



الصكوك

فى 30 سؤال وجواب



نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الاسلامى

www.eifa.co

الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي

أهداف الجمعية:

- المساهمة في إثراء البحث العلمي في مجال التمويل الإسلامي
- نشر المعرفة بالتمويل الإسلامي وآلياته المستخدمة في تمويل التنمية عبر جميع الوسائل المختلفة.
- العمل مع الجهات الرقابية والتشريعية المسؤولة لتطوير التشريعات اللازمة لقيام صناعة تمويل إسلامي، مع العمل على إزالة المعوقات التي تقف أمام نهضة التمويل الإسلامي بوضع حلول لها.
- رفع كفاءة العاملين وتأهيل كوادر جديدة بقطاعات التمويل الإسلامي.



الخدمات التي تقدمها الجمعية:

- إقامة لقاءات علمية - من خلال المؤتمرات والندوات وورش العمل - لمناقشة مستجدات التمويل الإسلامي في مصر والعالم.
- إصدار مجلة متخصصة في شؤون التمويل والاقتصاد الإسلامي.
- ابتكار وتقديم البرامج التدريبية اللازمة لتأهيل وإكساب المهارات الخاصة بالمصرفية الإسلامية من كل جوانبها المالية والمحاسبية والإدارية والتسويقية... إلخ.
- المساهمة في تقديم درجات علمية جديدة في مجال التمويل والمصرفية الإسلامية وإعداد المناهج العلمية الخاصة بها بالتعاون مع المؤسسات العلمية والأكاديمية؛ وقيام أعضاء الجمعية بتدريس المواد العلمية الخاصة بالجوانب الشرعية والمحاسبية والإدارية والاقتصادية والتمويلية الإسلامية.
- تقديم باقة متكاملة من الخدمات الاستشارية المالية والشرعية للمؤسسات المالية والاقتصادية على مستوى الإجراءات والنماذج والمنتجات والأنظمة الآلية والهيئات الشرعية والتدقيق الشرعي الداخلي والخارجي، وعقد المؤتمرات ونشر الوعي المهني، وإعداد دراسات الجدوى والخطط الاقتصادية، واقتراح الأفكار والفرص الاستثمارية.

تضم الجمعية مجموعة من المتخصصين في العلوم الشرعية، والعلوم المالية والإدارية والاقتصادية والقانونية المؤسسة والمؤصلة على الفكر الإسلامي، وتعمل على تطوير ودعم صناعة التمويل الإسلامي في مصر والعالم.

رؤية الجمعية:

أن نكون مؤسسة عالمية رائدة في مجال التمويل الإسلامي معتمدة على التخصص العلمي مع الخبرة العملية والممارسة المهنية والالتزام الأخلاقي.

رسالة الجمعية:

تسعى الجمعية إلى تعزيز الوعي والتطبيق الصحيح للمعاملات المالية الإسلامية، والإسهام في علاج المشكلات الاقتصادية في مصر والعالم من منظور إسلامي، عن طريق إثراء البحث ونشر المعرفة الاقتصادية والمساهمة في بناء ودعم المؤسسات المالية والاقتصادية والرقابية في مختلف الجوانب، وتأهيل الكوادر اللازمة لتطبيق المصرفية الإسلامية، وتكوين قاعدة معلومات تتعامل حول التمويل الإسلامي.

تليفون: ٢٧٣٦٢٣١٥ فاكس: ٢٧٣٦٢٩١٥

٨ ش صلاح الدين، الزمالك، القاهرة

www.eifa.co

magazine@eifa.co



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION



مقدمة:

تعتزم الحكومة المصرية إصدارَ قانون يُنظم تداول الصكوك في الأسواق المالية كأداة من الأدوات المالية التي حققت نجاحات في العديد من الدول منها: ماليزيا، تركيا، إنجلترا، فرنسا، الإمارات، السعودية، البحرين. وانطلاقاً من دور الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي في نشر المفاهيم الخاصة بالأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقد تم إصدار تلك النشرة التعريفية حول الصكوك، والتي تحاول الإجابة على أهم التساؤلات الخاصة بالصكوك ومنها:

مفهوم الصكوك.

الفرق بين الصكوك والسندات والأسهم.

حجم الصكوك حول العالم.

ماهى التوقعات لسوق الصكوك فى المستقبل.

هل هناك تجارب عالمية سابقة للصكوك.

أنواع الصكوك.

أطراف التعامل فى إصدار الصكوك الإسلامية.

مراحل إصدار وطرح الصكوك.

هل يمكن للصكوك أن تباع قناة السويس للأجانب؟

هل الصكوك تباع الدولة والشركات المحلية للأجانب؟

هل تحتاج الحكومة والقطاع الخاص بالفعل للصكوك كأداة تمويلية؟

هل يمكن تداول الصكوك بالبورصة؟

مع تحيات الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي





الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

س1 - ماهى الصكوك؟

ج-1 هي أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر بالجنبة المصرى أو بالعملات الأجنبية عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وتمثل حصصاً شائعة فى ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو فى ملكية موجودات مشروع استثمارى معين أو رأسمال مربحة أو تكلفة عين مصنعة أو ثمن سلعة سلم وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار، وذلك بغرض تمويل الشركات أو الجانب الاستثمارى فى الموازنة العامة للدولة.

■ تصدر الصكوك مقابل مشروع استثمارى معين ووفقاً لصيغ التمويل الإسلامى المتعددة

الأعيان: وهى الأصول

الحقيقية، وتشمل: أصول غير

متداولة (عقارات وأراضى ومبانى

ومنقولات: كالسيارات وأجهزة الأثاث) وأصول متداولة غير مالية (العروض المعدة للبيع سواء أكانت منتجات زراعية أم صناعية أم تجارية أم طبية).

المنافع: الفوائد العرضية التى تستفاد من الأعيان بطريق استعمالها؛ كسكنى المنازل وركوب السيارة ولبس الثوب وعمل العامل، وهى الهدف من ملكية الأعيان وغايتها فى الحقيقة، فليس المراد من تملك الأعيان إلا الحصول على منافعها.

الخدمات: الخدمة تُقدم فى شكل أنشطة، أو منافع تُعرض للبيع.

