 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 المزعم 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 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.

المطلب الثالث

الضوابط الشرعية للصكوك بالإمارات

أعلن حاكم دبي في بداية ٢٠١٣ 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 ٢٠١٣/١٣، 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 ٢٠١٣ حوالي ٥,٤ مليار دولار.

ومع تطور تدفق إدراجات الصكوك ارتفعت القيمة الاسمية الإجمالية للصكوك المدرجة إلى ٣٦,٧ مليار دولار في عام ٢٠١٥ كما تم إصدار معيار سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية لإصدار وتملك وتداول الصكوك^(١).

(١) وزارة الاقتصاد ، قطاع الاقتصاد الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، إعداد أحمد ماجد السيد، ٢٠١٦ ، ص ص١٣-١٤.

معيار سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (٢) لإصدار وتملك وتداول الصكوك:

جاء 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 حاملها 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 وبذلك تصيح الصكوك - كما أرادت لها أصولها الشرعية - أداة مالية إسلامية لا غبار عليه^(١).

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:-

١ - اختصاص لجنة الرقابة الشرعية للصكوك:

تختص اللجنة الشرعية للصكوك بما يأتي^(٢):

(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.

(١) سوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- المعيار رقم (٢) لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، ص٤.
(٢) سوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية،
المعيار رقم (٢) لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، المرجع السابق، ص٧.

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

٢- المبادئ العامة والضوابط الشرعية

تتمثل المبادئ العامة والضوابط الشرعية وفقاً لمعيار دبي على الوجه التالي (١):
(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.

٣- الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك:

(أ) يجوز أن يتولى إصدار الصكوك شركة ذات غرض خاص تتمتع بشخصية اعتبارية وبذمة مالية مستقلة عن ذمة منشئها أو مالكها، ولا يجوز أن يكون منشئ الصكوك مالغاً 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.

(١) سوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، المعيار رقم (٢) لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية المرجع السابق، ص ٩-١٠.

(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 محددًا وإلا كان الإصدار والعقد الذي بنى عليه باطلاً، وقد تناول المعيار حالات ضمان الصكوك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

المبحث الرابع

تطور إصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية

والعوامل المؤثرة في نجاح الصكوك

تمهيد:

بدأت المملكة السعودية في إصدار الصكوك عام ٢٠٠٤ 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 ٢٠٠٥ في السوق السعودية بقيمة ٣ 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^(١).

وأدت الصكوك دوراً مهماً في تنمية الاقتصاد السعودي منذ إصدار أول صك عام ٢٠٠٤ 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 ٢٠٠١-٢٠١٨ مقسماً وفقاً للصكوك المحلية والدولية.

جدول رقم (٢٥)

نسبة الصكوك السعودية لأجمالي الصكوك العالمية خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٨

| نوع الصكوك | عدد الإصدارات | القيمة بالمليون دولار | % من أجمالي إصدارات الصكوك دولياً |
|----------------|---------------|-----------------------|-----------------------------------|
| الصكوك المحلية | ١١٠ | ٧٠٤٩٢ | ٨,٢٩ |
| الصكوك الدولية | ٥٩ | ٤٧٣٢٤ | ١٨,٨٢ |

Sources : IIFM (2019), IIFM sukuk report, July 2019, 8th Edition, pp.42-45.

(١) هند مهداوي، فاطمة صباح، ربيعة صباح، الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهونات المستقبل، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسبير، جامعة عين تموشنت، الجزائر، ٢٠١١، ص٨.

ويمثل الجدول التالي إجمالي إصدارات الطرح العام والخاص لأدوات الدين والصكوك والخاضعة لهيئة السوق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠١٨-٢٠٠٩ بالمليار ريال.

جدول رقم (٢٦)

إصدارات الطرح الخاص لأدوات الدين والصكوك خلال الفترة من ٢٠١٩-٢٠٠٩

| السنة | الطرح الخاص | | الطرح العام | |
|-------|---------------|---------------------------|---------------|---------------------------|
| | عدد الإصدارات | حجم الإصدار مليار ريال | عدد الإصدارات | حجم الإصدار مليار ريال |
| ٢٠٠٩ | - | ١٥,٣ | ٢ | ٧,٧٢٥ |
| ٢٠١٠ | - | ١٥,٤ | ١ | ٧,٠٠٠ |
| ٢٠١١ | - | ٩,٧ | ٢ | ٥,٥٠ |
| ٢٠١٢ | - | ٣٢,٤ | ١ | ٠,٢٤٠ |
| ٢٠١٣ | - | ٤٣,٣ | ٢ | ٧,٥٠٠ |
| ٢٠١٤ | ٣٦ | ٣٠,٦ | ١ | ٤,٥٠٠ |
| ٢٠١٥ | ٣٢ | ٢١,٣ | ١ | ٣,٩٠٠ |
| ٢٠١٦ | ٣١ | ٢١,٢ | - | - |
| ٢٠١٧ | ٢٨ | ٨٦,٢ | - | - |
| ٢٠١٨ | ٦٢ | ١٤,٣ | - | - |
| ٢٠١٩ | - | - | - | - |

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، أعداد متفرقة من ٢٠١٠-٢٠١٩.

ويتضح من الجدول زيادة عدد إصدارات وقيمة الصكوك المطروحة طرحًا خاصًا بالمملكة خلال الفترة وانخفاض قيمة الصكوك المطروحة طرحًا عامًا، هذا فضلاً عن عدم إصدار صكوك طرح عام خلال ٢٠١٦ حتى ٢٠١٨.

ولقد تم إطلاق سوق إلكترونية لتداول الصكوك في ٢٠٠٦ التي أسهمت في تنشيط إصدارات الصكوك ذات الطرح الخاص وكان التفاوض في ذلك السوق يقتضي عقد الصفقات خارج البورصة، ولم يكن يتضمن نظامًا لتنفيذ أوامر البيع والشراء حيث كانت معظم الصفقات تتم عبر إدارات الخزائن في البنوك المحلية، إلا أن النظام الجديد لسوق الصكوك أطلقته هيئة سوق المال وشركة تداول نظامًا جديدًا 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^(١).

(١) الاقتصادية، تقرير تراجع جاذبية الاكتتابات يعزز تنامي إصدارات الصكوك كليًا، ٢٠١٩. <http://www.aleqt.com/2019/article.htm>.

وفي يوليو ٢٠١٧ تم إنشاء برنامج الصكوك لتأمين الاحتياجات التمويلية للخرينة العامة للدولة، حيث أعلنت السعودية عن طرح إصدار الصكوك المحلية بالريال السعودي وقد لاقت إقبالاً كبيراً بين المستثمرين، حيث بلغت نسبة التغطية ٣١٩% وهي أعلى تغطية خلال عام ٢٠١٧، كما تم إصدار صكوك (دولية) وكانت نسبة التغطية ٣٦٧%.

أما نمو سوق الصكوك بحسب القطاعات فقد شهدت تطوراً ملحوظاً منذ عام ٢٠١٠ حيث سجل قطاع الطاقة أعلى طرحاً للصكوك على كافة القطاعات، بينما سجل قطاع العقارات المرتبطة الثانية عام ٢٠١٦، يلي ذلك قطاع الخدمات المالية، القطاع الحكومي^(١).

وأصدرت السعودية صكوكاً سيادية بإتمام الإصدار الرابع للعام ٢٠١٩، وجاء أول إصدار عام في تاريخ السعودية لاستحقاق ٣٠ سنة تحت برنامج صكوك حكومة المملكة العربية السعودية بالريال السعودي وبلغ حجم الإصدار ١١,٦ مليار ريال سعودي^(٢).

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 ٢٠١٨، كما تم تسجيل ١٢ إصداراً 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^(٣).

ولقد ارتفعت قيمة تداولات سوق السندات والصكوك خلال عام ٢٠١٨ بزيادة مقدارها ٥٨٩% عن عام ٢٠١٧، حيث ارتفعت تداولات هذا السوق إلى ٢٦٧,٥ مليون ريالاً مقارنة بـ ٢٧,٩ مليون ريالاً، وجرى تنفيذ نحو ٢٤ صفقة منذ بداية العام

(١) الرياض ، الصكوك الإسلامية من أدوات إدارة الدين العام للمملكة لتوفير احتياجات التمويل لخرينة الدولة بأفضل التكاليف، ٢٠١٨.

www.alryadh.com/167304.

(٢) الشرط الأوسط، السعودية تطرح لأول مرة صكوكاً لاستحقاق ٣٠ عاماً، ٢٠١٩.

<http://aawsat.com/home/article/2019>.

(٣) مباشر ، تداول أدوات الدين الحكومية ستؤدي لزيادة السيولة بالسوق الثانوي، ٢٠١٨.

<http://mubasher.info/news/2018>.

وهو أعلى مستوى من الصفقات خلال السبع سنوات في حين تمت ثمان صفقات خلال عام ٢٠١٧.

ومن الصفقات التي تمت ٢٣ صفقة على أدوات الدين الحكومية بقيمة ٢٥٧,٣٤ مليون ريالاً، فيما بلغت الصفقات على صكوك وسندات الشركات صفقة واحدة بقيمة ١٠,١٢ مليون ريالاً، وحجم التداولات لا يزال ضعيفاً مقارنة بحجم تداولات سوق الأسهم وحجم تداولات أقل من ١٠% من حجم التداولات اليومية في سوق الأسهم التي تحقق تداولاً يصل إلى أكثر من ٣ مليارات يومياً^(١).

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 ٣١٤,٣ مليار ريالاً، موزعة على ٦٧ إصداراً منها ٥ إصدارات للشركات ونحو ٦٢ إصداراً حكومياً، وتشكل أدوات الدين الحكومية نحو ٩١,٦% من حجم السوق بقراءة ٢٨٨ مليار جنيهاً، بينما قيمة صكوك الشركات نحو ٨,٤% بقيمة ٢٦,٤ مليار ريالاً.

وقبل إدراج أدوات الدين الحكومية، كان حجم الإصدارات المتداولة في السوق ٢٦,٤ مليار ريالاً موزعة على ٥ إصدارات لأربع شركات.

وحركت أدوات الدين الحكومية سوق الصكوك والسندات حيث تضاعفت تداولاتها بأكثر من ٤٣ مرة بما يعادل ٤٢٢٥%، حيث بلغت تداولات السوق نحو ٣٥٤ مليون ريال في الربع الأول من ٢٠١٩ مقابل نحو ٨ ملايين في الربع الأول من ٢٠١٨، أي قبل إدراج أدوات الدين الحكومية حيث أنه في أبريل ٢٠١٨ تم إدراج أول أدوات دين حكومية في سوق الصكوك والسندات المحلية بقيمة تبلغ ٢٠٤,٤ مليار ريال^(٢).

(١) الاقتصادية، تطور حركة تداول الصكوك في السوق المالية، ٢٠١٨.

<http://aleqt.com/2018/article.htm>.

(٢) الاقتصادية، أدوات الدين الحكومية تضاعف سوق الصكوك المحلية ١١ مرة، ٢٠١٩.

www.aleqt.com/2019/article.html.

المطلب الأول

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 ٣-١٢٣-٢٠١٧ بتاريخ ٢٧/١٢/٢٠١٧، وقد تضمنت القواعد عددًا من النقاط المرتبطة بالصكوك على الوجه التالي^(١):

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 طرحًا مستثنى - طرحًا عام - طرحًا خاص- طرحًا في السوق الموازية. ويرتبط الطرح الخاص بالطرح على المستثمرين ذوي الخبرة إذا كان الطرح طرحًا محدودًا.

أما **الطرح العام** فإنه لا يجوز للطرح طرحًا عامًا قبل اتخاذ الترتيبات اللازمة لإدراج تلك الأوراق المالية في السوق وفقًا لقواعد الإدراك وفقًا لنص المادة (١٧) من القرار المشار إليه بعاليه، ولا يجوز للطرح أوراقًا مالية طرحًا عامًا إلا بعد الحصول على جميع الموافقات المطلوبة بموجب النظام الأساسي للمصدر ونظام الشركات ولوائح التنفيذية، وفي حال طرح أوراق مالية طرحًا عامًا 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 وفقًا للمادة ٢٥ من القواعد على الآتي:

- يخضع إصدار أدوات الدين للشروط الواردة في المادة ٢٤ 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.

(١) هيئة السوق المالية، قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، قرار رقم ٣-١٢٣-٢٠١٧ بتاريخ ٢٧/١٢/٢٠١٧.

- 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^(١):

- إشعار الطارح للهيئة قبل عشرة أيام على الأقل من التاريخ المقترح للطرح وتقديم المعلومات الواردة بنص المادة ١١ من القرار.

- إذا طرأ تغيير جوهري على مستندات الطرح بعد تاريخ تقديم المتطلبات للهيئة وقبل بدء عملية الطرح أو بعد بدء عملية الطرح وقبل إنهائها 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 ١٠ أيام من اكتمال الطرح أن يقدم للهيئة قائمة بفئات الأشخاص المشتريين للأوراق المالية وتفاصيل المتحصلات الإجمالية للطرح.

(١) هيئة السوق المالية، قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، قرار رقم ٣-١٢٣-٢٠١٧ المرجع السابق، البند العاشر.

ثانياً : إجراءات التسجيل والطرح:

يجب على المصدر الذي يرغب في تسجيل أوراقه المالية وطرحها أن يقدم طلباً إلى الهيئة وأن يرفق بطلب تسجيل أوراقه المالية وطرحها المقدم إلى الهيئة نسخ من المستندات المنصوص عليها في المادة ٢٩ من القرار. وبعد الموافقة على التسجيل يجب على المصدر أن يقدم للهيئة قبل الإدراج نسخ من المستندات المطلوبة.

ثالثاً :محتويات نشرة الطرح:

- وقد تضمن الملحق (١١) القرار محتويات نشرة إصدار أدوات الدين لمصدر ليس لديه أوراق مالية مدرجة في السوق.
- كما تضمن الملحق (١١ أ) محتويات نشرة إصدار أدوات الدين المبنية على ديون عبر منشأة ذات أغراض خاصة حد أدنى من المعلومات.
- كما تضمن الملحق (١١ 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 ١٢ محتويات نشرة إصدار أدوات الدين لمصدر لديه أوراق مالية مدرجة في السوق^(١).

وتتضمن نشرة الطرح وفقاً للملحق المذكور فيما يلي:

- ١- إشعار يتضمن الفرق من نشرة الإصدار وطبيعة المعلومات.
- ٢- دليل معلومات عن أطراف عملية الطرح.
- ٣- ملخص الطرح.
- ٤- ملخص المعلومات الأساسية التي تحتوي عليها نشرة الإصدار.

(١)هيئة السوق المالية ، قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، قرار رقم ٣-١٢٣-٢٠١٧، ملاحق ١١، ١١١، ١١ب، ١٢.

- ٥- ملخص المعلومات المالية الأساسية التي تحتوي عليها النشرة بما في ذلك الأداء التشغيلي والوضع المالي والتدفقات النقدية والمؤشرات الرئيسية.
- ٦- عوامل المخاطرة.
- ٧- معلومات عن السوق والقطاع.
- ٨- معلومات عن المنشأة ذات الغرض الخاص والراعي وطبيعة عمله.
- ٩- هيكل التمويل واستخدام متحصلات الطرح.
- ١٠- المعلومات القانونية.
- ١١- متعهد التغطية.
- ١٢- مصاريف الطرح.
- ١٣- المعلومات المتعلقة بأدوات الدين وأحكام الطرح وشروطه.
- ١٤- إفادات الخبراء والإقرارات.
- ١٥- المستندات المتاحة للمعاينة.

