

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الهيئة العامة للرقابة المالية

الملتقى الفكري للأنشطة المالية غير المصرفية

المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية

ندوة بعنوان

الصكوك وفاق النمو للشركات

تقديم د / محمد البلتاجي

رئيس الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي

الأربعاء 24 مايو 2023 م



## محاوور الندوة :

أولاً : تعريف الصكوك وآليه الإصدار.

ثانياً : أطراف عملية إصدار الصك.

ثالثاً : التطبيق العملي لإصدار الصكوك.

رابعاً : تجارب عملية إصدار الصك.

## أولاً : تعريف الصكوك وآلية إصدارها

" وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله ".

# مفهوم التصكيك

اصطلح الفقهاء علي تسمية عملية التوريق في إطار أحكام الشريعة الإسلامية بعمليات التصكيك، وذلك لأنها مشتقة من كلمة صكوك وهي البديل الإسلامي لكلمة سندات .

التوريق في الفكر المالي التقليدي قائم بصفة أساسية على مكون الديون وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل تفاضلاً .

أما التصكيك فهو عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً .

# تعريف التصكيك

ويمكن تعريف التصكيك وفقاً لما أقره مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورته التاسعة عشرة في الشارقة 26-30 إبريل عام 2009م علي النحو التالي .:

**" أولاً: المقصود بالتوريق، والتصكيك:**

التوريق التقليدي تحويل الديون إلى أوراق مالية (سندات) متساوية القيمة قابلة للتداول، وهذه السندات تمثل ديناً بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها ولا يجوز إصدار هذه السندات ولا تداولها شرعاً.

أما التصكيك (التوريق الإسلامي) فهو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه.

# خصائص الصكوك

## تضمن قرار مجمع الفقه خصائص الصكوك علي النحو التالي

\* يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية.

\* يصدر الصك على أساس عقد شرعي، ويأخذ أحكامه.

\* انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير).

\* أن تشترك الصكوك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة وتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقاً من قيمته الاسمية أو على مبلغ مقطوع.

\* تحمل مخاطر الاستثمار كاملة.

\* تحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوطاً في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين.

# الخطوات العملية لإصدار الصكوك

- 1 - احتياج الجهة المصدرة للتمويل .
- 2 - دراسة جدوي اصدار صك .
- 3 - تكليف شركة الصكوك ( SPV ) باصدار الصك ، واخذ موافقة الهيئة الشرعية الفرعية .
- 4 - العرض علي الجهات الرقابية لأخذ الموافقة .
- 5 - طرح نشرة اكتتاب الصك بالسوق المالي للاكتتاب .
- 6 - تجميع حصيلة الصك والبدء في الاستخدام .
- 7 - توزيع العوائد علي حملة الصكوك دوريا .
- 8 - تصفية / إطفاء الصك .



# أنواع الصكوك الإسلامية



## أقسام الصكوك

أولاً: صكوك قابلة للتداول (استثمار)      ثانياً: صكوك غير قابلة للتداول (تمويل)

(إجارة - مشاركة - مضاربة)      (سلم - إستصناع - مراوحة)

- والنوع الأول أساسه السلع والخدمات، ويمكن بيعها وتداولها في السوق المالية (البورصة).
- أما النوع الثاني فأساسه الديون، فلا يجوز تداولها في السوق (إلا وفق ضوابط محددة)، لعدم جواز بيع الدين، مما يساعد في الحد من خلق الائتمان، والحد من مخاطره.