س2- هل الصكوك إسلامية أم غير إسلامية؟

ج-2 تصدر الصكوك لعمليات تمويلية أو استثمارية هى بطبيعتها متطابقة مع أحكام الشريعة، فإذا تحدثنا عن الصكوك ففهم منها صكوك المضاربة والمشاركة والوكالة والسلم والاستصناع والإجارة والمربحة والمساواة والمغارة والمزارعة وغيرها. وليس من المستحسن إطلاق عبارة صكوك المضاربة الإسلامية؛ لأن المضاربة مصطلح مفهوم، ولا مشاحة فى الاصطلاح مادام هناك اتفاق على



أن تكون الأداة التمويلية متطابقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فى جوهرها ومضمونها.

كما أن الأمر لا يحتاج لهذه الإضافة فى الاسم، «فالمعروف لا يُعرف»، حيث إن فكرة الصكوك فى أصلها ومنشأها جاءت لتلبى المتطلبات الشرعية، وقائمة فى بنائها على صيغ التمويل الإسلامى المتعددة القائمة على الملكية والمشاركة فى الربح والخسارة عملاً بقاعدتى «الغنم بالغرم» و«الخروج بالضمان»، مثل صيغ الإجارة (كإجارة الأصول والمنافع والخدمات) وصيغ التمويل (مثل: المربحة والمشاركة والاستصناع) وصيغ

■ الصكوك هى بطبيعتها متطابقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فعالمياً عندما يقال «صك» فهذا يعنى أداة مالية متوافقة مع الشريعة

الاستثمار (مثل: المضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار) ... إلخ. وهو ما يعنى بالتبعية أنه لا توجد صكوك (وفق المعنى المتعارف عليه عالمياً) غير متوافقة مع الشريعة. ومن ثم لا بد من احتفاظ هذه الأداة

بأحد ميزاتها الأساسية التى تقوم عليها، وهى مطابقتها للشريعة، والتى هى فى الأساس ضمان لتمويل أصول حقيقية، ومن ثم تخفيض المخاطر لأقصى حد ممكن. وهو ما رعاه قانون الصكوك بإنشاء هيئة شرعية مركزية لإصدارات الصكوك تعتمد وتراقب أى إصدارات ومدى مطابقتها لأحكام الشريعة.



س3 - كم بلغت قيمة الصكوك المدرجة حول العالم؟

ج-3 بلغت قيمة إصدارات الصكوك حتى نهاية عام 2012 مقدار 140 مليارات لترتفع بذلك عن العام الماضي بنسبة 64% . ومثلت إصدارات دول الشرق الأوسط مقدار من 17% إلى 53% من إجمالي إصدارات الصكوك حول العالم، وكانت قد بلغت إصدارات الربع الأخير من العام 2012 مقدار 29 مليارات و 474 مليون دولار مثلت فيها الإصدارات الحكومية 78% من إجمالي قيمة إصدارات الربع الأخير.

ولازالت ماليزيا تتربع على عرش إصدارات الصكوك؛ حيث بلغت نسبة الإصدارات بالعملة الماليزية (الرينجيت) من الربع

الأخير 78% بما يُمثل 22 مليارات و 849 مليون دولار.

وعلى غير المتوقع كان سوق لندن أكثر الأسواق من حيث الجاذبية؛ حيث بلغت نسبة قيمة الصكوك العالمية المصدرة بواسطة السوق اللندني 37% من إجمالي إصدارات الصكوك

■ تستحوذ ماليزيا على ثلثي الإصدارات العالمية من الصكوك تقريبا

المصدرة بواسطة الأسواق المالية حول العالم.

س4 - ماهي التوقعات لسوق الصكوك في المستقبل؟

ج-4 توقعت مؤسسة تومسون رويترز زيادة الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية من 140 مليار دولار في عام 2012 إلى 420 مليار دولار بحلول 2016. وأشارت «تومسون رويترز» في دراسة حديثة صادرة عنها بعنوان «توقعات وآفاق الصكوك الإسلامية» إلى أن معروض الصكوك بالأسواق العالمية سيشهد

نموًا مطردًا، متوقعة أن تزيد الفجوة بين الطلب والعرض إلى أكثر من 280 مليار دولار في السنوات الأربع المقبلة. وتوقعت الدراسة أن يُخصص المستثمرون 50% من محافظهم لاستثمارات التمويل الإسلامي، حيث سيذهب ما بين 35 و40% من هذه المخصصات للصكوك.

■ أفق الصكوك ممتدة لإصدارات بقرابة 400 مليار دولار بحلول عام 2016



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

س5 – هل الصكوك تتشابه مع السندات؟

السندات

حامل السند لا يتحمل أية مضار أو خسارة يلحق بالشركة؛ لأن حق حامل السند لا علاقة له للأصول المالية للشركة.

السند يُمثل حصة في هيكل تمويل أنشطة الشركة.

المدة لا ترتبط بالمشروع، وقد تزيد أو تنقص عن فترة المشروع.

لا تتضمن نشرة الإصدار ضوابط شرعية.

السند لا يعنى نقل الملكية لمبلغ نقدي.

الصكوك المالية

الصك مشاركة في ملكية الموجودات التي تمثلها الصكوك، ومن ثم تقتضى من حاملها أن يُشارك في الربح والخسارة على السواء.

الصك يُمثل سهمًا ماليًا في الأصول والمنافع والحقوق.

مدة الصكوك هي مدة استمرارية المشروع المعنى أو النشاط، وترتبط بالمشروع المعنى وتنتهي بانتهائه.

نشرة الإصدار تتضمن القواعد الشرعية، وعلى مستخدم حصيلة الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية، وإذا خالفها يتحمل المسؤولية.

الصك يُعتبر دليلاً وبرهاناً على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء.

س6 – هل الصكوك تتشابه مع الأسهم؟

الأسهم

الربح مدروس من خلال دراسة جدوى حقيقية وقابل للتوقع.

الملكية على الشيوع لأصول المشروع.

يحق له التصويت في الجمعية العمومية.

أجلها المحدد هو نهاية عمر الشركة المحدد بالنظام الأساسي للشركة.

يتحمل المساهم نصيبه من سداد التزامات الشركة عند التصفية.

يمكن لمجلس إدارة الشركة مصدر السهم أن تغيّر من نشاطها، ويحق للمساهمين إدارة الشركة من خلال مجلس الإدارة.

الصكوك

الربح مدروس من خلال دراسة جدوى حقيقية وقابل للتوقع.

الملكية على الشيوع لعين محددة.

لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية.

لها أجل محدد بعقد الصكوك.

لا يتحمل مالك الصك التزامات وديون المصدر عند التصفية.

تصدر الصكوك لمشروع معين لا يمكن تغييره، إضافة لذلك: لا يحق لحملة الصكوك إدارة الشركة.