رابعاً: القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة:

كما أصدرت المملكة القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة بموجب القرار رقم ٤-١٢٣-٢٠١٧ بتاريخ ٢٧/١٢/٢٠١٧ 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 طرْحاً خاصاً أو عامّاً 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 ٣٩ من القرار.

ويجب على المنشأة ذات الغرض الخاص تعيين أمين حفظ يكون مسؤولاً 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 أحكامًا تتعلق بتغيير محاسب قانوني مرخص في ممارسة مراجعة الحسابات في المملكة في حال إصدار المنشأة ذات الأغراض الخاصة أدوات دين وفقًا للمادة ٣٨ من القرار^(١).

خامسا : قواعد الإدراج الموافق عليها بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٣-١٢٣-٢٠١٧ بتاريخ ٢٧/١٢/٢٠١٧:

تضمنت المادة ٩ 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 ٨ 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 ٥٠ مليون ريالاً سعودياً.

● 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 ١٠٠ 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 ٦ 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.

(١) هيئة السوق المالية، قواعد المنشآت ذات الأغراض الخاصة، قرار رقم ٤-١٢٣-٢٠١٧ بتاريخ ٢٧/١٢/٢٠١٧.

المطلب الثاني

الضوابط المالية للصكوك بالمملكة العربية السعودية

أدت الضوابط المالية الكلية المرتبطة بالاقتصاد السعودي دورًا هامًا في تبسيط سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية كما تؤدي الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك دورًا كبيرًا في إصدار صكوك الشركات.

أولاً: الضوابط المالية (الاقتصادية) على المستوى الكلي:

استطاعت السعودية خلال الأعوام من عام ٢٠٠٧ حتى ٢٠١٦ تعزيز اقتصادها بشكل يعكس مكانتها، إذا شهدت إجمالي أصولها الاحتياطية نموًا بنسبة ٣٥,٤% بارتفاع احتياطي النقد الأجنبي بنسبة ٧٥% وارتفاع الاستثمارات في الخارج إلى ١,٣٦ تريليون ريالاً، وذلك بالتزامن مع نمو صادرات المملكة النفطية بشكل كبير خلال تلك الفترة، بالإضافة إلى القطاع الصناعي بنحو ٨٣,١%، بالإضافة إلى ارتفاع الصادرات غير النفطية بـ ٧٠% خلال تلك الفترة^(١).

١ - 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^(٢).

واتخذت الحكومة خلال الفترة من ٢٠١٧-٢٠١٩ 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.

(١) الاقتصادية، الاقتصاد السعودي رغم كل الأزمات المؤثرات قوية، ٢٠١٧.

www.aleqt.com/article/2017.

(٢) صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية، معالجة التحديات الاقتصادية الناشئة للحفاظ على النمو، إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، ٢٠١٠، ص ٦٣-٦٥.

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 الشركات، هذا بالإضافة إلى تحسن أرباح الشركات الصناعية، وكل هذه العوامل تساعد على تسهيل مناخ الأعمال والفرص الاستثمارية أمام القطاع الخاص^(١).

وعن تفعيل القطاعات التبعية المكونة للناتج المحلي الإجمالي انكمش القطاع النفطي بنسبة ٦,٤٣%، بينما نما القطاع غير النفطي بنسبة ٣,٦٤% وذلك لارتفاع ناتج القطاع الخاص بنسبة ٤,٢% ونما القطاع الحكومة بنسبة ٤,٦%^(٢).

وخلال عام ٢٠١٩ 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 ٦,٣%.

كما سجل قطاع النقل والتخزين والاتصالات نمواً كبيراً في عام ٢٠١٩ حيث نما بنسبة ٥,٦% بفضل اكتمال مدون المشاريع الجديدة وزيادة عدد الحجاج (٢٠١٨/٢٠١٩)، ومن المتوقع أن تسهم تلك المشاريع في زيادة معدلات النمو في المستقبل^(٣).

وأعلنت وزارة الطاقة والصناعة والموارد المعدنية بالمملكة عن برنامج تطوير الصناعات الوطنية والخدمات اللوجستية، الذي يعد أكبر برامج في رؤية ٢٠٣٠ ويسعى البرنامج إلى جذب استثمارات في المملكة تبلغ ١,٦ تريليون ريالاً بحلول عام ٢٠٣٠ من خلال أربعة قطاعات رئيسية هي الصناعة والتعدين والطاقة والخدمات اللوجستية، كما تم تنفيذ مجموعة من الإصلاحات والبرامج الرئيسية لدعم تطوير المنشآت الصغيرة والمتوسطة في المملكة في إطار حزمة تحفيز القطاع الخاص التي أعلنت في ديسمبر ٢٠١٧ وخصصت لها الحكومة ٢٠٠ مليار دولار تمتد على أربعة أعوام^(٤).

(١) مباشر ، محللون: الاقتصاد السعودي يواصل جنى ثمار الإصلاح خلال ٢٠٢٠.

<http://www.monbasher/Info/news/2020>.

(٢) الاقتصادية ، الاقتصاد السعودي ينمو ٠,٧% في ٩ أشهر، الناتج بلغ ١,٩٥ تريليون دولار، ٢٠٢٠.

<http://www.aleqt.com/article/2020>.

(٣) جدوى للاستثمار ، فيروس كورونا المستجد يغير كل شيء في الواقع، صدر التقرير في ٢٠٢٠/٣/١٧، أحدث التطورات في الاقتصاد المالي للمملكة، ٢٠٢٠، ص ٩-١٠.

(٤) جدوى للاستثمار ، الاقتصاد السعودي عام ٢٠١٩، أحدث التطورات في الاقتصاد المالي للمملكة، ٢٠١٩، ص ١٦-٢١٣.

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^(١).

٢ - المؤشرات الاقتصادية للمملكة العربية السعودية:

يوضح الجدول المؤشرات الاقتصادية الرئيسية التي تعكس التطورات الاقتصادية بالمملكة وهي كالتالي:

• ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية من ٣٢٨,٤ مليار دولار عام ٢٠٠٥ إلى ٦٨٠,٣٨ مليار دولار عام ٢٠١٩ 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 ١٣,٧٣٩ دولار أمريكي عام ٢٠٠٥ إلى ٢٠٧٦٠ دولار أمريكي.

وهذان المؤشران يعكسان:

(أ) جانب العرض من خلال زيادة استثمارات بالمملكة وما يرتبط به من إمكانية تمويل تلك الاستثمارات من خلال الصكوك.

(ب) جانب الطلب نظراً 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.

(١) محمد العفيفي ، أثر تطور القطاع المالي في التنمية الاقتصادية للقطاع غير النفطي في المملكة العربية السعودية تحليل مقارن ، مؤسسة النقد العربي السعودي، ٢٠١٦ ، ص ص ٢٠ ، ٢١ .

جدول رقم (٢٧) أهم المؤشرات الاقتصادية بالمملكة العربية السعودية

| ٢٠١٩ | ٢٠١٠ | ٢٠٠٥ | المؤشرات الاقتصادية |
|---------|---------|---------|--|
| ٦٨٣٨٢٧ | ٥٢٨٢٠٧ | ٣٢٨٤٦١ | GDP بالمليون دولار بالأسعار الجارية |
| ٠,٧- | ٥,٠ | ٥,٦ | معدل نمو GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي (سنة الأساس ٢٠١٠ بالأسعار الثابتة) |
| ٢٠٧٦٠,٩ | ١٩٢٥٩,٦ | ١٣٧٣٩,٩ | نصيب الفرد من GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي |
| ٣٨٩٩٨ | ٢٥٠٥٧٧ | ١٨٠٢٧٨ | التجارة الدولية - الصادرات بالمليون دولار أمريكي |
| ١٢٩٤٤٢ | ١٠٣٦٢٢ | ٥٧٢٣٣ | التجارة الدولية - الواردات بالمليون دولار أمريكي |
| ١٢٩٥٥٦ | ١٤٦٩٥٥ | ١٢٣٠٤٥ | التجارة الدولية (ميزان التجارة الدولية) بالمليون دولار |
| ٧٢٣٣٧ | ٦٦٧٥١ | ٨٩٩٩٠ | ميزان المدفوعات (الحساب الجاري) بالمليون دولار أمريكي |

الأمم المتحدة، كتاب الإحصاءات العالمية، طبعة ٢٠١٩، ص ٢٣٦.

وفقاً للبيان التمهيدي للميزانية السعودية فإنه سيؤدي تحقيق إيرادات ومصروفات حكومية أقل مما كان مقدراً في الميزانية إلى زيادة عجز الموازنة إلى ١٨٧ مليار ريالاً (٥,٩%) من الناتج الإجمالي في ميزانية عام ٢٠٢٠.

وظلت نسبة عجز الموازنة التي يتم تمويلها عن طريق الدين في ازدياد مضطرب منذ عام ٢٠١٦، ويتوقع أن يبلغ إجمالي الدين ٧٥٤ مليار دولار (٢٤% من الناتج المحلي الإجمالي) عام ٢٠٢٠ مما سوف يتم تمويله من خلال الدين^(١).

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 ٢٠١٩ وأكدت أن صافي احتياطات وأصول السعودية الأجنبية من الأعلى بين الدول التي تقوم فيتس بتغطيتها^(٢).

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 ٢٠١٩ بالمقارنة بعام ٢٠١٨^(٣).

(١) جدوى للاستثمار، نمو مضطرب في الاقتصاد غير النفطي، نوفمبر ٢٠١٩، أحدث التطورات في الاقتصاد الكلي للمملكة، ٢٠١٩، ص ١-٦.

(٢) العربية، المالية السعودية: التصنيفات الائتمانية تبرز مرونة اقتصاديات المملكة، ٢٠١٩.

<http://www.arabiya.net/ar/aswaq/banks/2019>.

(٣) رويترز، وكالة فيتس تخفض التصنيف الائتماني للسعودية، ٢٠١٩.

<http://www.arabic.rt.com/2019>.

وسعت المملكة وفقاً لرؤية المملكة العربية السعودية ٢٠٣٠ لاقتصاد مزدهر من خلال البنود التالية^(١):

- تخفيض معدل البطالة من ١١,٦% إلى ٧%.
- زياده مساهمة المنشآت الصغيرة والمتوسطة في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي من ٢٠% إلى ٣٦%.
- رفع نسبة مشاركة المرأة في سوق العمل من ٢٢% إلى ٣٠%.
- توليد فرص عمل متنوعة، واستقطاب الكفاءات والمواهب العالمية للعمل معاً والإسهام في تنمية الاقتصاد.
- تنمية مهارات وقدرات أبناء المملكة والاستفادة من طاقاتهم.
- ارتفاع حجم الاقتصاد والانتقال من المرتبة (١٩) إلى ١٥ على مستوى العالم.
- رفع نسبة المحتوى المحلي في قطاع النفط والقار من ٤٠% إلى ٧٥%.
- رفع قيمة أصول صندوق الاستثمارات العامة من ٦٠٠ مليار دولار إلى ما يزيد عن ٧ تريليونات ريالاً سعودياً.
- الانتقال من المركز الـ(٢٥) إلى المركز (١٠) في مؤشر التنافسية العالمي.
- رفع نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في إجمالي الناتج المحلي ٤٠% إلى ٦٥%.
- رفع نسبة الصادرات غير النفطية من ١٦% إلى ٥٠% على الأقل من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي.
- الوصول من المركز ٨٠ إلى المركز ٢٠ في مؤشر فاعلية الحكومة.
- الوصول من المركز ١٦ إلى المركز الـ ٥ في مؤشر الحكومات الإلكترونية.

وأكدت دراسة استشرافية لتوقعات مسار نمو القوة الاقتصادية السعودية في المستقبل أعدها فريق مركز الشرق الأوسط للاستشارات السياسية والاستراتيجية (Menall) اعتماداً 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 خصوصاً 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 ٢٠٢٥ وبتفوق

(١) المملكة العربية السعودية، رؤية المملكة العربية السعودية، ٢٠٣٠.

بشكل أسرع على العديد من الاقتصاديات ومن المتوقع زيادة نمو حجم الناتج الإجمالي المحلي السعودي بنحو أكثر من ٢,٤% 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^(١).

ثانياً : 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 دولة 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.

(١) مركز الشرق الأوسط للاستشارات السياسية والاستراتيجية ، القوة السعودية المستقبلية لن تكون نفطية، تقرير يرصد التحولات الاقتصادية للمملكة، ٢٠١٩.

<http://menacecenter.com/2019/07>.

المطلب الثالث

الضوابط الشرعية للصكوك بالمملكة

بالاطلاع على عدد من النشرات فإنه ينص على أن: تبدأ النشرة بأنها صك وليس سنداً وتتوافق مع الشريعة الإسلامية، وتتضمن النشرة بنداً خاصاً 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 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 عملائها 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^(١).

(١) مراجعة نشرة الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري (بحري)، صادرة في ٢٠١٥/٦/١.

الفصل الثالث
الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية
لإصدار الصكوك في مصر

تمهيد:

صدر القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، 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 ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ 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 الاتباع 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 واشترطات 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 شركة التصكيك.
- قواعد برنامج التصكيك للشركات المستفيدة التي تصدر الصكوك بنفسها.

المبحث الأول: الإطار التنظيمي للصكوك

يشمل الإطار التنظيمي مجموعة من القواعد المنظمة للصكوك بقانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية وقرارات مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، ونتناول فيما يلي الملامح الرئيسية للإطار التنظيمي للصكوك.

المطلب الأول: -التزامات أطراف عملية التصكيك

تمهيد:

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. وتتمثل أهم أطراف عملية التصكيك فيما يلي^١

- 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.

١ الهيئة العامة للرقابة المالية، دليل الصكوك، يوليو ٢٠١٩، ص ٤-٥

- 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 ٩٩ لسنة ٢٠٢٠ دوراً جديداً لوكيل السداد حال عدم توافر الاستقلالية بين شركة التصكيك والجهة المستفيدة.
- 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 ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- لجنه 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.
- لجنه الرقابة الشرعية المركزية: صدر بتشكيلها قرار من مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٢ / ٢٠١٩ 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، وتتولى إجراء المقاصة والتسوية للمراكز المالية الناشئة عن عمليات تداول الصك وقيود 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.

وسوف نتناول فيما يلي أهم التزامات الجهة المستفيدة والجهة المصدرة نظراً لما لهما من دور حيوي في عملية التصكيك.

أولاً: التزامات الجهة المستفيدة

تختلف التزامات الجهة المستفيدة حال كون الجهة المستفيدة هي الجهة المصدرة، عن حالة وجود شركة التصكيك باعتبارها الشركة المصدرة.

١- شروط والتزامات الجهة المستفيدة حال وجود شركة التصكيك

أ- شروط إصدار الجهة المستفيدة للصكوك

تتمثل شروط إصدار الجهة المستفيدة للصكوك باختلاف شكلها القانوني سواء كانت شركة أو بنك أو هيئة عامة أو أشخاص اعتبارية عامة أو مؤسسات دولية^١

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 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 ٥٠ لسنة ٢٠١٩.

^١ قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وتعديلاته، المواد ١٤م ٧، م ١٤م ٨ مكرر

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: -

- الحصول على موافقة مجلس إدارة البنك المركزي المصري مرفقاً به موافقة 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.

¹ قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٥٠ / ٢٠١٩، المادة التاسعة.

- 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 انتمائي للصكوك الراغبة في إصدارها من جهة تصنيف انتمائي 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 المقيدين 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):-١-
 - نشر ملخص وافٍ لتقرير مجلس الإدارة وللقوائم المالية السنوية وربيع 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 ٩٠ يوماً من نهاية السنة المالية وتجدد سنوياً خلال أجل الصك.
 - حالات تعارض المصالح وأوجه تجنبها.
 - وللهيئة أو البورصة طلب أية إفصاحات أخرى.