تختلف آلية إصدار الصكوك وفقا لنوع العقد  
الشرعي الذي أصدر الصك وفقا له

هل صك إجارة أم مشاركة أم سلم

اختيار نوعية الصك وفقا لطبيعة المشروع

مع ضرورة وجود هيئة شرعية للصك المصدر  
والإفصاح عنها وفق لنص المعيار رقم 19 الصادر  
في أبريل 2017 عن مجلس الخدمات المالية  
الإسلامية

# آلية التصكيك وفق صيغة الإجارة

- \* يقوم منشئ الصك ببيع أصول يملكها بمقابل معين " قيمة إصدار الصكوك " .
- \* إنشاء شركة ذات غرض خاص لإدارة الأصول ، وإصدار الصكوك .
- \* التصديق علي الصكوك من قبل هيئة شرعية يتم الإفصاح عنها .
- \* تصنيف وإدراج الصكوك من قبل وكالة تصنيف دولية .
- \* تأجير الأصول للشركة البائعة للأصول مقابل دفعات إيجارية لمدة محددة .
- \* يأخذ منشئ الصك قيمة بيع الأصول ويدفع قيمة إيجارية .
- \* يتم توزيع القيمة الإيجارية علي حملة الصكوك كعائد دوري .
- \* شراء الأصول في نهاية المدة من قبل منشئ الصك غالبا بالسعر الأصلي أو سعر السوق .
- \* تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بدفع مبلغ البيع لحملة الصكوك .

# الفرق بين الصكوك والسندات

السندات	الصكوك
الصكوك مشاركة في ملكية الموجودات التي تمثلها حامل السند لا يتحمل اية مضر أو خسارة تلحق بالصكوك ، ومن ثم تقتضى من حاملها أن يشارك بالشركة لأن حق حامل السند لا يمت بصلة للأصول في الربح والخسارة على السواء .	الصكوك مشاركة في ملكية الموجودات التي تمثلها حامل السند لا يتحمل اية مضر أو خسارة تلحق بالصكوك ، ومن ثم تقتضى من حاملها أن يشارك بالشركة لأن حق حامل السند لا يمت بصلة للأصول في الربح والخسارة على السواء .
الصكوك يمثل حصه في الأصول والمنافع والحقوق	الصكوك يمثل حصه في الأصول والمنافع والحقوق
الصكوك يتم فيه نقل الملكية في عملياتي البيع والشراء	الصكوك يتم فيه نقل الملكية في عملياتي البيع والشراء
مدة الصكوك هي مدة استمرارية المشروع أو المدة لا ترتبط بالمشروع وقد تزيد أو تنقص عن النشاط، وترتبط بالمشروع وتنتهي بانتهائه .	مدة الصكوك هي مدة استمرارية المشروع أو المدة لا ترتبط بالمشروع وقد تزيد أو تنقص عن النشاط، وترتبط بالمشروع وتنتهي بانتهائه .
نشرة الإصدار تتضمن القواعد الشرعية ، وعلى مستخدم حصيلة الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية لا تتضمن نشرة الإصدار ضوابط شرعية .	نشرة الإصدار تتضمن القواعد الشرعية ، وعلى مستخدم حصيلة الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية لا تتضمن نشرة الإصدار ضوابط شرعية .

**الفرق بين التمويل الإسلامي والتقليدي**

**التمويل الإسلامي / تمويل سلع وأصول وخدمات**

**كيف نجت المصارف الإسلامية من الأزمة العالمية؟**

**محل العقود أصول وليس نقود**

**التمويل التقليدي / بيع نقود وديون**

التمويل الإسلامي / يتم استخدام مؤشر  
للربحية ويوزع من ناتج النشاط

التمويل التقليدي / استخدام أسعار فائدة

والتي تم الغاؤها

وترتب عليها إفلاس العديد من البنوك

بنك ليمان برازر وبنك سيلكون وغيرهم

ثانياً

أطراف عملية إصدار الصك

المشروع محل الصك

نشاط اقتصادي مدر للدخل وفقاً لدراسة جدوى تُعد عنه

يتم سداد الصكوك وعوائدها من ناتج نشاط المشروع

## أطراف عملية إصدار الصك

**الجهة المستفيدة:** الشخص الاعتباري (شركة / حكومة) المستفيد من التمويل الناتج عن التصكيك من حصيلة الاكتتاب في الصكوك، وما تتحول إليها من أموال.