س7 - هل هناك تجارب عالمية سابقة للصكوك نجحت فى أك من دول العالم؟

ج-7 هناك العديد من التجارب العالمية الناجحة فى مجال إصدار الصكوك تُؤكّد قدرتها على تمويل المشروعات التنموية الكبرى فى مختلف دول العالم، حيث سعت عدة دول لوجود إطار قانونى منظم لإصدارات الصكوك بحيث توفر غطاء لازماً ومشجعاً للمؤسسات المستثمرة فى الصكوك، وأيضاً للجهات المستفيدة منها، وهو ما أدى إلى

تحقيق معدلات نمو غير مسبقة للصكوك كأحد أهم الأدوات المالية التى تشهد معدلات نمو متسارعة، ونجاحاً فى عدة مناطق على المستوى العالمى، سواء على

■ التجارب العالمية فى مجال إصدار الصكوك منتشرة ومتعددة، وألمانيا أول الدول الغربية إصداراً لها.

مستوى البلدان الإسلامية فى منطقة شرق آسيا مثل: ماليزيا وإندونيسيا، وكذلك منطقة الخليج العربى والشرق الأوسط مثل: الإمارات والسعودية وقطر وتركيا، أو حتى على مستوى الدول الغربية مثل: ألمانيا وإنجلترا والولايات المتحدة، إضافة الى دول فى مناطق أخرى من العالم، وفيما يلى نذكر بعض الأمثلة الدالة على نجاح هذه التجارب العالمية:

■ أصدرت ولاية ساكسونيا بألمانيا عام 2005 صكوك إجارة بلغت قيمتها 100 مليون دولار.

■ أصدرت ماليزيا عدة إصدارات من الصكوك لتحل المرتبة الأولى عالمياً من حيث قيمة الإصدار؛ وذلك من أجل تمويل عمليات إنشاء وتطوير عدة مشروعات عملاقة فى مجال البنية التحتية والمشاريع التنموية مثل: المطارات والطرق الرئيسية وعمليات التنقيب عن الغاز وصناعة البتروكيماويات وغيرها، والتى كانت تجربة ناجحة دفعت بماليزيا مع عديد من الإصلاحات الاقتصادية لمرحلة كبرى من النمو الاقتصادي.

■ قامت حكومة دى ممثلة فى دائرة الطيران المدنى بالتوقيع

مع ستة بنوك إسلامية تحت إدارة بنك دى الإسلامى لإصدار صكوك إجارة إسلامية بحجم مليار دولار أمريكى تم تغطيتها بالكامل لتمويل توسعة مطار دى.

■ تم تمويل مؤسسة الموانئ والجمارك والمنطقة الحرة فى دى بمبلغ تجاوز 8.2 مليار دولار، وذلك عبر صكوك مالية مصدرة بواسطة بنك دى الإسلامى.

■ إصدار حكومة قطر لصكوك الإجارة الدولية بقيمة 700 مليون دولار لتطوير مدينة حمد الطبية.

وبغیرها الكثير من الأمثلة لإصدارات حكومية أخرى، أو إصدارات الشركات والبنوك التابعة للقطاع الخاص فى دول مثل: إنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية وسنغافورة وكوريا الجنوبية وتركيا وغيرها.



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

س8: هل يمكن لصغار المدخرين الاستثمار في الصكوك؟ وماذا سيستفيد عامة الشعب منها؟

ج-8 نعم يمكن لصغار المدخرين الاستثمار في الصكوك، كل بقدر حاجته وإمكانياته؛ ولذلك نستعرض مثالا واقعيًا من ماليزيا رائدة هذه الصناعة، حيث أطلقت ماليزيا نوعا جديدا من الصكوك الإسلامية تتميز بالمرونة وسهولة التداول مع إتاحة الفرصة لذوى الدخل المحدود للتعامل بها والحصول على أرباح ثابتة ومضمونة؛ حيث خصصت أحد الإصدارات لتمويل مشروع خط قطار جديد في العاصمة الماليزية كوالالمبور تبلغ قيمته نحو 5.1 مليار دولار، خُصص منها نحو 300 مليون دولار للمواطنين ذوى الدخل المحدود وصغار المستثمرين.

■ لصغار المدخرين الحق في الاكتتاب في الصكوك والمساهمة في بناء بلدهم.

ويستطيع المواطن أن يستثمر مبالغ قليلة لشراء هذه الصكوك؛ إذ يحتاج المواطنون إلى رأسمال يبلغ حده الأدنى نحو 300 دولار للبدء في الاستثمار بمرحلة الطرح العام الأولى.

وتوفر الحكومة ميزة أخرى لهذا النوع من الاستثمارات، وهى أنها هى التى تضمن بنفسها رؤوس أموال المواطنين والمستثمرين الصغار. كما تتميز الصكوك الجديدة بأنها معفاة من الضرائب، وأن عوائدها محددة مسبقا -على اعتبار أنها صكوك مرابحة- وتُقدَّم على قسائم (كوبونات)، وتُدفَع على مدى فترات منتظمة.

وهو ما يُؤكِّد على حق المواطنين في المشاركة في كل برامج التنمية والازدهار في البلاد، كما أنه يمثل فرصة لإشراك المواطنين في تمويل مشاريع البنية التحتية للبلاد بما يعود على البلاد والمواطنين بالمنفعة العامة.



س9: لماذا تطرح الصكوك الآن؟ وهل ستساعد في تحسين الوضع الاقتصادي؟

ج9 - لننظر سويا على الوضع الاقتصادي من عدة زوايا: الجميع متفق على أن أهم أشكال الخلل الهيكلي في الاقتصاد المصري:

■ جذب الاستثمارات الأجنبية وزيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي الهدف الأساسي من طرح الصكوك.

1. هو انخفاض معدلات الاستثمار، وبالتالي عدم القدرة على تحقيق معدلات نمو اقتصادي مقبولة.

2. أن جذب الاستثمارات الأجنبية خاصة في القطاعات الإنتاجية، هو مسألة هامة وضرورية.

3. نعتقد أن اعتماد الاقتصاد المصري خلال الثلاثين عاما السابقة كان على «الأنشطة الريعية والطفيلية»، وعدم التوجه لاقتصاد «القيمة المضافة» إلا في أضيق الحدود، مما يُؤكِّد أن



س10: هل لاقى هذا الطرح استجابة حقيقية من الشرائع المستهدفة؟

ج10. لاقى هذا الطرح استجابة كبيرة واهتمامًا متزايدًا من مؤسسات مالية عالمية، ومنها: البنك الإسلامي للتنمية، والذي لديه الصدارة في ترتيبات إصدار

■ لاقت فكرة طرح صكوك في مصر استجابة وترقب كبير عالميا ومحليا.