^١مكرر(٢)، اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢

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 الاكتتاب،

٢- شروط والتزامات إصدار الجهة المستفيدة صكوك بنفسها

أ- شروط الإصدار

- يجوز للشركات المساهمة إصدار صكوكاً 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 الآتية،
- 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 مسؤولة عن التزامات المشروع في حدود مساهمتها في رأسماله.
 - أن تقدم الجهة المستفيدة خطتها المستقبلية خلال مدة الصك على أن تتضمن أهدافها الاستراتيجية وفرص النمو والمشاركة الاجتماعية الإضافية التي سيحققها 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 توافقت عليه الهيئة، للقيام بالمهام الرئيسية لإصدار الصكوك ومتابعة الإصدار حتى انتهاء أجله، وعليه بذل عناية الرجل الحريص للحفاظ على حقوق مالكي الصكوك.

^١ م ١٤ مكرر ١٨، قانون ١٩٩٢/٩٥.

^٢ قرار مجلس إداره الهيئة رقم ٥٠ / ٢٠١٩، المادة الأولى.

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 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 ١٠% 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:

- 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.

^١ قرار مجلس اداره الهيئة رقم ٢٠١٩/٥٠ ، المادة الثانية.

- شهادة للتصنيف الائتماني للأصل أو محفظة الأصول من إحدى شركات التصنيف الائتماني التي تعتد بها الهيئة ويجدد سنويًا.
- 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.

ثانيًا التزامات شركة التصكيك

١- الالتزامات العامة لشركة التصكيك

تعد شركة التصكيك هي المحرك الرئيس لعملية التصكيك، حيث تؤدي دورًا محوريًا عند إصدار الصكوك وأثناء عمر الصك حتى نهايته، وتتمثل أهم مهام شركات التصكيك المرتبطة بإصدار الصكوك فيما يلي: ١-

- 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 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

^١ قرار مجلس إداره الهيئة رقم ٢٠١٨/١٧٦، المادة السادسة.

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.

٢-الالتزامات الدورية لشركات التصكيك

تؤدي شركه التصكيك دوراً مهماً أثناء حياة الصك، وتتمثل أهم تلك الالتزامات فيما يلي^١

- 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 .

^١ قرار مجلس اداره الهيئة رقم ١٧٦ / ٢٠١٨، المادة الثانية.

• 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 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.

وتكون الجهة المصدرة مسؤولة عن صحة المستندات والبيانات والإقرارات المقدمة للهيئة، وكذلك عن المعلومات الواردة في نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات ودقتها وشمولها، وأية معلومات أو بيانات أخرى يتم الإفصاح عنها، وتكون ذات علاقة بعملية الإصدار.

المطلب الثاني: الضوابط المالية للمشروع لإصدار الصكوك

تناول الإطار التنظيمي للصكوك الضوابط المالية للمشروع محل التصكيك، وأهمها الشروط الواجب توافرها في المشروع والدراسات اللازمة للموافقة على المشروع والضمانات الإضافية.

أولاً: 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: -
- 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.

ثانياً: 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.

^١م ١٤ مكرر ٣، قانون ٩٥/ ١٩٩٢

ويجب أن تتضمن نشره الاككتاب وصفاً للمشروع محل التمويل بحصيلة إصدار الصكوك ما يلي: ١-

- وصفاً كافياً للمشروع أو النشاط.
- تحديد تكاليف إنشائه أو تطويره.
- إدارة المشروع ومكوناته ومراحل تنفيذه حسب ما يتم الاككتاب 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.

ثالثاً: الضمانات للمشروع محل التصكيك

تلتزم شركة التصكيك بتقديم المستندات الخاص بالضمانات للمشروع محل التصكيك عند تقديم طلب إصدار الصكوك وفقاً للمادة ١٦ مكرر، التي تتمثل في الآتي: ٢-

- آخر قوائم مالية سنوية للجهة الضامنة حال كون الإصدار مضمون من قبل أية جهة غير حكومية.
- بيان بالضمانات والتأمينات المقدمة من الشركة لأصحاب الصكوك.
- 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 وقيمه 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 ولجنه الرقابة الشرعية المركزية.

١م ١٦ مكرر ١، اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢
٢م ١٦ مكرر ٢، اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢

المطلب الثالث: 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 ذلك بسند الاكتتاب، 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 في 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 أية 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 وأجال الصكوك وإمكان تداولها أو استردادها.
- القيام بأية مهام أو اختصاصات أخرى منصوص عليها في نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.

ويتم اختيار ممثل جماعة مالكي الصكوك بواسطة حاملي الصكوك، وعليه متابعه الالتزام بما تضمنته نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات من اختصاصات أخرى مرتبطة بالإصدار، والدعوة لعقد جماعة مالكي الصكوك لعرض أية بيانات أو معلومات واردة من الجهة المستفيدة تؤثر تأثيراً جوهرياً في الصكوك أو في سير إنجاز المشروع، وكذا عرض الإجراءات التي اتخذتها الجهة المستفيدة لمواجهة ذلك.

^١ م ٨٣ مكرر ٣ و ٢ ، اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

المطلب الرابع: قواعد وإجراءات إصدار وتداول الصكوك

يجوز بموافقة الجمعية العامة غير العادية لشركة التصكيك إصدار صكوك، 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.

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 محددین سلفاً. وتكون الصكوك مطروحة طرحاً خاصاً في حالة عرضها على أشخاص من ذوي الملاة المالية أو مؤسسات مالية.

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^١.

أولاً: إجراءات إصدار وطرح الصكوك:

يقوم مجلس إدارة شركة التصكيك بتقديم طلب إلى الهيئة للحصول على موافقتها على إصدار الصكوك. ويقدم الطلب موقِعاً 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.

^١ م ١٥ و ١٦ اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

- 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 مسئوليتها 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.
- 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.^١

ثانياً: قواعد قيد وتداول الصكوك

- يشترط لقيد الصكوك والسندات وصكوك التمويل توافر الشروط الآتية:^٢
- 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.
- تقديم شهادة توضح درجة التصنيف الائتماني الممنوح للإصدار.
- تقديم طلب القيد مرفقاً به كافة البيانات والمستندات .
- تعهد الجهة المصدرة بموافاة الهيئة والبورصة خلال ٩٠ يوماً من نهاية السنة المالية بشهادة تصنيف ائتماني حديثه سنوياً للإصدار تجدد سنوياً.

^١ م١٦ مكرر- اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

^٢ م١٢ قرار مجلس اداره الهيئة رقم ٥٠ / ٢٠١٩ بشأن تنظيم بعض احكام الصكوك.

- تعهد بالإفصاح الفوري للهيئة والبورصة عن الأحداث الجوهرية، وبتقديم شهادة تصنيف ائتماني جديدة خلال ١٥ 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 الأوراق 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 (٩٤) لسنة ٢٠١٨ بشأن قواعد وإجراءات التعامل على الأوراق المالية غير المقيدة بجداول البورصة المصرية وإجراءات نقل ملكيتها.

المطلب الخامس: الإعفاءات الضريبية

تعفى من الضريبة على القيمة المضافة، ومن جميع الضرائب والرسوم أيًا 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.^١

^١م ١٤ مكرر ١٩ ، قانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

المبحث الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك

تمهيد:

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 للجان الرقابة الشرعية واشترطات 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 واشترطات 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 ٦.

المطلب الأول: صيغ إصدارات الصكوك

تضمن القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أربع صيغ رئيسة لعقود التمويل الإسلامي المستخدمة في الصكوك وهي المضاربة والمشاركة والمرابحة والإجارة علي الوجه التالي :-

صكوك المضاربة: 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 المرابحة: تصدر على أساس عقد مرابحة، ويتم إصدارها لتمويل شراء بضاعة المرابحة 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 المرابحة 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 ١٧٦ لسنة ٢٠٢٠:

- 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 لتحويل 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 يتفقاً على تسليمها في وقتٍ محدد (بيع آجل بعاجل)، ويتفقاً على تحديد وصفها، ونوعها، وقدرها، ومكان تسليمها.

- صكوك المزارعة: تصدر على أساس عقد المزارعة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل زراعة أرض يقدمها مالكاها 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، وحصّة كل من مالكي الصكوك ومالك الأرض من ناتج البيع.

- صكوك المساقاة: تصدر على أساس عقد المساقاة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل رعاية أشجار قابلة للإثمار وتعهدتها بالسقي والتهديب والتسميد ومعالجة الآفات حتى تثمر، ويمثل الصك حصّة شائعة في ملكية موجودات المساقاة غير الأرض والشجر، وفي الثمر بعد ظهوره، ويستحق مالكو الصكوك حصّة معلومة من الثمر، ومن ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالك الشجر الباقي وتحدد نشرة اكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المساقاة، وحصّة كل من مالكي الصكوك بوصفهم المساقين ومالك الشجر في الثمر.

وفي جميع الأحوال لا يجوز أن تتضمن صيغة التعاقد نصاً بضمان حصّة 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.^١

^١ م ١٤ مكرراً، قانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وتعديلات اللائحة التنفيذية للقانون ذاته.

المطلب الثاني: لجان الرقابة الشرعية

تضمن قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٠١٩/٤٢ ضوابط تشكيل واشتراطات عضوية لجان الرقابة الشرعية لإصدارات الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية سواء لجان الرقابة الشرعية الفرعية أو المركزية، وتتمثل أهم تلك الضوابط فيما يلي: ١-

أولاً : لجنة الرقابة الشرعية المركزية

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.

وتختص لجنة الرقابة الشرعية المركزية بالآتي

- 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 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.
- 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.

^١ قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٢ / ٢٠١٩ وتعديلاته.

- 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.

ثانياً 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 إمامهم 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 (٨) لسنة ٢٠١٤ 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:

- 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.

جدول رقم (٢٨)

عقود الإصدار (على فرض عقد إجارة)

| اسم العقد | ملخص العقد |
|---|--|
| عقد إصدار الصكوك | 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 كبايع يتم بموجبه بيع الأصل محل التصكيك من الشركة المستفيدة الى شركة التصكيك مقابل ثمن البيع المتمثل في حسيبة 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 ماثلة 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 والصراف 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 وعد شراء الأصل محل التصكيك | عقد يبرم 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 تحديدها بهذا العقد. |
| الكفالة | 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. |

- 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.

المبحث الثالث: الضوابط المالية لإصدار الصكوك

المطلب الأول: الضوابط الاقتصادية الكلية

أولاً : برنامج الإصلاح الاقتصادي

وضعت الخطة الاقتصادية خلال عام ٢٠١٥ 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 والهيكلة والتحديث المالي والنقدي كانت هناك استفادة وحماية اجتماعية تجسدت في القضاء على العشوائيات ووجود مظلة الحماية الاجتماعية المتمثلة في برنامج «تكافل وكرامة» والقرى الأكثر احتياجاً، 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... الخ^١

^١ وزاره الماليه ، تقرير الأداء الاقتصادي والمالي خلال النصف الأول من العام المالي ٢٠١٧/٢٠١٨ ، فبراير ٢٠١٨ ، ص ص ٤ و ٥

وكان البنك المركزي قد أعلن في ٣-١١-٢٠١٦ 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 ٣٢,٣ بالمئة ليصل إلى سعر استرشادي مبدئي عند ١٣ جنيهاً للدولار ورفع المركزي في الوقت نفسه أسعار الفائدة القياسية بواقع ٣٠٠ 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 ٣٠٠ نقطة أساس إلى ١٤,٧٥ بالمئة و ١٥,٧٥ بالمئة على الترتيب. وعلى البنوك التداول في نطاق يزيد أو ينقص عشرة بالمئة عن سعر الصرف الجديد^١

كما وافق المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في نوفمبر ٢٠١٦ على تقديم مساعدة مالية لمصر من خلال اتفاق للاستفادة من "تسهيل الصندوق الممدد" بقيمة حوالي ١٢ مليار دولار أمريكي. وكان المجلس قد وافق على المراجعة الأولى في ١٣ يوليو ٢٠١٧ والمراجعة الثانية في ٢٠ ديسمبر ٢٠١٧ والمراجعة الثالثة في ٢٩ يونيو ٢٠١٨ والمراجعة الرابعة في ٤ فبراير ٢٠١٩ والمراجعة الخامسة والأخيرة في ٢٤ يوليو ٢٠١٩.

ولقد دعم "تسهيل الصندوق الممدد" برنامج السلطات للإصلاح الاقتصادي الشامل من أجل استعادة الاستقرار الاقتصادي، وبشكل أكثر تحديداً يهدف البرنامج إلى تحسين كفاءة أسواق النقد الأجنبي، وتخفيض عجز الموازنة العامة والدين الحكومي، وزيادة النمو لخلق فرص العمل، خاصة للنساء والشباب. ويهدف البرنامج أيضاً إلى حماية شرائح المجتمع الأقل دخلاً أثناء عملية الإصلاح.

^١ البنك المركزي المصري، بيان البنك المركزي في ٣-١١-٢٠١٦ بشأن تعويم سعر الصرف، ٢٠١٦.

ثانياً - نتائج برنامج الإصلاح الاقتصادي

ونتيجة للإصلاحات السابق الإشارة إليها، شهد مؤشرات الاقتصاد المصري الرئيسية تحسناً ملحوظاً منذ عام ٢٠١٦، 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 ٤٥ مليار دولار، وخفض عجز الموازنة والدين العام، وتهيئة البيئة المناسبة لجذب تدفقات الاستثمار المباشر، حيث تستهدف مصر ١١ مليار دولار استثمارات أجنبية في العام المالي الحالي ٢٠١٩ - ٢٠٢٠.

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، ومكافحة الفساد، وزيادة الشفافية في القطاع العام، وتدعيم القدرات التنافسية والاستقلالية، والعدالة في تخصيص الأراضي للمشروعات الصناعية لتحقيق التنمية المستدامة^٢.

وفيما يلي أهم النتائج المتعلقة ببرنامج الإصلاح الاقتصادي^٣

- أحرز برنامج الإصلاح الاقتصادي المصري الذي دعمه "تسهيل الصندوق الممدد" تقدماً كبيراً يدل على النجاح المحقق في استقرار الاقتصاد الكلي وتعافي النمو.
- وأصل النمو الاقتصادي تحسنه المطرد منذ بداية الإصلاحات، حتى بلغ [٥]، [٥%]، وهو من أعلى المعدلات في المنطقة. وفي الوقت ذاته سجلت ميزانية

^١ اليوم السابع، التجربة المصرية أدهشت المؤسسات الدولية، ٢٠١٩

<https://www.youm7.com/story/>

^٢ وزارة التجارة والصناعة، ترجمه وعرض تقييم أداء الاقتصاد المصري ٢٠٢٠، ص ٢، ٣

^٣ <https://www.imf.org/ar/Countries/EGY/Egypt-qandas>

السنة المالية ٢٠١٨/٢٠١٩ فائضًا أوليًا قدره ٢% من إجمالي الناتج المحلي، باستثناء مدفوعات الفائدة، كما يسير التضخم في الاتجاه الصحيح نحو معدل أحادي الرقم بنهاية عام ٢٠١٩. وقد انخفضت البطالة إلى حوالي [٨%]، وهو أدنى معدل تحقق منذ ٢٠ عامًا، 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 ١٠٠% من إجمالي الناتج المحلي في موازنة ٢٠١٦/٢٠١٧ إلى ٨٥% في ٢٠١٨/٢٠١٩. وهذا إنجاز كبير. غير أن مستوى الدين لا يزال مرتفعًا ويتعين خفضه بدرجة أكبر لتعزيز قدرة مصر على الاستمرار في تحمل الدين، وخفض مدفوعات الفائدة، وبالتالي إتاحة حيز مالي كافٍ لتلبية احتياجات الإنفاق الحيوية في مجالات الصحة والتعليم والبنية التحتية والحماية الاجتماعية. إن عزم الحكومة على الاحتفاظ بفائض أولي في مائيتها العامة (أي أرصدة مالية لا تدخل فيها مدفوعات الفائدة) في حدود ٢% 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 ٤٥ مليار دولار في يونيو ٢٠١٩ مقابل ١٧ مليار في يونيو ٢٠١٦

ورصدت المؤسسات الدولية تراجع معدل التضخم – مستوى ارتفاع أسعار السلع والخدمات – من ٣٠,٩% في شهر يونيو ٢٠١٧ إلى ٨,٩% في شهر يونيو ٢٠١٩، وسط توقعات بنك ستاندرد تشارترد البريطاني بأن تصبح مصر من أكبر ١٠ اقتصاديات في العالم عام ٢٠٣٠ بحجم ناتج محلي إجمالي ٨,٢ تريليون دولار.