**الجهة المصدرة:** شركة التصكيك أو الجهة المستفيدة في حالة عدم وجود شركة تصكيك.

**شركة التصكيك:** شركة مساهمة ذات غرض وحيد يتمثل في إصدار الصكوك، يتم تأسيسها والترخيص لهذا الغرض وفقاً لأحكام القانون.

وتعد شركة التصكيك شركة ذات شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة تتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك وتكون أمين لملاك الصكوك في الاحتفاظ بملكية الموجودات ووكيلاً عنهم في استثمارها واستخدامها فيما صدرت من أجله وتوزيع عوائدها وقيمة استردادها وتتولى التعاقد نيابة عن مالكي الصكوك.

**حملة أو مشترو الصكوك " المستثمرين ":**

قد يكون بنكاً أو مؤسسة مالية محلية أو عالمية أو مجموعة من الأفراد ، أو هم المستثمرون المشتررون للصكوك المطروحة للاكتتاب العام في الأصول المصككة، ويستحق المالك للصك أصل قيمته والعائد عليه الناتج عن نشاط الأصول المصككة خلال مدة الاستثمار.



## أطراف عملية إصدار الصك

- منظم الإصدار:** بنك أو شركة أوراق مالية وفق القانون أو أي مؤسسة مالية أخرى ترخص لها الهيئة بإدارة وتنظيم الإصدار والترويج له نيابة عن الجهة المستفيدة والجهة المصدرة.
- وكيل السداد:** بنك أو إحدى الشركات المرخص لها بمزاولة نشاط الإيداع والقيود المركزي يعمل وكيلاً عن الجهة المصدرة لتنسيق سداد الصكوك وأداء قيمتها في نهاية المدة لمالكيها ويعد تقرير شهري بشأن عائد المشروع يقدمه للهيئة وحملة الصكوك أو من يمثلهم.
- أمين الحفظ:** هي الجهة الوسيطة بين العميل وشركة الحفظ المركزي وهو بمثابة الجهة التي يوضع فيها العميل أوراقه المالية ، والتي تقوم بدورها بتسجيلها وبعد ذلك يقوم أمين الحفظ بتسليم هذه الأوراق إلى شركة الحفظ المركزي.
- مدير الاستثمار:** هو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها بتعيين المصدر أو مدير الإصدار وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار.
- أمين الاستثمار:** هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والأشراف على مدير الإصدار تحتفظ بالوثائق والضمانات وذلك وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار.
- متعهد الدفع:** المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها، ويعلن عنه في نشرة الإصدار.



## أطراف عملية إصدار الصك

ضامن التغطية: يكون من الجهات المرخص لها بذلك من الهيئة، فإذا كان الضامن بنكاً وجب عليه الحصول على موافقة البنك المركزي المصري.

متعهد إعادة الشراء أو (الاسترداد): يكون من البنوك أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ويلتزم بشراء الصكوك

أو استردادها، ويمكن أن تكون الجهة المستفيدة قبل انتهاء مدة الصكوك عن طريق تعهد شركة التصكيك بيع موجوداتها بالثمن الوارد بالتعهد وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال.

مستشار الإصدار: هو الذي يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.

وكالات / شركات التصنيف الائتماني: بعض الشركات المرخص لها بإعداد تصنيف لإصدار الصكوك وتصنيف الجهة المصدرة والجهة المستفيدة والمشروع لإعطاء الثقة لجمهور المتعاملين، وتقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة ومن أهم هذه الوكالات **Standard & –s 'Moody**

**Fitch –poors**



## أطراف عملية إصدار الصك

**هيئة الرقابة الشرعية:** الجهة التي تراقب مدى التزام جهة الإصدار ومدير الاستثمار بالضوابط الشرعية من بداية الإصدار وحتى انتهاء مدة الصك.

**المستشار القانوني:** هو الشخص أو الجهة التي تقر بمسئوليتها الكاملة عن صحة المعلومات الواردة في نشرة اكتتاب الصكوك ودقتها واكتمالها وأنها متفقة مع أحكام قانون سوق رأس المال وقانون الشركات وتعليمات الهيئة العامة للرقابة المالية والنظام الأساسي للجهة المصدرة وأن جميع الإجراءات التي اتخذت تتفق والقوانين والأنظمة سارية المفعول لا يوجد مطالبات قضائية للجهة المصدرة أو عليها منظورة أمام المحاكم.