وترويج الصكوك، كما لاقت فكرة طرح الصكوك اهتمامًا مماثلاً من بعض المؤسسات المالية الكبرى بمنطقة الخليج العربي، وأيضاً من بعض كبار رجال الأعمال

المصريين، ونسبة كبيرة من المصريين العاملين بالخارج خاصة في منطقة الخليج العربي، كما لاقت ترحيباً من قطاع عريض من المصريين الذين يرغبون في استثمار جزء من أموالهم في أوعية ادخارية واستثمارية جديدة تناسب متطلباتهم من حيث العائد والمخاطر التي تتطابق مع الشريعة.

الاستفادة من موارد مصر الاقتصادية الكبيرة والمتعددة لا يزال عند الحدود الدنيا، وبالتالي فهناك فرصة حقيقية الآن لتحقيق عوائد مجزية على الاستثمار مع ميزة اتساع السوق وتنوعه، وهذا مشروط بتدبير موارد للتمويل.

4. وضع الموازنة العامة بما فيها من التزامات من فترات سابقة (مثل: الدين العام، خاصة الداخلي منه وهو ما يمكن تسميته بـ «تركة مبارك الثقيلة»، والتي تستهلك فوائده فقط حوالي 25% من جملة المصروفات العامة) وهو ما يضع قيوداً مؤقتة على إمكانية زيادة الاستثمارات العامة للحد المطلوب، إلى حين تحقيق إصلاحات مالية جذرية على مستوى الموازنة، والجميع متفق على إجراء هذه الإصلاحات المالية الجذرية.

5. زيادة معاناة القطاع الخاص من انخفاض قدرته على الحصول على قروض بنكية وتسهيلات ائتمانية لتمويل استثماراته وزيادة تكلفة الاقتراض، كنتيجة حتمية للتزايد المستمر في عجز الموازنة والدخول في حالة يُطلق عليها «الدائرة المفرغة للدين»، وهو ما أدى لتزايد وطأة «أثر المزاحمة Crowding Out».

6. انخفاض نسبة المتعاملين مع الجهاز المصرفي، واستمرار تداول الأموال السائلة والتي غالباً ما تتداول عبر أنشطة ضمن القطاع غير الرسمي. (مثل: أجولة الأموال التي تظهر في الاكتتابات الكبرى في فترات سابقة مثل: اكتتاب سيدى كرير وطلعت مصطفى وغيرها). وغالباً ما تتجه هذه الأموال إلى الاستثمار في أنشطة يغلب عليها المضاربة غير النافعة مثل: الاتجار في الأراضي والعقارات والذهب، وربما العملة في فترة من الفترات.

وبالتالى طرح صكوك فى هذا التوقيت يتناسب مع وجود حاجة ماسة وضرورية لاستحداث أوعية إدخارية واستثمارية جديدة قادرة على جذب مدخرات جديدة وإعادة استثمارها خارج الإطار التقليدى الحالى، وذلك مع استمرار أدوات التمويل التقليدية الحالية للراغبين فيها.



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

س11 - ما هي انواع الصكوك؟

ج11. تتعدد أنواع الصكوك الإسلامية بتعدد صيغ التمويل الإسلامية، كما يمكن جمع الصيغ المتنوعة مع بعضها البعض لابتكار صيغ جديدة بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ وقد ذكرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية منها أربعة عشر نوعاً، إلا أنه يمكن إعادة التقسيم والعرض بضم الأنواع المتقاربة، ثم تقسيم الأنواع على حسب الغرض من الإصدار إلى:

الصكوك المصدرة بغرض التمويل:

صكوك الإجارة:

صكوك الإجارة تتعلق بالأعيان والمنافع والخدمات المؤجرة، وقد عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: «سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل». وتم تصنيفها إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي:

النوع الأول: صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

هي وثائق متساوية القيمة يُصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يُصدرها وسيط مالى ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك. ومقصود المعاملة هو بيع العين المؤجرة. الموجودة فعلياً أو

الموصوفة في الذمة والتي سيتم إنشاؤها بحصيلة الصكوك. عن طريق إصدار وطرح صكوك ليُصبح حاملوها هم ملاك الأصل وكذلك المستفيدون من ريع تأجيرها، بقدر أنصبه الصكوك التي يحملها كل واحد في الأصل المؤجر.

■ تتعدد أنواع الصكوك بتعدد صيغ التمويل في فقه المعاملات الإسلامية.

النوع الثاني: صكوك ملكية المنافع الموجودة أو الموعودة:

تُعرف صكوك ملكية المنافع الموجودة بأنها: صكوك تحمل قيمة متساوية يُصدرها المالك لعين موجودة، أو يُصدرها معيد

الاستئجار من الباطن برضا المالك، خلال فترة الإيجار، أو وكيلهما، وذلك بغرض تملك المنفعة - دون العين - لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة معينة هي فترة صلاحية الصك، فيحق لهم ريع الأصل. ويمكن أن يقوم مستأجر الأصل بموجب عقد الإيجار الأول بإصدار الصكوك خلال فترة الإيجار المحددة لإعادة التأجير من الباطن لحاملي الصكوك، طالما أن المالك لا يمانع من ذلك.

أما صكوك منافع الأعيان الموعودة (الموصوفة في الذمة)، فهذه الصكوك يُصدرها المالك أو المستأجر أو وكيلهما عن عين موصوفة في الذمة موعودة بإيجارها؛ وذلك بغرض تملك المنفعة لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة صلاحية الصك.

ويتم إصدار الصكوك للأصول غير المستأجرة - في لحظة إصدار الصكوك - باعتبار الوعد بإيجارها في وقت مستقبلي مشار إليه في العقد. ويكون ذلك بناءً على قاعدة «المسلمون عند شروطهم ما لم يحلل حراماً أو يحرم حلالاً»، وقياساً على السلم مع تقديم الثمن في التعاقد على موصوف في الذمة وعلى ظرف مستقبل من الزمان.

النوع الثالث: صكوك ملكية الخدمات الموجودة أو الموعودة:

هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها متعهد بتوفير أو بيع خدمات موجودة، أو موعودة (موصوفة في الذمة) ويتم بيع تلك الخدمات في شكل صكوك ليصبح حاملوها هم ملاك تلك الخدمات ويحصلون على عوائد بيعها في الأسواق. والمثال على ذلك هو توفير برامج تعليمية أو صحية في الجامعات أو المستشفيات. ويُسهّم حملة الصكوك في تمويل البرامج التعليمية أو الصحية ومتطلباتها حتى تكون جاهزة لطالبيها من طلاب العلم أو المرضى. وتكون حصيلة بيع تلك البرامج للمستفيدين منها هو الربح أو العائد لحملة الصكوك.