وتتمثل أهم أسباب نمو الاقتصاد المصري فيما يلي:-

- 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 مثيل له منذ مائة عام، وأهمها الطرق والمدن الجديدة والعاصمة الإدارية والأنفاق والجسور، ثم مشروعات الطاقة الكهربائية المهولة في شمال وجنوب ووسط مصر.
- تدفق الاستثمارات الأجنبية، خاصة في مجال اكتشافات الغاز والبتروول والطاقة وتطوير محور قناة السويس، الذي بدأت عوائده في الزيادة عامًا بعد عام حتى حقق أرقامًا قياسية لم تتحقق من قبل وتلامس سقف ٦ 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 ٢٠١١.
- 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.

وأشاد صندوق النقد الدولي بالاقتصاد المصري، حيث أكد أن جهود الحكومة المصرية، نجحت في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد الكلي، 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.

وأعلنت وكالة «موديز» للتصنيف الائتماني، رفع التصنيف الائتماني من B³ إلى B² 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.

وأوضح 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 الكلي، واستعادة ثقة المستثمرين الدوليين.

وأكد 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 الصناعي.^١

وتسهم هذه التقارير الدولية في تعزيز ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد المصري، وتؤدي إلى ضخ المزيد من الاستثمارات خلال الفترة القادمة، ففي تقرير ممارسة أنشطة الأعمال – مثلاً- تقدمت مصر ٦ مراكز في التقرير عن عام ٢٠٢٠ الذي يصدره البنك الدولي، ورصد التقرير قيام الحكومة المصرية بالعديد من الإصلاحات لتحسين مناخ الاستثمار وتبسيط الإجراءات.

^١ اليوم السابع ، التجربة المصرية أدهشت المؤسسات الدولية ، ٢٠١٩

وذكر التقرير أن: مصر جاءت ضمن أكثر ٢٥ دولة عالمياً من حيث عدد الإصلاحات في تقرير العام الحالي ٢٠٢٠، وهو ما يعكس استدامة التزام الحكومة بتحسين مناخ الاستثمار وتبسط الإجراءات على المستثمرين.

كما كشف تقرير التنافسية العالمية لعام ٢٠١٩ الذي أطلقه المنتدى الاقتصادي العالمي أن مصر احتلت المركز ٩٣ مقارنة بالمركز ٩٤ 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 لتحتل المركز ٦١ مقارنة بالمركز ٦٤ العام الماضي، كما ارتفع ترتيب مصر في مؤشر البنية الأساسية لتحتل المركز ٥٢ العام الحالي بعدما كانت تحتل المركز ٥٦، 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 لتحتل المركز ١٢٦ مقارنة بالمركز ١٣٠ 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 لتحتل المركز ٢٣ عالمياً بسبب القوة البشرية التي تتميز بها.

ووفقاً لتقرير الاستثمار العالمي لعام ٢٠١٩ تعد مصر أكبر الدول الأفريقية في جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال عام ٢٠١٨، حيث بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى مصر نحو ٦,٨ مليار دولار في عام ٢٠١٨. وأوضح التقرير أن مصر هي أكبر وجهة للاستثمار الأجنبي المباشر في أفريقيا خلال عام ٢٠١٨، وذلك من خلال الاستثمار في قطاعات الأنشطة العقارية، والصناعات الغذائية، والبتروكيمياويات، والبحث عن الغاز، والطاقة المتجددة.^١

^١ اليوم السابع ، التجربة المصرية أدهشت المؤسسات الدولية ، المرجع السابق

ونتناول فيما يلي تطور مؤشرات الاقتصاد المصري في الفترة ٢٠١٩-٢٠٠٥
على الوجه التالي:-

جدول رقم (٢٩) أهم مؤشرات الاقتصاد المصري في الفترة ٢٠١٩-٢٠٠٥

| ٢٠١٩ | ٢٠١٠ | ٢٠٠٥ | المؤشرات الاقتصادية |
|--------|--------|--------|--|
| ١٩٥١٣٦ | ٢١٤٦٣٠ | ٩٤٤٥٦ | الناتج المحلي الاجمالي بالمليون دولار بالأسعار الجارية |
| ٤,٢ | ٥,١ | ٤,٥ | معدل نمو GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي (سنة الاساس ٢٠١٠ بالأسعار الجارية) |
| ٢٠٠٠,٣ | ٢٥٥١,٩ | ١٢٣٠,٣ | نصيب الفرد من GDP بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي |
| ٢٩٥٦٤ | ٢٦٣٣٢ | ١٠٦٤٦ | التجارة الدولية - الصادرات بالمليون دولار |
| ٨٤٠١٠ | ٥٣٠٠٣ | ١٩٨١٢ | التجارة الدولية - الواردات بالمليون دولار |
| ٥٤٤٤٦- | ٢٦٦٧٢- | ٩١٦٦- | التجارة الدولية-ميزان التجارة الدولية بالمليون دولار |
| ٦٢٩٣- | ٤٥٠٤- | ٢١٠٣ | ميزان المدفوعات - الحساب الجاري بالمليون دولار امريكي |

المصدر: الأمم المتحدة-كتاب الإحصاءات العالمية -٢٠١٩- ص٢٣١

(البيانات حتى ٢٠٣٠-٦-٢٠١٩)

و تستهدف موازنه العام المالي ٢٠٢٠/٢٠١٩ الاستمرار في تحقيق فائض أولي في الموازنة العامة يبلغ ٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، بعد أن تم تحقيقه في العام السابق بفائض أولي يبلغ ١ في المائة، من المستهدف كذلك الاستمرار في خفض كل من نسبة العجز الكلي والدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث نجحت سياسة ضبط المالية العامة للدولة ليسجل بشكل مبدئي ٨,٢ في المائة خلال العام المالي ٢٠١٨/٢٠١٩، وبالتالي أدت تلك الاجراءات إلى انخفاض إجمالي الدين ليسجل نحو ٩٠,٥ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي خلال العام المالي ٢٠١٨/٢٠١٩.

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^١.

المطلب الثاني: الضوابط الاقتصادية على مستوى المشروع

أوضح الإطار التشريعي للصكوك عدة عناصر يتعين دراستها لضمان نجاح عملية التصكيك، هي كالآتي:

- توافر دراسة جدوى للمشروع المعدة وفقاً لمستشار مالي مستقل.
- تصنيف ائتماني للمشروع.
- قوائم مالية للمشروع محل التصكيك.
- وجود إفصاحات عن أية أحداث جوهرية تؤثر في المشروع.

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^٢.

^١ صندوق النقد العربي، تقرير آفاق الاقتصاد العربي، ٢٠٢٠، ص ٥٩-٦٠.

^٢ Leslie Terebessy, Use of benchmarks for predetermining return on sukuk, 2018.
Http:// www.researchgate.net/publication/3253270827

المبحث الرابع

دراسة حالة طروحات الصكوك في مصر

خلال عام ٢٠٢٠ (أول سنة صكوك).

المطلب الأول

الصك الأول: الإصدار الأول لشركة المجموعة المالية هرمس للتصكيك

بتاريخ ٨ أبريل ٢٠٢٠ 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 ٥٧ شهراً، تبدأ اعتباراً من تاريخ الإصدار بإصدار واحد بقيمة إجمالية قدرها ٢ مليار جنيه مصري بقيمة اسمية ١٠٠ جنيهًا للصك الواحد تستهلك، وفقاً لجدول السداد/الاستهلاك محدد بمذكرة المعلومات وذات عائد نصف سنوي متغير يحتسب بناءً على مؤشر استرشادي وهو صافي متوسط معدل العائد على أذون الخزانة لستة أشهر بعد الضريبة (وفقاً لآخر مزاد أذون خزانة (١٨٢ يوماً) مُعلن قبل بداية كل فترة عائد) مضافاً إليه هامش سنوي قدره...%، ويتم مراجعة عائد أذون الخزانة (١٨٢ يوماً)، كل ستة أشهر يصرف كل ستة (٦) أشهر، 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: ٣١ ديسمبر ٢٠٢٤.

ويتم طرح ١٠٠% من الصكوك للاكتتاب الخاص للمؤسسات المالية وللجهات وللأفراد ذوي الخبرة والملاءة المالية.

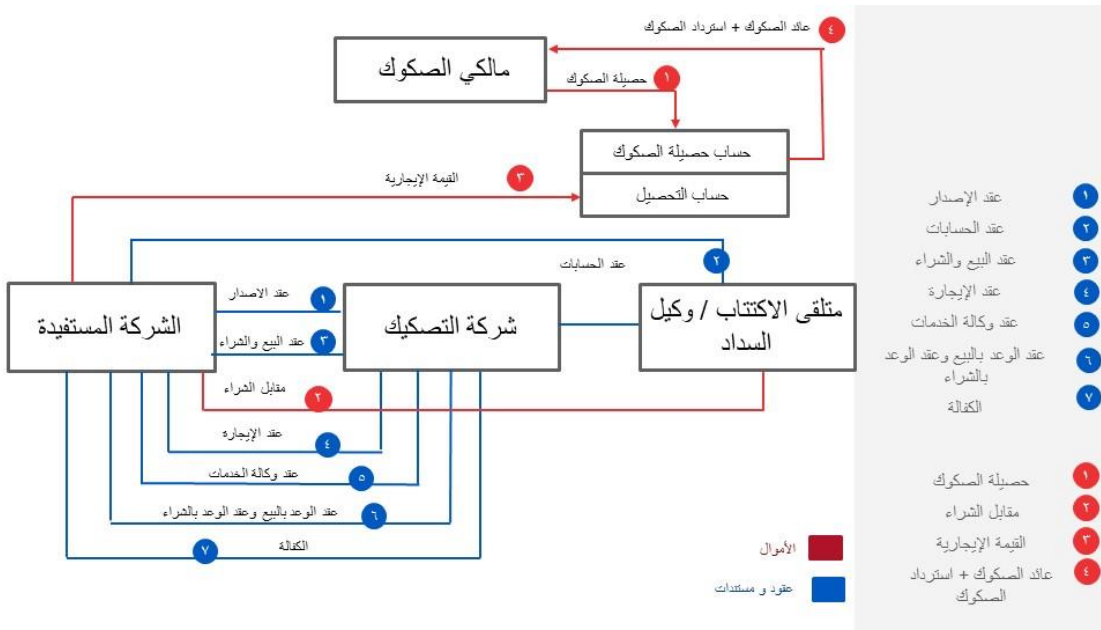
وطبقاً لعقد الإصدار الخاص بصكوك الإجارة، فإن شركة التصكيك ستقوم بشراء الأصل محل التصكيك "مول" من خلال حصيلة إصدار صكوك الإجارة. ثم يتم تأجير الأصل من شركة التصكيك إلى الشركة المستفيدة لمدة زمنية وقيمة إيجاره مساوية لمدة وقيمة الإصدار (صكوك الإجارة) مقابل إيجار تسدده الشركة المستفيدة لشركة التصكيك طبقاً 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 وبعده أقصى قبل تاريخ توزيع أول عائد للصكوك.

^١ دراسة الحالات وفقاً لما تتضمنه مذكرة معلومات الإصدار وعقود الإصدار ومستندات الإصدار

شكل رقم (1)

هيكلية صكوك الأجاره (أصدار هيرمس الأول)



أولاً: الضوابط التنظيمية (الالتزام بخطوات وإجراءات واحكام 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 وكيلاً 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 ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

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 والمُعَدّة من قِبَل 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 ١١ مارس ٢٠٢٠ 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 ٢٠١٩.

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 ٢٥ من تاريخ غلق باب الاكتتاب.

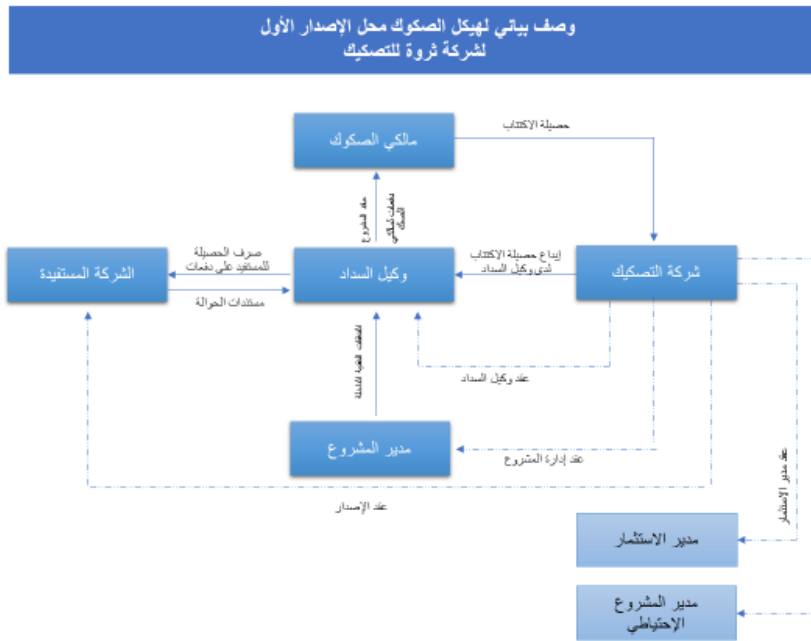
وتصدر الصكوك بإصدار واحد بقيمة إجمالية ٢,٥ مليار جنيه مصري موزعة على عدد ٢٥ مليون صك بقيمة إسمية ١٠٠ جنيه مصري للصك الواحد وتطرح طرْحاً خاصاً وتفيد بشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي كما تفيد بالبورصة المصرية ومدتها بحد أقصى (٨٤) شهراً تبدأ إعتباراً من اليوم التالي لتاريخ غلق باب الإكتتاب في الصكوك.

وذلك لتمويل مشروع الشركة المستفيدة ("الشركة المستفيدة"/ المضارب) لتمويل شراء سيارات مملوكة لعمالئها و/ أو عملاء شركاتها التابعة والشقيقة التي تزاوِل 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 ٢٤ من عمر الإصدار.

ويستحق مالكو الصكوك عائداً متغيراً ويبدأ صرف العائد لمالكي الصكوك إعتباراً من الشهر التالي لتاريخ غلق باب الإكتتاب في الإصدار ويستحق العائد في يوم ٣٠ 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 للإستثمارات محل المشروع بعد خصم التكاليف الدورية.