**مراقبي الحسابات:** هو الشخص أو الجهة التي تقر بمسئوليتها الكاملة عن صحة البيانات المالية المرفقة بنشرة اكتتاب الصكوك وأنه قد تم تدقيقها و/ أو مراجعتها وفق معايير التدقيق المعتمدة من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية.



ثالثًا

التطبيق العملي للصكوك

# مجالات تطبيق الصكوك للشركات

- 1 – الأصول المنقولة والثابتة العقارية المدرة للدخل .
- 2 – المصانع القائمة والتي تحتاج لتطوير.
- 3 – المجمعات التجارية والسكنية القائمة علي الإجارة.

# أهمية التمويل بالتصكيك للشركات

- \* يساهم التمويل من خلال التصكيك في جذب شريحة كبيرة من أصحاب رؤوس الأموال التي ترغب في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- \* تتيح للشركات الحصول علي تمويل يساعدها في التوسع في أنشطتها الاستثمارية وخاصة توفير رأس المال العامل .
- \* تعد الصكوك أداة منخفضة التكلفة بالمقارنة بالتمويل المصرفي .
- \* تتيح الصكوك من قدرة المنشأة علي زيادة نشاطها دون الحاجة إلي زيادة رأسمالها.
- \* تحسين ربحية الشركات من خلال إدراج الصكوك خارج المركز المالي للشركات .

# الصكوك لتمويل المشروعات التنموية المدرجة بالموازنة العامة للدولة

• في الواقع العملي تقوم بعض الدول بإصدار صكوكا يطلق عليها الصكوك السيادية بغرض تمويل وسداد عجز الموازنة وهو ما يتنافى مع طبيعة وآليات اصدار الصكوك، حيث تصدر الصكوك بغرض تمويل مشروعات قائمة أو جديدة وليس لتمويل ديون قائمة أو سد عجز الموازنة، ومن عائد تلك المشروعات يتم إطفاء أو تصفية الصكوك وسداد الأرباح من ناتج نشاط المشروع.

تستخدم الصكوك لتمويل المشروعات العامة للدولة والمدرجة في الموازنة العامة بحيث يتم تخفيف العبء عن الموازنة، ومن ثم تخفيض عجز الموازنة

كما تساعد الصكوك علي تعبئة الموارد المحلية لتمويل مشروعات الدولة والبعد عن الاقتراض من الأسواق الدولية والذي يشكل عبء علي اقتصاد الدولة.

وتعد الصكوك أداة من الأدوات المالية والتي تستخدم لتمويل الاقتصاد الحقيقي.

# نقل ملكية أصول الصكوك

## الفرق بين

### التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم علي الأصول

يجب أن تكون الأصول التي تصدر بها الصكوك الإسلامية أصول حقيقية مدرة للدخل وليست وهمية بحيث تمكن حملة الصكوك من التصرف فيها وتحمل مخاطرها ، وهنا يجب التفرقة بين نوعين من تصكيك الأصول وهما التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم علي الأصول .

#### أولاً : التصكيك المدعوم " المعزز " بالأصول ASSET-BACKED SUKSK :

وهو إنتقال ملكية الأصول محل التصكيك إلي حملة الصكوك الإسلامية ، مما يعني امتلاكهم الحق في النفاذ إلي أصول الصكوك وبيعها في حالة تعثر من جهة الإصدار.

#### ثانياً : التصكيك القائم " مبني " على الأصول ASSET-BASED SUKSK :

وهو يعني أن ملكية الأصول محل التصكيك لا تنتقل من المنشئ للصك إلي حملة الصكوك بعقد حقيقي وليس لديهم الحق في النفاذ إلي أصول الصكوك وبيعها في حالة التعثر أو الإفلاس لأنهم لا يملكون



# التصنيف الائتماني للصكوك

رابعاً

تجارب عملية للصكوك

# شركة سابك بالسعودية

تعد تجربة تمويل إنشاء خط الإنتاج الثالث لشركة سابك بقيمة قدرها 3 مليار ريال من أهم أنواع إصدارات صكوك الإجارة بالسعودية .