ويعود انتشار صكوك الإجارة نظراً لما تتميز به من خصائص



ومزايا أهمها:

■ أنها تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار فى السعر، وشبه الثبات فى العائد، حيث يتم تحديد العائد (الأجرة) مسبقا وقت شراء الصك وفقا لعقد الإجارة، وبالتالي لا يتعرض سعر الصك لكثير من التغيرات بالقيمة السوقية، إضافة لكونها ذات مخاطر منخفضة نسبيا.

■ تتمتع بمرونة لا تتمتع بها الصكوك الأخرى، فهي لا تقيد الجهة المصدرة لهذه الصكوك بنوع معين من الأنشطة أو المشاريع أو الاستعمالات للأموال المحصلة، وإنما يمكنها من تمويل ما تراه من الأنشطة المتاحة أمامها.

■ أن صكوك ملكية الموجودات المؤجرة تخضع لعوامل السوق، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية أعيان (أصول عينية معمرة وأعيان استعمالية)، والأعيان تخضع فى تقويم أثمانها لعوامل السوق،

وبالتالى فى حالة ارتفاع قيمتها السوقية. مثل: حال المباني ذات المواقع المميزة. ترتفع القيمة السوقية للصك.

صكوك السلم:

عرفتها المعايير الشرعية الصادرة عن (AAOIFI) بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها؛ لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك. ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها حال لاستلامها مستقبلا وفقا لوقت ومواصفات متفق عليها.

ويساعد تقديم التمويل بكامله للمنتج على توفير المال اللازم لتمويل العمليات الإنتاجية وتوفير المنتج فى جانب العرض، وتقليل السعر فى جانب الطلب، فيسهم بذلك فى توفير أسباب الرخاء الاقتصادى بزيادة الإنتاج وتخفيض السعر بما يحقق الربح للمشتري والبائع.



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

وهناك ما يُسمَّى بالسلم الموازي؛ وهو اتفاق المشتري مع جهة أخرى على بيعها المنتج المتفق عليه في اتفاقية السلم الأول.

صكوك الاستصناع:

تُعرَّف بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك. حيث يحصل الصانع أو المتعهد أو وكيل أى منهما على قيمة الصكوك، ثم يباشر تصنيع المنتج بحسب المواصفات، ويقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط، ويصبح حاملو الصكوك هم ملاك المنتج المستصنع.

وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد

الطاقة الكهربائية والماء وغيرها وفقا لمواصفات محددة في العقد وتاريخ للاستلام وقيمة محددة يتم الاتفاق حولها. ويمكن توليف

صيغ أخرى معها للاستجابة

لمتطلبات العمل والتمويل. وهى من الصيغ الأكثر تداولاً في عالم الصكوك.

صكوك المrabحة:

تُعرَّف بأنها: هى وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المrabحة، وتصبح سلعة المrabحة مملوكة لحملة الصكوك. حيث يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما، ثم يبيعها في الأسواق، والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق.

وحيث تقوم تلك الصكوك على مبدأ المrabحة، الذى ينتج ديناً في ذمة مصدر الصك، وعندما يصبح للصك حكم الديون، فلا يجوز تداوله بأعلى أو أقل من قيمته، لأن الديون تُقضى بأمثالها.

صكوك المزارعة:

تُعرَّف بأنها: هى وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد. وهذه الصكوك يصدرها مالك الأرض الزراعية أو وكيله بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المنصوص عليه في العقد.

وتحدد نشرة إصدار صكوك المزارعة نوع ومواصفات ومساحة الأرض، ونوع المحاصيل المطلوب زراعتها وتكلفة الزراعة من آلات ومعدات وبذور وسماد وأجور المهندسين والعمال والمحصول المتوقع الحصول عليه، وطريقة تقسيمه بين مالك الأرض والمزارع (حملة الصكوك)، وكذلك مدة المزارعة.

ولا تختلف صكوك المغارسة أو المساقاة كثيراً عن صكوك المزارعة، فصكوك المغارسة يُصدرها مالك الأرض أو وكيله لتمويل تكاليف الغرس بموجب عقد المغارسة، ويشترك حملة الصكوك في الأشجار التى تم غرسها في الأرض التى تم الغرس عليها وفقاً للعقد؛ حيث يُعد المكتتبون في صكوك المغارسة مغارسين يستحقون حصة في الأرض المغروسة بالشجر بعد إثماره حسب الاتفاق.

أما صكوك المساقاة فيُصدرها مالكو المزارع المزروعة بأشجار ذات أصول ثابتة مثل: النخل والعنب والزيتون، لاستخدام حصيلتها في الصرف على الزراعة ورعايتها وتعهدها بالرى وتهئية شبكات المياه والصرف والتسميد والتقليم ومعالجة الآفات الزراعية، ثم جنى المحصول وبيعه أو تخزينه وتسويقه، ويقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساقى، حيث تموّل حصيلة الصكوك هذه الأنشطة، ويستحق حاملوها الحصة المتفق عليها من المحصول.

الصكوك المصدرة بغرض الاستثمار:

صكوك المشاركة:

هى وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها

■ يمكن تقسيم الصكوك على حسب الغرض من الإصدار إلى صكوك مصدرة بغرض التمويل وأخرى مصدرة بغرض الاستثمار.



الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. وصكوك المشاركة قد تأخذ عدة أشكال من حيث مدة المشروع، فهي إما مشاركة دائمة أو مشاركة مؤقتة بفترة زمنية محددة أو مشاركة منهية بالتمليك.

صكوك المضاربة:

تحمل هذه الصكوك قيمة متساوية يُصدرها المضارب: وهو من يقوم بالتنظيم وإدارة المشروع المقترح بغرض تمويل ذلك المشروع أو مجموعة من المشروعات المفصلة أو المفوض له فيها بالعمل، وبموجبه يكون حاملو الصكوك هم أصحاب رأس مال المشروع، ويبقى المشروع مشاركة بينهم وبين المنظم أو المضارب بنسبة متفق عليها من الربح ويتحملون الخسائر المتوقعة في رأس المال، إلا إذا حدثت الخسارة نتيجة لإهمال أو تقصير أو مخالفة لشرط من شروط العقد من المنظم، ففي هذه الحالة يضمن قدر الخسارة

في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار. وذلك كما يلي:

. صكوك الشركة:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

. صكوك المضاربة:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

. صكوك الوكالة بالاستثمار:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

إن حدثت. وتختلف عن صكوك المشاركة في كون المضارب (المنظم أو الشريك بالعمل) لا يشارك في رأس المال، وإنما يشارك فقط بإدارته وعمله.