ويتم طرح ١٠٠% من صكوك المضاربة للطرح الخاص للمؤسسات المالية والأشخاص من ذوي الملاءة المالية. يبدأ الاستهلاك المبكر الجزئي للقيمة الإسمية للصكوك إعتباراً من الشهر الـ ٢٥ من تاريخ غلق باب الإكتتاب وفقاً للجدول الإسترشادي بالنشرة.

شكل رقم (٢)
هيكلية 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 أهم البيانات الواردة بالنشرة على الوجه التالي: -

- الضمانات المقدمة لمالكي الصكوك

-ستقوم 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 ٣,٦% 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 كإستثمار في أذون الخزانة أو في ودائع لدى البنوك المصرية المسجلة بما يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية. 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 ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

- التزام وكيل السداد بأحكام قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٩٩ لسنة ٢٠٢٠ ، 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، وضمن 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 ٢٢ أكتوبر ٢٠٢٠ التصنيف والترتيب المحلي للملاءة الائتمانية (تصنيف الجدارة) درجة (sf)-"A" 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 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 الثالث

الصك الثالث: الإصدار الثاني لشركة المجموعة المالية هرمس للتصكيك

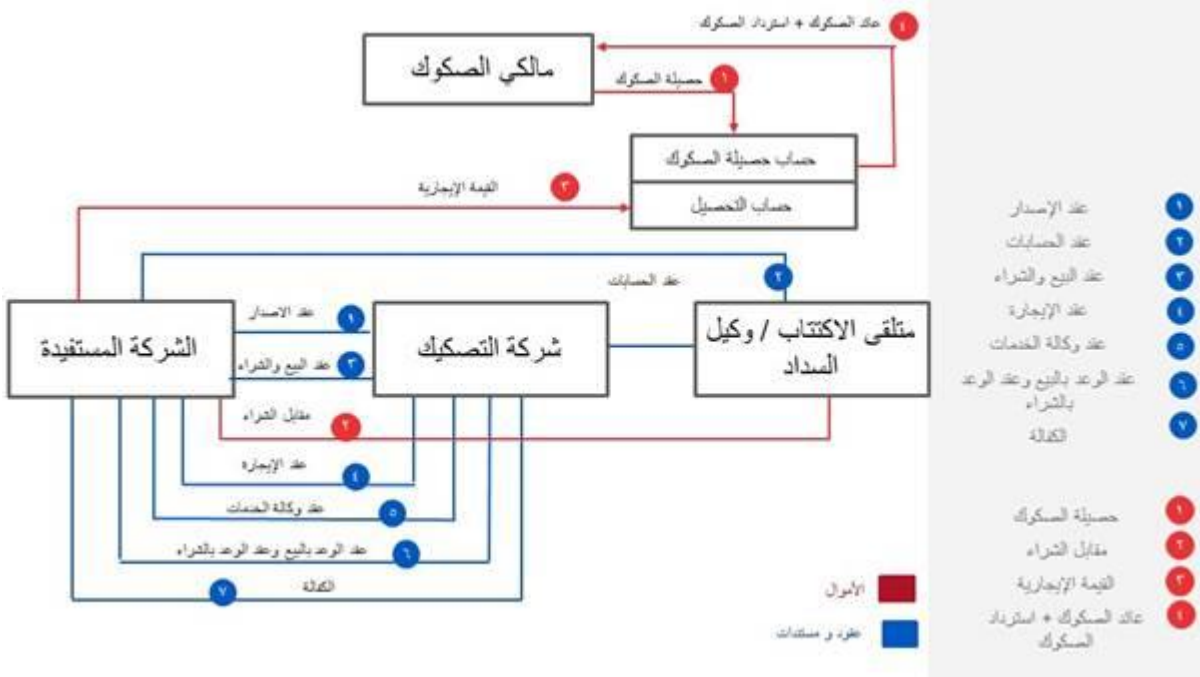
الإصدار الثالث هي صكوك إجارة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل لأسهم وقابلة للاستهلاك المبكر تطرح طرْحاً خاصاً للاكتتاب بنسبة ١٠٠% للمؤسسات المالية المؤهلة للاستثمار والجهات والأفراد ذوي الملاءة المالية وتقيد بالبورصة المصرية لمدة أربعة وثمانون (٨٤) شهراً تبدأ اعتباراً من اليوم التالي لتاريخ غلق باب الاكتتاب ، وتصدر بإصدار واحد بقيمة إجمالية قدرها ٦٠٠,٠٠٠,٠٠٠ جنيه مصري (ستمائة مليون جنيهاً مصرياً فقط لا غير)، بقيمة اسمية قدرها ١٠٠ جنيه مصري (مائة جنيهاً مصرياً فقط لا غير) للصك الواحد تستهلك وفقاً لجدول السداد/الاستهلاك المشار إليه بهذه المذكرة وذات عائد استرشادي نصف سنوي متغير يحتسب استرشادياً بناء على سعر الإقراض المعلن من البنك المركزي المصري بالإضافة إلي نسبة الهامش قدرها (٠,٧٥٪-) على أن يتم مراجعة سعر الإقراض المعلن من البنك المركزي المصري كل ستة (٦) أشهر ويصرف كل ستة (٦) أشهر فيما عدا العائد الأول يصرف في ٣٠ أبريل ٢٠٢١، 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 ١٠٠% من الصكوك للطرح الخاص للمؤسسات المالية المؤهلة والجهات والافراد ذوي الملاءة المالية.

شكل رقم (٣)

هيكلية صكوك الأجاره (أصدار هيرمس الثاني)



أولاً: الضوابط التنظيمية

تناولت نشره الطرح تحديد شروط وأحكام الإصدار وبيانات الاكتتاب بشكل واضح وتفصيلي، 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 اجمالي 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 الى الشركة المستفيدة، وذلك وفقاً للضوابط والشروط المنصوص عليها بعقد الحسابات المؤرخ في ٢٧ ديسمبر ٢٠٢٠.

- 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 (١٥) 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 (٠,٢٥%) 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 إعداز 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 ٠,٥% (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 للائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- تناولت النشرة المخاطر المرتبطة بالصكوك عامه، وكذلك المرتبطة بالمشروع المخاطر العامة المالية والاقتصادية المؤثرة على المشروع .

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 وقد بلغت قيمه ال ٤ مدارس محل التصكيك ١,٥ ضعف قيمه الصكوك المراد إصدارها
- تم تحديد التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والأرباح من الأصول محل التصكيك

- منحت شركة ميريس "الشرق الأوسط للتصنيف الائتماني وخدمة المستثمرين" في ٢١ ديسمبر ٢٠٢٠، 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 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.

المبحث الخامس: نتائج الدراسة التطبيقية

المطلب الأول: الضوابط الشرعية

١- الضوابط الشرعية وتنمية سوق الإصدار.

يوضح الجدول رقم (٣٠) وجود معنوية للضوابط الشرعية في تنمية سوق الإصدار، حيث بلغت نسبة الموافقة ٩٢,٨٥%، كما بلغ المتوسط ٤,٥ كما هو موضح من الجدول:-

جدول رقم (٣٠) 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 زيادة عدد إصدارات الصكوك وتنمية سوق الإصدار |
| | | | 0.00 | 0.00 | 7.14 | 35.71 | 57.14 | % | |

وهو ما يعني الاتفاق على أهمية هذا العنصر وتأثيره في تنمية سوق الإصدار، وهو ما يؤكد صحه فرضيه الدراسة.

٢- الضوابط الشرعية وكيفية تنمية سوق الإصدار.

يوضح الجدول رقم (٣١) الأسباب التي تجعل للضوابط الشرعية دور في تنمية سوق الإصدار على الوجه التالي:-

جدول رقم (٣١) 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 كبيره من المستثمرين ترغب في تطبيق الشريعة 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 عمليه 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 |

| | | | | | | | | | |
|--|--|--|------|-------|-------|-------|------|---|----------------------------------|
| | | | 0.00 | 11.90 | 40.48 | 38.10 | 9.52 | % | غير المسلمين في دخول منتجات جديد |
|--|--|--|------|-------|-------|-------|------|---|----------------------------------|

ويوضح الجدول دور الضوابط الشرعية في تنمية سوق الإصدار ترجع بالترتيب إلى وجود فئات كبيرة من المستثمرين ترغب في تطبيق الشريعة 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 ٤,١٩ ، ٣,٨٨ ، ٣,٤٥ ، مما يعني الاتفاق على أهمية تلك الأسباب.

٣- الضوابط الشرعية وتأثيرها في القرار الاستثماري للمستثمر

يوضح جدول رقم (٣٢) الضوابط الشرعية الأسباب التي تؤثر في القرار الاستثماري للمستثمر في الصكوك، وذلك كمايلي: -

جدول رقم (٣٢) الضوابط الشرعية وتأثيرها في القرار الاستثماري

| المتوسط | استجابات عينة الدراسة | | | | | الفقرة | |
|---------|-----------------------|-----------|-------|-------|------------|--------|--|
| | غير موافق بشدة | غير موافق | محايد | موافق | موافق بشدة | | |
| 3.43 | 0 | 11 | 12 | 9 | 10 | تكرار | ١ الضوابط الشرعية تضمن الأمان والضمان لمالكي الصكوك |
| | 0.00 | 26.19 | 28.57 | 21.43 | 23.81 | % | |
| 4.57 | 0 | 0 | 1 | 16 | 25 | تكرار | ٢ الضوابط الشرعية تعني الالتزام بالشريعة الإسلامية |
| | 0.00 | 0.00 | 2.38 | 38.10 | 59.52 | % | |
| 4.24 | 0 | 0 | 6 | 20 | 16 | تكرار | ٣ انضباط عقود التمويل الإسلامي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية |
| | 0.00 | 0.00 | 14.29 | 47.62 | 38.10 | % | |
| 4.45 | 0 | 0 | 3 | 17 | 22 | تكرار | ٤ توافر لجنة رقابة شرعية فرعية للشركة المصدرة ولجنة رقابة شرعية مركزية لمراجعته مدى توافق الإصدار مع أحكام الشريعة الإسلامية |
| | 0.00 | 0.00 | 7.14 | 40.48 | 52.38 | % | |
| 3.93 | 0 | 4 | 13 | 7 | 18 | تكرار | ٥ الضوابط الشرعية توفر عائد عادل لمالكي الصكوك |
| | 0.00 | 9.52 | 30.95 | 16.67 | 42.86 | % | |

أكدت الدراسة التطبيقية ان للضوابط الشرعية تأثير في القرار الاستثماري للمستثمر للأسباب وفقاً للترتيب التالي:-

-الضوابط الشرعية تعني الالتزام بالشريعة الإسلامية ، وقد بلغ المتوسط

٤,٥٧.

-توافر لجنة رقابة شرعية فرعية للشركة المصدرة ولجنة رقابة شرعية مركزية لمراجعة مدى توافق الإصدار مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد بلغ المتوسط ٤,٤٥.

-انضباط عقود التمويل الإسلامي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد بلغ المتوسط ٤,٢٤.

-الضوابط الشرعية تضمن الأمان والضمان لمالكي الصكوك، وقد بلغ المتوسط ٤,٤٣.

-الضوابط الشرعية توفر عائداً عادلاً لمالكي الصكوك وقد بلغ المتوسط ٣,٩٣.

وتوضح قيم المتوسطات الاتفاق على تلك الأسباب

٤- مهام لجنة الرقابة الفرعية والمركزية في توفير الأمان والضمان لمالكي الصكوك.

يوضح جدول رقم (٣٣) دور لجان الرقابة الشرعية الفرعية والمركزية علي الوجه التالي:-

جدول رقم (٣٣) دور لجان الرقابة الشرعية

| المتوسط | استجابات عينة الدراسة | | | الفقرة | | |
|---------|-----------------------|---------|---------|--------|---|---|
| | كاف | لا أعرف | غير كاف | | | |
| 2.69 | 35 | 1 | 6 | تكرار | مراجعة هيكله الصكوك | ١ |
| | 83.33 | 2.38 | 14.29 | % | | |
| 2.76 | 37 | 0 | 5 | تكرار | مراجعة عقد الإصدار | ٢ |
| | 88.10 | 0.00 | 11.90 | % | | |
| 2.71 | 35 | 2 | 5 | تكرار | مراجعة عقود عملية التصكيك | ٣ |
| | 83.33 | 4.76 | 11.90 | % | | |
| 2.69 | 35 | 1 | 6 | تكرار | مراجعة نشرة الاكتتاب | ٤ |
| | 83.33 | 2.38 | 14.29 | % | | |
| 2.52 | 31 | 2 | 9 | تكرار | مراجعة التقارير الدورية وإفصاحات ما بعد الإصدار | ٥ |
| | 73.81 | 4.76 | 21.43 | % | | |
| 2.24 | 24 | 4 | 14 | تكرار | إبداء الرأي في أية مشاكل قد يتعرض لها الإصدار | ٦ |
| | 57.14 | 9.52 | 33.33 | % | | |

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 (٣) ، وهو ما يوضح عدم اتفاق عينة البحث على هذا البند.

٥- دور الضوابط الشرعية في تنشيط سوق التداول

يوضح الجدول رقم (٣٤) وجود معنوية للضوابط الشرعية في تنمية سوق التداول، حيث بلغت نسبة الموافقة ٩٧,٦١% ، كما بلغ المتوسط ٤,٦ ، 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.

جدول رقم (٣٤) 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 |
| | | | 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 نظراً 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 نظراً لاحتوائها على بعض البنود التي قد تؤثر في شرعية 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 لصياغته 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 اعتمده الهيئة الشرعية، ويتم مقارنته بما تم في عملية التنفيذ بعد الإصدار.

- فيما يخص البند رقم (٦) 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.

المطلب الثاني: الضوابط المالية

١- الضوابط المالية وسوق الإصدار

يوضح الجدول رقم (٣٥) وجود معنوية للضوابط المالية (الكلية والمشروع). في تنشيط سوق الإصدار ، حيث بلغت نسبة الموافقة ٩٠,٤٧% ، كما بلغت قيمة المتوسط ٤,٤٨ ، وهو ما يعني الاتفاق على أهميه هذا العنصر وتأثيره في تنمية سوق الإصدار ، وهو ما يثبت صحة فرضية الدراسة.

جدول رقم (٣٥) الضوابط المالية 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 | 51.810 | 4.48 | 0 | 0 | 4 | 14 | 24 | تكرار | للمناخ الاستثماري والدراسة المالية للمشروع محل التصكيك دور في زيادة عدد إصدارات الصكوك وتنمية سوق الإصدار |
| | | | 0.00 | 0.00 | 9.52 | 33.33 | 57.14 | % | |

٢- أهمية المؤشرات الاقتصادية الكلية بالاقتصاد وتأثيرها في إصدار الصكوك كأداة تمويلية من إجمالي حجم العينة.

يوضح الجدول رقم (٣٦) 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 ٤,٤٨.

-مؤشرات السياسة النقدية مثل انخفاض سعر الفائدة وسعر الصرف الحقيقي يؤثر في الطلب على إصدار الصكوك وقد بلغ المتوسط ٤,١٩.

زيادة معدل النمو الاقتصادي تؤدي لزيادة الطلب على إصدار الصكوك كأداة تمويلية وقد بلغ المتوسط ٤,٠.

جدول رقم (٣٦) 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 كإداة 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 | درجة الثقة في الاقتصاد والتصنيف الائتماني الجاذب للاستثمار يؤدي لزيادة الطلب على الصكوك |
| | 0.00 | 0.00 | 9.52 | 33.33 | 57.14 | % | |

٣- أهمية الدراسة المالية للمشروع محل التصكيك كأحد الشروط الرئيسة لنجاح عملية التصكيك

يوضح الجدول رقم (٣٧) 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 (٣) ، وهو ما يعني وجود اتجاه لعدم كفاية تلك العوامل، الأمر الذي يتطلب دراسة عوامل أخرى يمكن أن تؤثر في الضوابط المالية للمشروع.