# شركة ثروة كابيتال

قامت شركة ثروة كابيتال مصر بإصدار صك قيمة 2.5 مليار جم لتمويل أنشطة تمويل المتعاملين لشراء السيارات والأجهزة المنزلية من خلال عقد المضاربة .  
وقامت بإصدار ثاني بعد بنفس القيمة .



# شركة بالم هيلز

تم تمويل مدينة سكنية بالقاهرة بمبلغ 3.2 مليار جم  
عام 2023 م.



## صكوك " البحرين "

تعد صكوك الإجارة من أهم الصكوك الإسلامية التي طبقتها حكومة البحرين في مجال التمويل الحكومي ، حيث بلغ مجموع ما أكتتب في إصدارات صكوك الإجارة ( حوالي 10 مليار دولار ) ، وآخر تلك الإصدارات التي تمت في 20 يوليو 2004 لمدة عشر سنوات بعقد تأجير.

### ومما جاء في نشرة الإصدار :

" صكوك التأجير الإسلامية هي أداة مالية تمثل أصولاً في أصول حكومية - جزء من أرض مطار البحرين الدولي - تصدرها مؤسسة نقد البحرين نيابة عن حكومة مملكة البحرين بغرض إيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية في المجتمع ولتمويل الإنفاق الرأسمالي لمشروعات التنمية المختلفة ، وتقوم حكومة مملكة البحرين بموجب هذا الإصدار بطرح تلك الأصول على المستثمرين لشراءهم لها من الحكومة ثم تأجيرهم إياها للحكومة بقسط تأجيري موضح أدناه ، بموجب عقد إجارة منتهية بالتملك .....  
..... : التالية :  
.....

# " صكوك الإمارات "

تتميز دولة الإمارات بإصدار العديد من صكوك التمويل بلغت حوالي 200 مليار دولار ، لتمويل البنية التحتية والمشروعات التنموية بالإمارات .



## صكوك " السودان "

أصدرت حكومة السودان نوعين من الصكوك ( صكوك حكومية سيادية ) وهما صك شمم وشهامة لتمويل الموازنة العامة للدولة :