ولصكوك المضاربة العديد من الصور المتنوعة، فهي طبقاً لحرية المضارب في النشاط نوعان: مضاربة مقيدة؛ تستثمر أموالها في مشروعات معينة وبشروط محددة مسبقاً. ومضاربة مطلقة؛ يُفَوَّض فيها المضارب بأن يفعل ما يراه.

وتقسم الصكوك طبقاً توقيت الاسترداد تُقسَّم إلى صكوك مضاربة تُسترد بالتدرج وأخرى تُسترد في آخر المشروع، وتُقسَّم على حسب طريقة رد قيمة الصكوك إلى مضاربة منتهية بتمليك المشروع أو صكوك قابلة للتحويل إلى صكوك من نفس النوع أو أنواع أخرى أو حتى التحويل لأسهم عادية، وفق ضوابط شرعية معينة.

س 12 – ما هي أطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامية؟

ج 12 – أطراف التعامل في إصدار الصكوك:

1- مصدر الصك (الجهة المستفيدة):

مصدر الصك (الجهة المستفيدة): وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية، ومصدر الصك قد يكون شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينبو عن المصدر في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية ذات غرض خاص (SPV (Special Purpose Vehicle) – مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار.

2- وكيل الإصدار:

وهو مؤسسة مالية وسيطة تتولى عملية الإصدار، وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر.





س-13 ما هي مراحل اصدار وطرح الصكوك؟

ج13 - مراحل إصدار وطرح الصكوك:

1 - مرحلة الهيكلية: وتعنى إعداد التصور والهيكل التنظيمى الذى يُمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسات الجدوى، وتضمن ذلك كله فى نشرة الاكتتاب.

وفى هذه المرحلة وقبل الدراسة للهيكلية المناسبة للإصدار يتم اختيار الطريقة المناسبة للإصدار، وفى هذا خياران على حسب الحاجة، وهما:

الخيار الأول: طرح صكوك، وذلك لتلبية حاجة لتمويل مشروع استثمارى فى المستقبل، ويتم فيها طرح صكوك

3- مشترى الصكوك:

والذى قد يكون بنكاً أو مؤسسة مالية محلية أو عالمية أو مجموعة من الأفراد، حيث قد يتمتع هؤلاء بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة، مما قد يشجعهم على الدخول فى عمليات الاستثمار فى شراء الصكوك؛ بهدف استغلال هذه السيولة الفائضة فى عمليات تحقق عوائد مرتفعة نسبياً مقارنة بالعائد على الفرص الاستثمارية المتاحة. وفى نفس الوقت إمكانية التخارج منها بسهولة؛ ببيعها فى السوق إذا ما كانت تلك الصكوك ضمن الأنواع القابلة للتداول.

4- مدير الاستثمار:

وهو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها، بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار.

5- أمين الاستثمار:

هو المؤسسة المالية الوسيطة التى تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد الوكالة بالأجر الذى تحدده نشرة الإصدار.

■ هناك عدة أطراف مرتبطة بعملية إصدار الصكوك مثل الجهة المستفيدة والشركة ذات الغرض الخاص ووكالات التصنيف الائتماني.

6- وكالات التصنيف العالمية:

تقوم هذه الوكالات بدور أساسى فى تصنيف الإصدارات المالية التى تطرح فى أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وأهم هذه الوكالات Moody's، Standard & Poor، Fitch، كما توجد فى الوقت الحالى وكالات تصنيف إسلامية تُقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، مثل: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف RAM.



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION



س-14 هل ستقوم الحكومة بتمويل عجز الموازنة العامة للدولة عن طريق الصكوك؟

ج-14- توجه حصيله الصكوك لتمويل ما تحتاجه البلاد من مشروعات بنية أساسية أو استثمارية تمثل توسعاً تحتاج إليه الدولة والمجتمع، وهو ما يسمح بتوفير التكلفة الخاصة بهذه المشروعات بما يحقق المميزات التالية:

■ لا تمول الصكوك الحكومية عجز الموازنة وإنما تمول استثمارات وأنشطة حكومية.

■ توفير مشروعات ملحة مثل البنية الأساسية؛ كإنشاء الطرق والمطارات... إلخ، التي يحتاجها المجتمع.

■ توفير ما يقابل تمويلها أو بعضه في الموازنة العامة؛ بما

يسمح بخفض العجز بالقيمة الموفرة أو توجيهه لتمويل خدمات أخرى.

وبالتالى ينعكس هذا التوفير بشكل غير مباشر على تخفيض

وتسويقها للمستثمرين (حملة الصكوك) واستغلال الحصيله فى إقامة المشروع والاستفادة منه لفترة زمنية معينة، وصولاً لمرحلة استهلاك (إطفاء) الصكوك.

الخيار الثانى: تصكيك موجودات، وذلك لتلبية حاجة لتوفير سيولة من خلال استغلال أصول مشروع قائم بالفعل، حيث يتم تصكيك موجودات (أصول) قائمة بالفعل وطرحها وبيعها للمستثمرين (حملة الصكوك) واستغلال المُصكَّك للحصيله فى أغراضه الخاصة، على أن يستفيد المستثمرون بالأصل المُصكَّك بإيجاره مثلاً لفترة زمنية معينة، وصولاً لمرحلة إطفاء الصكوك.

2- تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين): وذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص SPV، بحيث تكون ذات شخصية مستقلة، بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين، وذلك لتمثيلهم فى العلاقات بالجهات المختلفة.

■ تمر عملية اصدار الصكوك بعدة مراحل تبدأ من الهيكله وتنتهى بالإطفاء (الاسترداد).

3- تسويق الصكوك

للاكتتاب: بهدف جمع الأموال التى ستموّل بها الموجودات الممثّلة للصكوك.

4. استغلال الحصيله: وفق ما هو منصوص عليه فى نشرة الاكتتاب.