جدول رقم (٣٧) 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 | % | |

٤ – الضوابط المالية وتنشيط سوق التداول

يوضح الجدول رقم (٣٨) 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 و4.29 و3.62 ، وهو ما يوضح الاتفاق على أهمية تلك الأسباب لتأثيرها في تنشيط سوق التداول.

جدول رقم (٣٨) 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 تساعد على زيادة ربحية الصكوك |
| | | | 0.00 | 11.90 | 23.81 | 50.00 | 14.29 | % | |
| 0.000 | 41.571 | 3.62 | 0 | 1 | 18 | 19 | 4 | تكرار | الضوابط المالية تسهم في زيادة الإفصاحات |
| | | | 0.00 | 2.38 | 42.86 | 45.24 | 9.52 | % | |
| 0.000 | 43.000 | 4.29 | 0 | 0 | 5 | 20 | 17 | تكرار | الضوابط المالية مستمرة خلال عمر الصك |
| | | | 0.00 | 0.00 | 11.90 | 47.62 | 40.48 | % | |

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.

المطلب الثالث: العوامل التنظيمية

١- العوامل التنظيمية وسوق الإصدار

يوضح الجدول رقم (٣٩) وجود معنوية للعوامل التنظيمية (الإطار التشريعي) في تنمية سوق الإصدار، حيث بلغت نسبة الموافقة ٩٥,٢٤%، وبلغ المتوسط ٤,٣٣، وهو ما يعني الاتفاق على أهمية هذا العنصر وتأثيره في سوق الإصدار، وهو ما يؤكد على صحة فرضية الدراسة.

جدول رقم (٣٩) 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 التنظيمية (الإطار التشريعي) للصكوك دور في زيادة عدد إصدارات الصكوك وتنمية سوق الإصدار |
| | | | 0.00 | 0.00 | 4.76 | 57.14 | 38.10 | % | |

٢- الإطار التنظيمي لسوق راس المال المصري كأحد العوامل المهمة لنجاح عملية التصكيك

يوضح الجدول رقم (٤٠) أن الإطار التنظيمي للصكوك كافٍ لتطوير سوق رأس المال الإسلامي بنسبة موافقة ٦٦,٦٧%، نظرًا لعدم اشتغال الإطار التشريعي على أدوات أو منتجات إسلامية أخرى غير الصكوك، وقد بلغ المتوسط ٣,٥٥، 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 ٤,٢٦.

وأكد الجدول السابق الإشارة إليه 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 ٤,٥٢.

-الإطار التنظيمي يتناول الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك من خلال لجنة الرقابة الشرعية المركزية، وقد بلغ المتوسط ٤,١٧.

يتميز الإطار القانوني للصكوك بالمرونة الكافية، حيث أحال القانون لمجلس إدارة الهيئة اتخاذ القرارات في التفاصيل والإجراءات لعملية التصكيك، وقد بلغ المتوسط ٣,٩٣.

-يتسم الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بالوضوح والشمول، وقد بلغ المتوسط ٣,٥٢ ويوضح المتوسط وجود اتفاق على أهمية تلك العناصر في مدى كفاية وأهمية الإطار التنظيمي أو الشرعي للصكوك.

جدول رقم (٤٠) الإطار التنظيمي لسوق راس المال المصري

| المتوسط | استجابات عينة الدراسة | | | | | الفقرة | |
|---------|-----------------------|-----------|-------|-------|------------|--------|--|
| | غير موافق بشدة | غير موافق | محايد | موافق | موافق بشدة | | |
| 3.55 | 0 | 6 | 8 | 27 | 1 | تكرار | هل الإطار التنظيمي كافٍ لتطوير سوق راس المال الإسلامي بوجه عام والصكوك بوجه خاص |
| | 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 |
| | 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 لجنة الرقابة الشرعية المركزية |
| | 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 شركة التصكيك) عاملاً محفزاً لإصدار الصكوك |
| | 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 |
| | 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 |
| | 0.00 | 2.38 | 9.52 | 47.62 | 40.48 | % | |

٣- الإطار التشريعي للصكوك تسهم في تنشيط سوق التداول

يوضح الجدول رقم (٤١) وجود معنوية للإطار التشريعي في تنشيط سوق التداول، وخاصة في الأحوال التالية:

- حال طرح الصكوك للاكتتاب العام وقد بلغ المتوسط ٤,٢١
- حال موافقة لجنة الرقابة الشرعية، وقد بلغ المتوسط ٤,٠
- حال زيادة عدد إصدارات الصكوك عن إصدارات السندات، وقد بلغ المتوسط

٣,٨٦

وهو ما يعني الاتفاق على أهمية هذا العنصر في كافة الأحوال، وهو ما يؤكد صحة فرضية الدراسة

جدول رقم (٤١) 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 ٤ مكرر من قانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، 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 ١٤ مكرر ١ من القانون والخاصة بصيغ الصكوك تحتاج إلى مراجعة كاملة لمعالجة أوجه القصور في توصيف صيغ إصدار الصكوك.

-ضرورة إجازة لجنة الرقابة الشرعية الفرعية والمركزية لقيود 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 للأشراف والرقابة على إصدار الصكوك بعد الطرح وتغطية جميع جوانب الصكوك خلال عمر الصك.

المطلب الرابع: العوامل الأخرى المؤثرة في اصدار الصكوك

يوضح الجدول رقم(٤٢) وجود عوامل أخرى غير الضوابط المالية والشرعية والتنظيمية تؤثر في تنمية سوق الصكوك، وفقاً للجدول أدناه على الوجه التالي: -

جدول رقم (٤٢) العوامل الأخرى المؤثرة في اصدار الصكوك

| المتوسط | استجابات عينة الدراسة | | | | | الفقرة | |
|---------|-----------------------|-----------|-------|-------|------------|--------|--|
| | غير موافق بشدة | غير موافق | محايد | موافق | موافق بشدة | | |
| 3.64 | 1 | 2 | 12 | 23 | 4 | تكرار | ١ 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 | ٢ لا يوجد إمام كافٍ لدى الجمهور بماهية الصكوك الإسلامية |
| | 0.00 | 2.38 | 2.38 | 38.10 | 57.14 | % | |
| 3.50 | 2 | 8 | 8 | 15 | 9 | تكرار | ٣ 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 | ٤ 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 | ٥ 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 | ٦ 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 | ٧ تتمتع الصكوك بأحكام شرعية تساعدها 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 | ٨ تخوف المصارف من أحجام المستثمرين على استخدام الصكوك كأداة تمويلية |
| | 2.38 | 21.43 | 35.71 | 30.95 | 9.52 | % | |

ولقد تم ترتيب تلك العوامل على الوجه التالي :-

-لا يوجد إمام كافٍ لدى الجمهور بماهية الصكوك الإسلامية، وقد بلغ المتوسط ٤,٥، الأمر الذي يتطلب أهمية الاهتمام بالوعي الاستثماري.

-عدم وجود الخبرة الكافية لأطراف عملية التصكيك في إصدار الصكوك، وقد بلغ المتوسط ٤,٠٧.

- تتمتع الصكوك بأحكام شرعية تساعدها على ضبط إصدارها وتنظيم العلاقة مع المستثمرين، وقد بلغ المتوسط ٤,٠، وهو ما يرتبط بالعوامل الشرعية.
- مدى الدعم من مؤسسات وأجهزه الدولة بأهمية إصدار الصكوك، وقد بلغ المتوسط ٣,٩٥.
- لا يوجد اهتمام لدى الشركات باستخدام الصكوك كأداة تمويلية، وقد بلغ المتوسط ٣,٦٤.
- المؤسسات المالية ذات الملاءة غير مؤهلة فنياً للاستثمار في الصكوك، وقد بلغ المتوسط ٣,٥٠.
- عدم توافر الخبرات لأعضاء اللجان الشرعية للبت في الصكوك، وقد بلغ المتوسط ٣,٣٨. وهو ما يرتبط بالعوامل الشرعية.
- تخوف المصارف من أحجام المستثمرين على استخدام الصكوك كأداة تمويلية، وقد بلغ المتوسط ٣,٢٤
- وتوضح المتوسطات الاتفاق على أهمية تلك العناصر المؤثرة في إصدار الصكوك.
- ويوضح الجدول رقم (٤٣) 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.
- كفاءه أطراف عملية التصكيك.
- طلب المستثمرين على الصكوك.
- العوامل التنظيمية.
- رغبة الشركات في استخدام الصكوك كاداه تمويلية.
- دعم مؤسسات وأجهزه الدولة.

جدول رقم (٤٣) مساهمة العوامل المؤثرة في تطوير سوقي الإصدار والتداول للصكوك الإسلامي

| الفقرة | استجابات عينة الدراسة | | | | |
|--|-----------------------|-------|-------|------|----------|
| | منخفض جدا | منخفض | متوسط | كبير | كبير جدا |
| ١ العوامل الشرعية | تكرار | ٣ | ٢ | ٥ | ٦ |
| | % | ٧ | ٥ | ١٢ | ٦٢ |
| ٢ العوامل الاقتصادية | تكرار | ٣ | ٤ | ٥ | ١٨ |
| | % | ٧ | ١٠ | ١٢ | ٤٢ |
| ٣ العوامل التنظيمية | تكرار | ٨ | ١ | ٨ | ٢١ |
| | % | ١٩ | ٢ | ١٩ | ٥٠ |
| ٤ طلب المستثمرين على الصكوك | تكرار | ٧ | ٤ | ٥ | ٢٢ |
| | % | ١٦ | ١٠ | ١٢ | ٥٢ |
| ٥ رغبة الشركات في استخدام الصكوك كإداة تمويلية | تكرار | ٣ | ٣ | ١١ | ١٩ |
| | % | ٧ | ٧ | ٢٦ | ٤٦ |
| ٦ كفاءة أطراف عملية التصكيك | تكرار | ٤ | ٣ | ٥ | ١٢ |
| | % | ١٠ | ٧ | ١٢ | ٢٨ |
| ٧ دعم مؤسسات وأجهزة الدولة | تكرار | ٦ | ٣ | ١٠ | ١٥ |
| | % | ١٤ | ٧ | ٢٤ | ٣٦ |
| ٨ الترويج للصكوك وتنمية الوعي بماهية الصكوك | تكرار | ٣ | ١ | ٤ | ٢٣ |
| | % | ٧ | ٢ | ١٠ | ٥٥ |

الخاتمة

إن الصكوك الإسلامية هي نتاج التفكير في إيجاد البديل الإسلامي لأدوات الدين التقليدية، وما أن ظهرت الصكوك حتى لاقت استحساناً ورواجاً في كلا المجتمعات الإسلامية والأوروبية.

وفي ضوء الدراسات السابقة في مجال الصكوك، تم صياغة فرضية البحث: العوامل التنظيمية والشرعية والمالية قد يكون لها دور في تنشيط الاسواق المالية. وأعتمد البحث على الاسلوب التحليلي والمقارن واستخدام قائمه الاستقصاء لجمع البيانات المطلوبة

كما أستعرض البحث تطور مؤشرات المالية الإسلامية الدولية بوجه عام ونشأة وتطور الصكوك ، وصيغ التمويل الاسلامية وكيفية إدارة مخاطرها، بالإضافة الي مساهمة الصكوك في تنمية الاقتصاد القومي تنشيط سوق رأس المال.

هذا بالإضافة الي دراسة تطورات الصكوك لأهم الدول المصدرة للصكوك في كل من السعودية والأمارات وماليزيا، وقد تبين أهمية العوامل التنظيمية والمالية والشرعية ودورها الكبير في تنشيط سوق الصكوك والمساهمة في الاقتصاد القومي.

وأخيراً فقد تبين أهمية الإطار التنظيمي والشرعي والضوابط المالية لأصدار الصكوك في مصر، وهو ما أوضحتته أهم طروحات الصكوك خلال عام ٢٠٢٠ في أول عام من استكمال الاطار القانوني للصكوك والتي بلغت ٥,١ مليار جنيه من خلال ثلاثة إصدارات.

وأثبتت النتائج صحة فرضية الدراسة وأهمية كل من العوامل التالية وفقاً للترتيب: العوامل الترويجية وتنمية الوعي بالصكوك، العوامل الشرعية، العوامل الاقتصادية، كفاءة أطراف عملية التصكيك، طلب المستثمرين على الصكوك، العوامل التنظيمية، رغبة الشركات في استخدام الصكوك كأداة تمويلية، ودعم مؤسسات وأجهزة الدولة. وتناول البحث توصيات البحث ضرورة وضع خطة استراتيجية لتنمية وتنشيط سوق الصكوك اعتماداً على العوامل التي اثبتتها الدراسة، وأهمية الدور الرقابي لأطراف عملية التصكيك، والتعاون مع المؤسسات الاسلامية الدولية والاستفادة من التجارب الدولية ووضع خطة استراتيجية لتنشيط المالية المصرفية للأنشطة المالية غير المصرفية

هذا، ويعد البحث غيضاً من فيض مما قُدم في مجال الاقتصاد والفقہ والتشريع الاقتصادي الإسلامي، حاولت من خلاله أن أقدم توضيحاً لأهم العوامل المؤثرة في الصكوك، والتي أمل أن يكون مبسطاً وواظياً لما أعد له.

ويسعدني أن أتقدم بالشكر الوفير لأعضاء لجنة المناقشة والحكم، الذين لم يدخروا جهداً في إثراء البحث.
حفظهم الله، وجزاهم عنا خير الجزاء.
ونتناول فيما يلي أهم النتائج والتوصيات

النتائج

أ: أثبتت الدراسة التطبيقية ما يلي:

- ١- صحة فرضية الدراسة
 - الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك لها تأثير في سوق الإصدار (الاستثمار المباشر).
 - الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك لها تأثير في سوق التداول (السوق الثانوي).
- ٢- للضوابط الشرعية وفقاً للأسباب الواردة بالدراسة التطبيقية أثر كبير في القرار الاستثماري لشراء الصكوك، فضلاً عن دوره في تنشيط سوقي الإصدار والتداول.
- ٣- 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.
- ٤- 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.
- ٥- كفاية الاطار التنظيمي للصكوك بوصفه عاملاً مؤثراً وفعالاً في إصدار الصكوك نظراً لاتسامه بالوضوح والشمول والمرونة.

٦- 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.

٧- وجود عوامل أخرى مؤثرة في إصدار وتداول الصكوك وفقاً لما أوضحته 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 التصيكن، طلب المستثمرين على الصكوك، العوامل التنظيمية، رغبة الشركات في استخدام الصكوك كأداة تمويلية، وأخيراً دعم مؤسسات وأجهزه الدولة.

ولهذه العناصر تأثير كبير في تنمية سوقي الإصدار والتداول للصكوك.

ب: أثبتت الدراسة المقارنة التحليلية في أهم أسواق إصدار الصكوك عالمياً أن للضوابط الشرعية والمالية والتنظيمية ما يلي:

١- 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 ٦٤,٢٥% في ٢٠٢٠، وتمثل إصدارات الصكوك الإسلامية ٦١,١٢% 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 دوراً مهماً في تنشيط الصكوك عام ١٩٩١ منذ إعلان تحول ماليزيا إلى دولة صناعية.