### أولاً : صكوك مشاركة الحكومة " شهامة " :

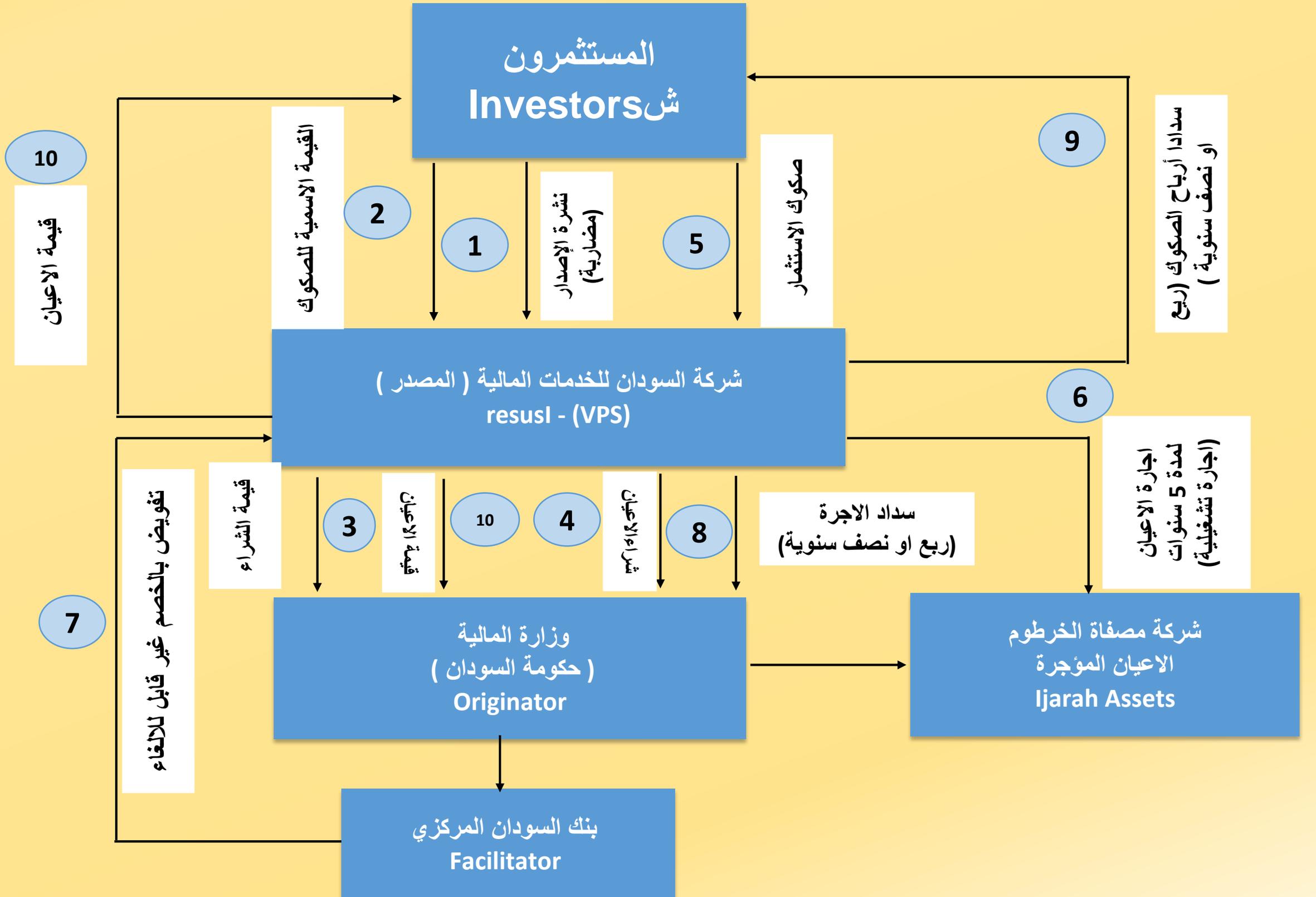
تعد صكوك شهامة مشاركة للحكومة قائمة علي أصول حقيقة يتم إصدارها مقابل حقوق ملكية الدولة في عدد من المؤسسات الربحية ، من خلال وزارة المالية بطرح شهادات عن طريق شركة السودان للخدمات المالية ، حيث تتيح الشهادة لحاملها المشاركة في الأرباح التي تتحقق من أعمال مجموع الشركات والمؤسسات التي تكون الصندوق الذي أصدرت مقابلة الشهادات .

### أهداف إصدار صكوك مشاركة الحكومة " شهامة " :

- إدارة السيولة علي مستوي الاقتصاد الكلي .
- تغطية جزء من عجز الموازنة الذي يغطى من المعتاد بطباعة أوراق نقدية .
- تجميع المدخرات ونشر الوعي



# هيكله صكوك الاستثمار الحكوميه ( صرح ) السودان



# صكوك ماليزيا

• ساهمت الصكوك في ماليزيا في تعبئة الأموال اللازمة لتمويل الاقتصاد الماليزي، ومن حيث القطاعات يظهر أن القطاع الحكومي هو الأكثر إصدارًا للصكوك، يليه قطاع البناء ثم قطاع الخدمات المالية، كما تقوم الحكومة الماليزية بإصدار صكوك يطلق عليها اسم "صكوك العناية" بقيمة تصل إلى 500 مليون رنجيت ماليزي، وتصف الإصدار بأنه خطوة جيدة لتعزيز الإصلاحات الاقتصادية في مرحلة ما بعد أزمة تفشي فيروس كورونا المستجد (كوفيد-19).



شكرا جزيلاً

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته

د/ محمد البلتاجي

رئيس الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي

00201222202782

DR.ALBLTAGI@HOTMAIL.COM