5- مرحلة ما بعد الإصدار: وذلك بتوفير سوق ثانوية للإصدارات المطروحة، إذا ما كانت الصكوك المصدرة من الأنواع القابلة للتداول، مما يُضفى صفة السيولة على هذه الإصدارات، فيُوفر لها جاذبية أكبر بالنسبة للمستثمرين؛ وصولاً للمرحلة النهائية وهى مرحلة الإطفاء (الاسترداد) عن طريق بيع موجودات الصكوك وتوزيع الحصيله على مالكي الصكوك.



مثل (الحجز، الرهن، الوصية، الهبة، الإرث)، حيث استقر قضاء المحكمة الإدارية العليا على أن الترخيص بالانتفاع بالمال العام هو بطبيعته تصرف إداري مؤقت لا يُرتَّب حقًا ثابتًا نهائيًا لحق الملكية، بل يُعطى للمرخص مجرد ميزة الانتفاع بالمرخص به وأنه يسقط بالحالات الآتية:

تخلف شرط صلاحية استمرار الانتفاع بالمال، أو انقضاء الأجل المحدد، أو توافر مصلحة عامة من إلغاء الترخيص. وهذا يعطى سلطة تقديرية واسعة للدولة فى تقرير مدى ملائمة أى مشروع تم طرحه بنظام حق الانتفاع بحيث تقرر استمرار الترخيص أو إنهائه.

العجز فى الموازنة العامة للدولة أو إعادة توجيه هذه المبالغ إلى مجالات وقطاعات أخرى تعاني عجزًا فى التمويل.

وبذلك لن تقوم الحكومة عن طريق الصكوك بتمويل عجز الموازنة، بل ستقوم بتمويل جزء من الإنفاق العام المتمثل فى الاستثمارات العامة عن طريق طرح صكوك إسلامية بصيغ تمويل مختلفة (مشاركة، مضاربة، مرابحة، سلم...) وهو ما يعنى أن الموازنة العامة لن تتحمل التكلفة المالية الخاصة بإنشاء هذه الأصول الحكومية سواء أكانت مشروعات بنية أساسية أم طرقًا وكبار أم مطارات، وهو ما يعنى بالتبعية توفير المبلغ المقابل، وبالتالي سينعكس هذا التوفير بشكل غير مباشر على تخفيض العجز فى الموازنة العامة للدولة أو إعادة توجيه هذه المبالغ إلى مجالات وقطاعات أخرى تعاني عجزًا فى التمويل.

س 15 – هل يمكن للصكوك ان تبيع قناة السويس للأجانب؟

ج- 15 أفردت المادة الخامسة من القانون تفصيلا دقيقا لما يجوز طرح الصكوك فى مقابله؛ حيث أكدت المادة على عدم جواز استخدام الأصول الثابتة المملوكة للدولة ملكية عامة أو

منافعها لإصدار صكوك حكومية فى مقابلها، وهى بذلك تشمل كل الأصول الثابتة المملوكة ملكية عامة للدولة التى تمثل فى مجموعها أصولا مملوكة للأمة المصرية مثل (نهر النيل،

■ ما يثار حول إمكانية رهن أو بيع أو التفريط فى قناة السويس ليس له أى أساس من الصحة.

الأهرامات، قناة السويس،... إلخ).

أما الأصول المملوكة للدولة ملكية خاصة (مثل: شركات القطاع العام) فقد سمح القانون بإصدار صكوك فى مقابل حق الانتفاع فقط دون ملكية الرقبة، وهو ما يعنى عدم إمكانية التصرف بحال من الأحوال فيها بتصرف يرتبط بملكية الرقبة



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

س16: ما الفرق بين الملكية العامة والملكية الخاصة للدولة؟

ج-16 للدولة نوعان من الملكية: أصول عامة مملوكة ملكية عامة، وأصول عامة مملوكة ملكية خاصة كما سبق التفصيل فى السؤال السابق، وأصول الدولة الثابتة ذات الملكية العامة يحظر مشروع قانون الصكوك حظرًا تامًا طرحها مقابل الصكوك، أما الأصول الثابتة والمنقولة المملوكة ملكية خاصة فقد أباح القانون طرح صكوك فى مقابلها حق الانتفاع فقط.

س-17 ماذا تعنى ملكية الرقبة والمنفعة المشار إليها؟ وهل يجوز الحجز على الأصول الحكومية؟

ج 17: الملكية التامة تتضمن ثلاثة أمور: حق الرقبة، حق الاستخدام، حق الاستغلال. ولا تنسحب أى حقوق ملكية من رهن وحجز ووصية وهبة وإرث إلا على الملكية التامة التى تتضمن الثلاثة معًا ومثالا على ذلك: حينما تمتلك شقة تسكنها، تكون قد تمتعت بحق الاستخدام، وعندما تؤجرها تكون قد تمتعت بحق الاستغلال، ولا يحق للمستأجر أن يبيعها ولا حتى يؤجرها إلا بموافقتك، وعندما تبيعها تكون قد استخدمت حق ملك الرقبة.

■ الملكية التامة تشمل ملكية الرقبة وملكية المنفعة، وملكية الرقبة هى التى يسرى عليها حقوق التصرف.

وبالتالى من المستحيل قانونا للمستأجر أن يتصرف فى الشقة تصرف مالك الرقبة، فليس له أى حق من حقوق التصرف المشار إليها على الشقة من رهن وإرث وهبة... وهكذا.

وكذلك الصكوك الحكومية ليس بها ملكية رقبة مطلقا، والمقصود



أن أى حديث عن مخاوف موهومة من الرهن أو الحجز مثلا على الأصول الحكومية المطروحة بنظام الصكوك ليس له أى أساس من الصحة؛ حيث لا توجد ملكية رقبة مطلقا كما ورد تفصيلا فى الرد على السؤال رقم 15.

س18 – هل الصكوك تبيع الدولة والشركات المحلية للأجانب؟

ج18 – نعتقد أن هناك قناعة تامة لدى معظم الاقتصاديين والخبراء بأن زيادة الاستثمار الأجنبي في مصر هدف مهم لأي حكومة؛ لأن زيادة هذه الاستثمارات تعنى زيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي، وبالتالي زيادة دخول الأفراد، كما أنه يسمح باستخدام أساليب الإدارة الحديثة والسماح بدخول التكنولوجيات الحديثة، والمساعدة في تنمية وتدريب الموارد البشرية وتحفيز الاستثمار في البحوث والتطوير، خاصة في حال توجه هذه الاستثمارات إلى القطاعات الإنتاجية ذات القيمة المضافة.

كما أن هناك حقيقة لا بد من الإشارة إليها وهي أن الأجانب

■ لا يمكن للصكوك أن تعرض سيادة الدولة للخطر، فهناك أجهزة رقابية تراقب نسب تملك الأجانب.