٢- تأتي الإمارات العربية المتحدة في المصدر الثاني لإصدار الصكوك وأدى الإطار التنظيمي للصكوك دوراً كبيراً منذ صدور قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٩٣/ر لسنة ٢٠٠٥ والقرار ١٦ لسنة ٢٠١٤،

موضحاً 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 دوراً كبيراً 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 ٢٠٠٥-٢٠١٩، وصدور تصنيف انتماني للمملكة.

٣- 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 وفقاً لرأي اللجنة الاستشارية، ويمثل الطرح الخاص نسبة كبيرة من إجمالي إصدارات الشركات، وهناك اتجاه مواز لتطور المؤشرات الاقتصادية وإصدار الصكوك، وخاصة بعد إصدار برامج الصكوك السيادية لتمويل الاحتياجات التمويلية للموازنة العامة.

ج : نتائج مرتبطة بالإطار النظري

- وجود أهمية كبيرة لصيغ الصكوك التي تتميز بالتعدد ووجود أهمية اقتصادية لكل نوع تتناسب مع طبيعته.
- تتحدد هيكله الصكوك بناءً على الهدف من الإصدار ونوع الصكوك المراد تصكيكها، ودراسة الجدوى للمشروع ودراسة المسائل القانونية والإجراءات، وتضمن ذلك في نشرة الاكتتاب.
- نجاح الصكوك يتوقف على الآليات اللازمة لإدارة مخاطرها والتحوط منها.
- وجود دور للصكوك في تنمية الاقتصاد وفقاً لما أوضحتها الدراسات السابقة وأهمية كبيرة للمستثمرين في الأسواق المالية (المكتبيين في الصكوك).
- وجود دور للصكوك في تنمية الأسواق المالية بشقيها الإصدار والتداول، وهو ما يتضح بالنسبة للشركة المصدرة (المستفيدة) للصكوك أو مؤشرات سوق الإصدار أو رفع كفاءه سوق التداول.

التوصيات

١- ضرورة وضع خطة استراتيجية لتنمية وتنشيط سوق الصكوك في مصر اعتماداً على العوامل المؤثرة في تنمية سوق الصكوك التي أثبتتها الدراسة التطبيقية وهي على الوجه التالي:

- إعداد برنامج تعريفي للصكوك والتطورات التي تمت خلال الفترة الماضية ودورها في تنمية الاقتصاد وتنشيط سوق راس المال.

- تنمية الوعي الاستثماري وتنشيط جانب طلب المستثمرين على الصكوك بماهية الصكوك، ومخاطرها، وعوائدها، ومزاياها، وكيفية اتخاذ القرار الاستثماري للمكتنين 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 طروحات صكوك إسلامية قوية لمشروعات قومية تصدرها الأشخاص الاعتبارية العامة، تتبناها الدولة من خلال تطبيقات الصكوك بما يُرسى بوادر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين المختلفين في فعالية الأداة التمويلية الجديدة.

٢- أهمية وجود دور رقابي فعال لأطراف عملية التصكيك خلال عملية التصكيك وحتى انتهاء عمر الصك:-

أ-من الأطراف المعنية وفقاً لنشرة الاكنتاب 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.

٣ - 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 وفقاً 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 (حاملي الصكوك) من مخاطر الأداة المالية الجديدة ومراعاة اعتبارات الإفصاح الشامل والعاقل عن مشروع التصكيك في نشرة الاكتتاب وكافة مستندات عمليات التصكيك.

٤- التعاون مع المؤسسات المالية الإسلامية التي لها ارتباط بسوق رأس المال الإسلامي بوجه عام والصكوك علي وجه خاص.

٥- متابعه أحدث التطورات بالأسواق العالمية، والعمل على خلق قاعدة بيانات لتوفير البيانات والقواعد والفتاوى المنظمة لعمل الصكوك.

٦- 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.

٧- تخفيض مصاريف إصدار الصكوك ، وخاصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة.

٨- الاتجاه لتطبيق المالية الإسلامية للأنشطة المالية غير المصرفية الخاضعة لرقابه الهيئة العامة للرقابة المالية ، ووضع استراتيجية للتوعية بها (ملحق ١)

حيث 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.

٩- 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 الفتاوي بموضوعات المالية الإسلامية.
- توثيق جميع الإرشادات والقوانين المتعلقة بإصدارات الأوراق المالية الإسلامية.

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، قرارات المجمع ، ١٩٨٨

<https://www.iifa-aifi.org/ar/2033.html>

- مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، قرار رقم ١٧٩

<https://www.iifa-aifi.org/ar/2302.html>

- مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، قرار بيع الدين، ٢٠٠٦

<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 ١٥٢، لبنان، ٢٠١٤.
- الإمام أبي حامد محمد بن محمد الغزالي، إحياء علوم الدين، مكتبة الإيمان، ١٩٩٦.
- حسين شحاتة ، مفهوم صكوك الاستثمار الإسلامية وخصائصها ودورها في تمويل التنمية، (بدون تاريخ) .
- رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، ٢٠١٩.
- 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، المكتبة التوفيقية، (بدون تاريخ).
- عثمان احمد عثمان ، الرقابة الشرعية علي المصارف الإسلامية ،دار النهضة العربية، ٢٠١٥.

ب-أوراق بحثية(الدوريات)

- أحمد محمد الجوشي ، التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، العدد الأول، الأردن، ٢٠١٩.
- 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، ٢٠١٨.
- الطيب داودي وصبرينه كردودي، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، ٢٠١٤
- باسل يوسف الشاعر، التشريعات الناظمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني رقم ٢٠١٢/٣٠، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، ٢٠١٣.
- بدروني عيسى، نصر الدين ابن عمارة، أنواع الصكوك الإسلامية وطرق إدارة مخاطرها بالتركيز على السوق الماليزية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد ٣، مارس ٢٠١٨.
- بربري محمد أمين، فوزارين عبد المجيد، كريكار مراد، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد رقم ٢، الجزائر، أبريل ٢٠١٨.
- 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 ٢/٢٠١٢.
- جدوى للاستثمار ٢٠٢٠، فيروس كورونا المستجد يغير كل شيء في الواقع، أحدث التطورات في الاقتصاد المالي للمملكة، ٢٠٢٠.
- جدوى للاستثمار، أحدث التطورات في الاقتصاد المالي للمملكة، ٢٠١٩.
- جدوى للاستثمار، نمو مضطرب في الاقتصاد غير النفطي، نوفمبر ٢٠١٩، أحدث التطورات في الاقتصاد الكلي للمملكة، ٢٠١٩.
- حازم ساسي، البيئة الاقتصادية في ليبيا وجاهزيتها لإصدار الصكوك، المؤتمر الدولي والحوكمة والتنمية المستدامة، ماليزيا، ١٦-١٧-٢٠١٩.

- حمزه ابو فارس ، حكم البيع الي اجل مع زيادة الثمن وبعض مشكلاته في لأوربا، دوره التاسع عشر للمجلس ، اسطنبول، ٢٠٠٩
- <https://www.e-cfr.org/blog/20>
- راضية لسود، سامية بولعسل، مسعودة بن سعيد، تجارب ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاتها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد رقم ١، الجزائر، ٢٠١٨.
- سليم قط، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال ومخاطر تداولها، ٢٠١٩.
- سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد ٧، جامعة بسكرة، ٢٠١٨.
- رحمانى سناء ، ديلمي فتيحة، الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، الملتقى العلمي الوطني، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التفسير، جامعة بوضياف، المسيلة، ٢٠١٩.
- عبد الله بن عبد العزيز المعجل، لمحات من التجربة الماليزية في المصرفية الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد ٣٥، أبحاث كرسي محمد الراشد لدراسات المصرفية الإسلامية، ١٤٣٦هـ.
- 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، ٢٠١٦.
- 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، ٢٠١٠.
- على التسخيري، الصكوك المعاصرة وحكمها، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، الإمارات، ٢٠٠٩.
- عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية الإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد ١٨، يونيو ٢٠١٧.
- فارس جعفري، محمد أكرم جلال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الأول، يونيو ٢٠١٩.
- قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث، الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية، الجزائر، ٢٠١٤.

- ماهر عزيز، صيغ التمويل الإسلامية وأثرها في النشاط الاقتصادي، دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية، ٢٠١٠.
- محمد العفيفي، تحليل مقارن، إثر تطور القطاع المالي على التنمية الاقتصادية للقطاع غير اللفظي في المملكة العربية السعودية، مؤسسة النقد العربي السعودي، ٢٠١٦.
- معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقدمات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالم، ٢٠١٢.
- ليث كمال نصرأوين، متطلبات الصياغة التشريعية الجيدة وأثرها على الإصلاح القانوني، المؤتمر السنوي الرابع (القانون أداة للإصلاح والتطوير)، العدد (٢)، الجزء الأول، مايو ٢٠١٧م.
- هند مهداوي، فاطمة صباح، رفيقة صباغ، الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهونات المستقبل، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة عين تموشنت، الجزائر، ٢٠١١.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، الإدارة العامة للدراسات والتطور، ٢٠١٨.
- وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة والاقتصاديات الرائدة في العالم، إدارة الدراسات والسياسات الاقتصادية، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠١٨.
- وزارة الاقتصاد، الشمول المالي وثورة التكنولوجيا المالية، إعداد د. نيفين حسين، الإمارات، ٢٠١٨.
- وزارة الاقتصاد، قطاع الاقتصاد الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، إعداد أحمد ماجد السيد، ٢٠١٦.
- وفاء جيلاني وغربي حمزة، الصكوك الإسلامية انواعها واداره مخاطرها، مجله التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعه المسيلة، العدد ٣، مارس ٢٠١٨.
- يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتحرير كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد ٤٢/٤٠١٤.

ج-رسائل علمية

- انعام حسن عبد الوهاب، الصكوك الإسلامية واستهداف التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير شعبه الاقتصاد، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، ٢٠١٨.
- سالم احمد الكوشلي، استراتيجيات المصارف في تفعيل تداول الصكوك الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة مولانا مالك ابراهيم الإسلامية، اندونيسيا، ٢٠١٦.

- 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، ٢٠١٥.
- سيد إبراهيم عبد الفضيل، أسواق رأس المال الصاعدة والأداء الاقتصادي مع الإشارة لسوق رأس المال المصري، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة حلوان، ٢٠٠٣.
- محمد عبد العزيز بشير، الصكوك الحكومية وأثرها في الأداء المالي للقطاع المصرفي السوداني، ٢٠١٠-٢٠١٥، رسالة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، ٢٠١٨.

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.](#)

<https://countryeconomy.com/ratings>

- المملكة العربية السعودية، رؤية المملكة العربية السعودية، ٢٠٣٠.
<http://www.vision2030.gov.eg>.

- مركز الروابط للدراسات والبحوث الاستراتيجية، النمو الهائل في الاقتصاد المالي: نموذج استرشادي للدول النامية، ٢٠١٧.
www.awabetcenter.com/archives

- مركز الشرق الأوسط للاستشارات السياسية والاستراتيجية، القوة السعودية المستقبلية لن تكون نفطية، تقرير يرصد التحولات الاقتصادية للمملكة، ٢٠١٩.
<http://menacecenter.com/2019/07> -

- مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، اقتصاد الإمارات. مؤشرات مبشرة بالنمو والتقدم، ٢٠١٩
<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، ٢٠١٠.
www.na.sdaq'dubai.com/newsetter/2010.
- ويكيبيديا، اقتصاد ماليزيا www.ar.m.wikipedia.org

ه- مواقع الانترنت (المجلات والجرائد)

- الاتحاد، مليار درهم إصدارات الإمارات من الصكوك خلال ٢٠١٢، يناير ٢٠١٣
<http://www.alittihad.ae/article.2013>.
- البيان، توقعت نمو الاقتصاد ٣% في ٢٠٢٠، موديز تمنح الإمارات درجة عالية مع نظرة مستقرة، ٢٠٢٠.
<http://www.albayan.ae/economy/2020>.
- البيان، الإمارات اقتصاد رائد ينافس الكبار على صدارة ١٠٠٠ مؤشر، الإمارات، ٢٠١٩.
www.albayan.ae/economy/2019
- البيان (٢٠٢٠)، ناسداك دبي تواصل نشاطات البورصة.
<http://www.albayan.ae/economy/local-market/2020>.
- البيان، مركز دبي المالي العالمي يعزز تطور القطاع المالي في الإمارات، ٢٠١٩.
www.albayan-qe/economy/2019.
- البيان، ناسداك دبي نحو فتح سوق الصكوك للأفراد، ٢٠١٩.
www.albayan.ae/economy/2018
- الرياض، الصكوك الإسلامية من أدوات إدارة الدين العام للمملكة لتوفير احتياجات التمويل لخزينة الدولة بأفضل التكاليف، ٢٠١٨.
www.alryadh.com/167304.

- الرؤية ، آلية جديدة لتداول الصكوك الوطنية في سوق دبي المالي، ٢٠١٩. www.aloreya.com/2019
- الشرق الأوسط، السعودية تطرح لأول مرة صكوكًا لاستحقاق ٣٠ عامًا، ٢٠١٩. <http://aawsat.com/home/article/2019>
- العربية، المالية السعودية: التصنيفات الائتمانية تبرز مرونة اقتصاديات المملكة، ٢٠١٩. <http://www.arabiya.net/ar/aswaq/banks/2019>.
- العين الإخبارية، حصاد ٢٠١٩. تفوق إماراتي في مؤشرات المنظمات الدولية، الإمارات، ٢٠١٩. www.al-aih.com/article/2019.
- الاقتصادية، تقرير تراجع جاذبية الاكتتابات يعزز تنامي إصدارات الصكوك كليًا، ٢٠١٩. <http://www.aleqt.com/2009/article.htm>.
- الاقتصادية، تطور حركة تداول الصكوك في السوق المالية، ٢٠١٨. <http://aleqt.com/2018/article.htm>.
- الاقتصادية، أدوات الدين الحكومية تضاعف سوق الصكوك المحلية ١١ مرة، ٢٠١٩. www.aleqt.com/2019/article.html.
- الاقتصادية، الاقتصاد السعودي رغم كل الأزمات المؤثرات القوية، ٢٠١٧. www.aleqt.com/article/2017.
- الاقتصادية، الاقتصاد السعودي ينمو ٧,٠% في ٩ أشهر، الناتج بلغ ١,٩٥ تريليون دولار، ٢٠٢٠. <http://www.aleqt.com/article/2020>.
- اليوم السابع ، التجربة المصرية ادهشت المؤسسات الدولية ، ٢٠١٩. <https://www.youm7.com/story/>

- اليوم السابع، الاقتصاد المصري الأول في الشرق الاوسط ٢٠٢٢، ٢٠٢٠،
<https://www.youm7.com/story/2020/>
- رويتر، وكالة فيتش تخفض التصنيف الائتماني للسعودية، ٢٠١٩.
<http://www.arabic.rt.com/2019>.
- مباشر، تداول أدوات الدين الحكومية ستؤدي لزيادة السيولة بالسوق الثانوي،
٢٠١٨.
<http://mubasher.info/news/2018>.
- مباشر، محللون: الاقتصاد السعودي يواصل جنى ثمار الإصلاح خلال
٢٠٢٠، ٢٠١٩.
<http://www.monbasher/Info/news/2020>.

و: القوانين واللوائح والتقارير

• التقارير والبيانات

- أحمد شوقي سليمان، تطور المصرفية الإسلامية في مصر ٢٠١٠-٢٠١٩،
دراسات المحاسبة والإدارة، ٢٠٢٠.
- بيان البنك المركزي في ٣-١١-٢٠١٦ بشأن تعويم سعر الصرف، ٢٠١٦.
- صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية، معالجة التحديات الاقتصادية
الناشئة للحفاظ على النمو، إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، ٢٠١٠.
- صندوق النقد العربي، تقرير افاق الاقتصاد العربي، ابريل ٢٠٢٠.
- 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 ٢٠١٧/٢٠١٨-٢٠١٨-فبراير ٢٠١٨.
- وزاره التجارة والصناعة، ترجمه وعرض تقييم اداء الاقتصاد
المصري، ٢٠٢٠.

• القوانين واللوائح

▪ القوانين واللوائح المصرية

- الهيئة العامة للرقابة المالية، دليل الصكوك-يوليو ٢٠١٩.
- قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وتعديلاته.
- اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٠١٨/١٧٦، و رقم ٥٠ / ٢٠١٩ بشأن تنظيم بعض أحكام الصكوك، وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٢ / ٢٠١٩ وتعديلاته.

▪ قوانين ولوائح المملكة العربية السعودية

- هيئة السوق المالية، قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، قرار رقم ٣- ١٢٣-٢٠١٧ بتاريخ ٢٧/١٢/٢٠١٧.
- هيئة السوق المالية، قواعد المنشآت ذات الأغراض الخاصة، قرار رقم ٤- ١٢٣-٢٠١٧ بتاريخ ٢٧/١٢/٢٠١٧.

▪ قوانين ولوائح الإمارات العربية المتحدة

- سوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. المعيار رقم (٢) لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية.
- قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٦/٢٠١٤ 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 ٢٠٢٠.
- نشرة الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري (بحري)، صادرة في ١/٦/٢٠١٥.

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

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 فإن 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 ٢٠١٤م صكوكاً بقيمة ٢٠٨ مليار درهماً، وإعلان حكومة هونج كونج عن خطط لإدراك أول صكوكها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بقيمة مليار دولار (٣,٦٧ مليار درهماً) في بورصة ناسداك دبي بمركز دبي المالي العالمي لما شهدته القطاعات الصناعية في منطقة الخليج العربي وجنوب شرق آسيا ازدهاراً مطرداً، 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 ٢٠١٣م، 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 ٢٠١٥م إلى ٣٦,٧ مليار دولار أمريكي مقارنة بـ ٥,٤ مليار دولار أمريكي لعام إطلاق المبادرة ٢٠١٣م، مما جعل دبي في المرتبة الأولى عالمياً في إدراج الصكوك الإسلامية

وسوف نتناول مقترح للأنشطة المالية 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.

وإن تطوير منظومة الاقتصاد الإسلامي هو تعزيز لقدرة الأسواق المالية في الدولة على جذب المزيد من المستثمرين المحليين والأجانب للاكتتاب في المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتداولها بيعاً وشراءً.

ثانياً: تحديد الأهداف الفرعية

١- 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.

٢- 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.

٣- 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.

٤- 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.

٥- انشاء سوق ماليه اسلاميه (قسم خاص بالمنتجات الإسلامية) بالبورصة ، وتمثل نسبه معقوله من اجمالي السوق ، مسترشدا بالتجربة الماليزية.

٦- 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 -التأمين 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

رابعاً : المشاركون في الاستراتيجية

- الهيئة العامة للرقابة المالية.
- المؤسسات المالية غير المصرفية.
- لجان الرقابة الشرعية الفرعية ولجنة الرقابة الشرعية المركزية.
- المؤسسات المالية الدينية (الازهر- دار الإفتاء- مجمع البحوث الإسلامية).
- معهد الدراسات الإسلامية.
- المؤسسات المالية الإسلامية الدولية.
- الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي.

خامساً :الخطة التنفيذية للاستراتيجية

لابد من وضع خطه تفصيليه لكل من الأهداف العامة والأهداف الفرعية وخطة التنفيذ والمدى 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.

ملحق رقم ٢
نموذج قائمه الاستقصاء

قائمة استقصاء

تحية واحترام....

يقوم الباحث بإعداد دراسة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي بعنوان

" الضوابط المالية والتنظيمية والشرعية للصكوك ودورها في تنمية الاسواق المالية " (دراسة مقارنة بالدول الإسلامية)

يمثل هذا الاستبيان أحد الجوانب الهامة في البحث، ويهدف إلى دراسة العوامل التي تؤثر على اصدار الصكوك وأثرها في تنمية الاسواق المالية. ويتناول الاستقصاء اربعة محاور رئيسيه: -

المحور الاول: العوامل الشرعية

المحور الثاني: الضوابط المالية

المحور الثالث: العوامل التنظيمية

المحور الرابع: عوامل اخري قد يكون لها تأثير علي تنمية سوق الصكوك

يرجى العلم أن جميع الأسئلة المطروحة ضمن هذا الاستبيان لأغراض البحث العلمي وأن إجاباتكم ستكون محاطة بالسرية الكاملة والعناية العلمية الفائقة.

ونحن إذا نقدر تعاونكم معنا، ومساهمتمكم البناءة في خدمة العلم والمعرفة

شكرا لتعاونكم وحسن استجابتكم....

الباحث
سيد إبراهيم الشامي

القسم الأول: معلومات العامة
يرجى الإجابة على الأسئلة التي تتضمن معلومات عامة باختيار الإجابة المناسبة:
١- الجنس:

مذكر ، مؤنث

٢- العمر:

أقل من ٣٠ سنة، من ٣٠ إلى ٤٠ سنة، من ٤٠ إلى ٥٠، أكثر من ٥٠ سنة

٣- المؤهل العلمي:

الثانوية العامة

بكالوريوس

ماجستير

دكتوراه

غير ذلك، يرجى التحديد

٤- التخصص العلمي:

إدارة أعمال

تمويل و منشآت مالية

محاسبة

اقتصاد

غير ذلك يرجى التحديد.....

٥- الخبرة العملية:

أقل من ٥ سنوات

من ٥-١٠ سنوات وأقل من ١٠

من ١٠-١٥ سنوات وأقل من ١٥

من سنة ١٥ وأقل من ٢٠

من ٢٠ سنة فأكثر

٦- معلومات اختياريه

الاسم :
المركز الوظيفي:

القسم الثاني:

فيما يلي مجموعة من العبارات خاصة بالعوامل المؤثرة على اصدار الصكوك ودورها في تنميه الاسواق المالية، يرجى التكرم باختيار الإجابة المناسبة بعد قراءة العبارات الآتية

المحور الاول: الضوابط الشرعية

السؤال الاول

| معارض بشدة | معارض | محايد | موافق | موافق بشدة | |
|------------|-------|-------|-------|------------|---|
| | | | | | ١- للضوابط الشرعية دور في زيادة عدد إصدارات الصكوك وتنميه سوق الإصدار |

السؤال الثاني

للضوابط الشرعية دور في زيادة عدد إصدارات الصكوك (اختر الأسباب المناسبة من وجهه نظرك)

| معارض بشدة | معارض | محايد | موافق | موافق بشدة | |
|------------|-------|-------|-------|------------|---|
| | | | | | وجود فئات كبيره من المستثمرين ترغب في تطبيق الشريعة الإسلامية |
| | | | | | الضوابط الشرعية تضمن انضباط عملية التصكيك |
| | | | | | رغبه الكثير من المستثمرين غير المسلمين في دخول منتجات جديده |

السؤال الثالث

- الضوابط الشرعية لها تأثير على القرار الاستثماري للمستثمر في الاستثمار في الصكوك

(اختر الأسباب المناسبة من وجهه نظرك)

| معارض بشدة | معارض | محايد | موافق | موافق بشدة | |
|------------|-------|-------|-------|------------|---|
| | | | | | ١- الضوابط الشرعية تضمن الامان والضمان لمالكي الصكوك |
| | | | | | ٢- الضوابط الشرعية تعني الالتزام بالشريعة الإسلامية |
| | | | | | ٣- انضباط عقود التمويل الاسلامي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية |
| | | | | | ٤- توافر لجنة رقابة شرعية فرعية للشركة المصدرة ولجنة رقابة شرعية مركزية لمراجعته مدي توافق الاصدار مع احكام الشريعة الإسلامية |
| | | | | | ٥- الضوابط الشرعية توفر عائد عائد عادل لمالكي الصكوك |

السؤال الرابع
تضمن لجنة الرقابة الشرعية المركزية توفير الامان والضمان لمالكي الصكوك من خلال قيامها بالتالي:

| لا اعرف | غير كافي | كافي | |
|---------|----------|------|--|
| | | | ١-مراجعته هيكله الصكوك |
| | | | ٢-مراجعته عقد الاصدار |
| | | | ٣-مراجعته عقود عمليه التصكيك |
| | | | ٤-مراجعته نشره الاكنتاب |
| | | | ٥-مراجعته التقارير الدورية والافصاحات ما بعد الاصدار |
| | | | ٦-ابداء الراي في اي مشاكل قد يتعرض لها الاصدار |

السؤال الخامس

| معارض بشدة | معارض | محايد | موافق | موافق بشدة | |
|------------|-------|-------|-------|------------|--|
| | | | | | يؤدي قيد وتداول الصكوك وفقا لقرار لجنة الرقابة الشرعية الي تنشيط سوق التداول |

ملاحظات

.....
.....
.....

المحور الثاني: الضوابط المالية

يقصد بالضوابط المالية العوامل الاقتصادية سواء على المستوي الكلي (الاقتصاد الكلي) او على مستوي المشروع المؤثرة على اصدار الصكوك

| معارض بشدة | معارض | محايد | موافق | موافق بشدة | السؤال الاول |
|------------|-------|-------|-------|------------|--|
| | | | | | للمناخ الاستثماري والدراسة المالية للمشروع محل التصكيك دور في زيادة عدد إصدارات الصكوك وتنميته سوق الاصدار |

السؤال الثاني
المؤشرات الاقتصادية الكلية بالاقتصاد لها تأثير على اصدار الصكوك كأداة تمويلية
(فماهي الاسباب من وجهه نظرك)

| موافق بشدة | موافق | محايد | معارض | معارض بشدة |
|---------------|-------|-------|-------|--|
| | | | | ١-زيادة معدل النمو الاقتصادي تؤدي لزيادة الطلب على اصدار الصكوك كاداه تمويلية |
| | | | | ٢-مؤشرات السياسة النقدية مثل انخفاض سعر الفائدة وسعر الصرف الحقيقي يؤثر على الطلب على اصدار الصكوك |
| | | | | ٣-درجة الثقة في الاقتصاد والتصنيف الائتماني الجاذب للاستثمار يؤدي لزيادة الطلب على الصكوك |

السؤال الثالث
تتطلب الدراسة المالية للمشروع محل التصكيك عدد من الشروط اللازمة لنجاح عملية التصكيك

| كاف | غير كاف | لا اعرف |
|-----|---------|---------|
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |

السؤال الرابع الضوابط المالية للصكوك دور في تنشيط سوق التداول للأسباب التالية

| موافق بشدة | موافق | محايد | معارض | معارض بشدة |
|---------------|-------|-------|-------|--|
| | | | | الضوابط المالية تساعد على زيادة ربحية الصكوك |
| | | | | الضوابط المالية تساهم في زيادة الإقضاءات |
| | | | | الضوابط المالية مستمرة خلال عمر الصك |

ملاحظات

.....
.....
.....

المحور الثالث: العوامل التنظيمية

السؤال الأول

| معارض بشدة | معارض | محايد | موافق | موافق بشدة | |
|------------|-------|-------|-------|------------|---|
| | | | | | للعوامل التنظيمية (الإطار التشريعي) للصكوك دور في زيادة عدد إصدارات الصكوك وتنمية سوق الاصدار |

السؤال الثاني
اختار الإجابة المناسبة

| معارض بشدة | معارض | محايد | موافق | موافق بشدة | |
|------------|-------|-------|-------|------------|--|
| | | | | | ١- هل الإطار التنظيمي كاف لتطوير سوق راس المال الاسلامي بوجه عام والصكوك بوجه خاص |
| | | | | | ٢- يتسم الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بالوضوح والشمول |
| | | | | | ٣- الإطار التنظيمي يتناول الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك من خلال لجنة الرقابة الشرعية المركزية |
| | | | | | ٤- تعد المحفزات الضريبية (الاعفاء من ضريبة القيمة المضافة وجميع الضرائب والرسوم أيا كان نوعها كافة التصرفات التي تتم بين الجهة المصدرة او المستفيدة وبين شركة التصكيك) عاملا محفزا لإصدار الصكوك |
| | | | | | ٥- يتميز الإطار القانوني للصكوك بالمرونة الكافية، حيث احال القانون لمجلس اداره الهيئة اتخاذ القرارات في التفاصيل والاجراءات لعملية التصكيك |
| | | | | | ٦- يعتبر الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك عامل مؤثر وفعال في اصدار الصكوك في مصر |

السؤال الثالث: الصكوك تساهم في تنشيط سوق التداول

| معارض بشدة | معارض | محايد | موافق | موافق بشدة | |
|---------------|-------|-------|-------|---------------|---|
| | | | | | حال زيادة عدد إصدارات الصكوك عن إصدارات السندات |
| | | | | | حال موافقه لجنه الرقابة الشرعية |
| | | | | | حال طرح الصكوك للاكتتاب العام |
| | | | | | في كل الأحوال (بدون شروط) |

ملاحظات

في حال وجود ايه ملاحظات او مقترحات بشأن الإطار التنظيمي للصكوك يرجى توضيحها

.....

.....

.....

المحور الرابع: العوامل الأخرى المؤثرة على اصدار الصكوك

السؤال الأول: هناك العديد من العوامل التي قد يكون لها تأثير على اصدار وتداول الصكوك

| معارض بشدة | معارض | محايد | موافق | موافق بشدة | |
|------------|-------|-------|-------|------------|---|
| | | | | | ١- لا يوجد اهتمام لدي الشركات باستخدام الصكوك كأداة تمويلية |
| | | | | | ٢- لا يوجد المام كافي لدي الجمهور بماهيه الصكوك الإسلامية |
| | | | | | ٣- المؤسسات المالية ذات الملاءة غير مؤهلة فنيا للاستثمار في الصكوك |
| | | | | | ٤- عدم وجود الخبرة الكافية لأطراف عميه التصكيك في اصدار الصكوك |
| | | | | | ٥- عدم توافر الخبرات لأعضاء اللجان الشرعية للبت في الصكوك |
| | | | | | ٦- مدي الدعم من مؤسسات واجهزه الدولة بأهمية اصدار الصكوك |
| | | | | | ٧- تتمتع الصكوك بأحكام شرعية تساعدها علي ضبط اصدارها وتنظيم العلاقة مع المستثمرين |
| | | | | | ٨- تخوف المصارف من احجام المستثمرين على استخدام الصكوك كأداة تمويلية |

السؤال الثاني حدد مساهمه (اهميه نسبيه) كل عنصر من العوامل المؤثرة في تطوير سوقى الاصدار والتداول للصكوك الإسلامية

| الأهمية | منخفض جدا | منخفض | متوسط | كبيره | كبيره جدا |
|---|-----------|-------|-------|-------|-----------|
| ١-العوامل الشرعية | | | | | |
| ٢-العوامل الاقتصادية | | | | | |
| ٣-العوامل التنظيمية | | | | | |
| ٤- طلب المستثمرين على الصكوك | | | | | |
| ٥- رغبة الشركات في استخدام الصكوك كاداه تمويلية | | | | | |
| ٦- كفاءه أطراف عملية التصكيك | | | | | |
| ٧- دعم مؤسسات واجهزه الدولة | | | | | |
| ٨- الترويج للصكوك وتنميه الوعي بماهيه الصكوك | | | | | |