بالفعل يستثمرون في الاقتصاد المصري ومتاح لهم شراء جزء من أسهم الشركات الحكومية والخاصة المقيدة في البورصة وشراء أذون وسندات الخزانة بدون أدنى حظر، كما أن جميع هذه العمليات خاضعة لإشراف ورقابة هيئة الرقابة المالية والبنك المركزي المصري.

كما أن هناك استثمارات قائمة بالفعل في موانئ ومطارات لشركات أجنبية، وليس بها أدنى مساس بسيادة الدولة؛ فميناء العين السخنة والأديبة بالسويس تحت إدارة شركة موانئ دبي العالمية، كما أن مطار مرسى علم أنشأته وتديره شركة الخرافي الكويتية بنظام B.O.T، ولن تسمح الحكومة. أي حكومة. ببيع أو مساس الأجانب بأصول في أماكن ذات طبيعة خاصة.

س19: هل الصكوك شكل جديد من أشكال «الخصخصة»؟ وهل هي امتداد لفكرة الصكوك الشعبية؟

ج19 – هناك خلط غير مبرر بين فكرة «الصكوك الشعبية» التي طرحتها حكومة نظيف و«الصكوك» التي يتم طرحها حالياً، وإبراز الأمر على أنه نوع وشكل جديد للخصخصة أمر يدعو للدهشة، فللايضاح السريع والمركّز: فكرة «الصكوك الشعبية» التي طرحتها حكومة نظيف كان غرضها توزيع ملكية القطاع العام على المشاع لأفراد الشعب (فكان الاتجاه للخصخصة بشكل جديد)، بينما فكرة الصكوك التي تُطرح حالياً هي لتمويل بعض المشروعات المحددة لفترة محددة

■ لا توجد أدنى علاقة بين الصكوك الشعبية والصكوك الإسلامية، فالعلاقة بينهما كـ «علاقة كرة القدم بالكرة الأرضية».

ثم تعود الملكية للدولة في حالة الصكوك الحكومية (بمعنى أن الاتجاه يكون للعممة «من التعميم») أي إن الفكرتين تسيران في اتجاهين مختلفين تماماً.





الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

س-20 لماذا لم يحدد القانون مدة حق الانتفاع علما بأن في هذا مخاطر؟

ج-20 لم ينص القانون على مدة كحد أقصى لمدة انقضاء حق الانتفاع؛ حيث إن هناك قوانين أخرى تُنظّم هذا الأمر، وعلى أى حال لابد من الإشارة إلى حقيقة هامة، وهى أن إصدار الصكوك يكون على أساس اقتصادي، وبالتالي فإن المشروعات ذات فترة الاسترداد القصيرة تكون هى المشروعات المفضلة وذات الجاذبية للمستثمر؛ ولذا فإنه لا مجال لفتح حق الانتفاع لمدة طويلة لضمان نجاح عملية الطرح من الأساس، كما أن متوسط عمر إصدارات الصكوك عالميا يتراوح بين 5-7 سنوات فقط وأقصى مدة استثنائية فى أحد الإصدارات هو 12 سنة، حيث لن ينتظر المستثمر عشرات السنوات لاسترداد أمواله.

■ تصدر الصكوك على أسس اقتصادية وقصر مدتها ضرورة لإمكانية تسويقها.

س 21 – هل الحكومة والقطاع الخاص تحتاج حقيقة للصكوك كأداة تمويلية؟

ج-21 تعاني الموازنة العامة للدولة من مشكلات مزمنة، أبرزها دَين عام داخلى يتجاوز الترليون جنيه (الترليون = 1000 مليار)، وإذا ما أضفنا عليه الدين الخارجى سيصل لحوالى 1,3 ترليون جنيه قابلا للزيادة خلال السنوات القادمة إذ لم تُتخذ الإجراءات والإصلاحات الهيكلية اللازمة، وهو ما يتزايد معه أعباء خدمة هذا الدَين والذي يلتهم ربع المصروفات العامة، وبالتالي تستمر إشكالية تدبير موارد مالية للقيام بالاستثمارات العامة اللازمة لعملية التنمية فى ظل العجز المتفاقم فى الموازنة العامة للدولة.

ويؤدى عجز الموازنة المتزايد ومشكلة آليات تمويله إلى إصدار وطرح

أذون وسندات الخزانة بشكل مستمر ومتزايد، مما يؤدى إلى بروز ظاهرة مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص فى سوق الائتمان المحلى، وما ينتج عن ذلك من ارتفاع فى أسعار الفائدة على الاقتراض، وبالتالي صعوبة حصول القطاع الخاص على التمويل اللازم لمشروعاته من سوق الائتمان؛ نظرا لارتفاع المخاطر المرتبطة بهذه المشروعات مقارنة بالعائد المتوقع منها مقابل الأذون والسندات الحكومية.

حيث إن زيادة طلب الحكومة على الأرضة المتاحة للاقتراض فى الجهاز المصرفى خلال الفترة السابقة نتيجة لانخفاض الإيرادات العامة وتباطؤ النشاط الاقتصادى إضافة لارتفاع المخاطر السيادية، وانخفاض التقييم السيادى نظرا

■ يعانى القطاع الخاص من ارتفاع تكلفة الاقتراض، وهناك حاجة ماسة لتوفير تمويل لأعماله من مصادر إضافية وجديدة.

■ تعاني الموازنة من قيود كثيرة ودين عام متضخم، ولابد من مصادر تمويل جديدة.

لعدم الاستقرار الذى عاشته مصر منذ قيام الثورة- قد ترتب عليه ارتفاع أسعار الفائدة على أذون وسندات الخزانة العامة لما يقترب من 16% على الأذون والسندات، كما ارتفعت أسعار الفائدة على السندات الدولارية لمدة عام، والتى أصدرتها الحكومة فى شهر فبراير 2012 إلى 3,8 % وهو معدل فائدة مرتفع جدا على الدولار

مقارنة بالمتوسط العالمى للفائدة على الدولار.

يضاف إلى كل ما سبق، الانخفاض الحاد فى معدلات النمو الاقتصادى (2% فى العام المالى 2012/11)، وأيضا فى رصيد الاحتياطيات الدولية من النقد الأجنبى.

ولذلك لابد من إيجاد بدائل تمويلية جديدة أمام القطاع الخاص الذى يعوّل عليه كثيرا من إحداث التنمية الاقتصادية المنشودة فى مصر. وتبرز هنا أهمية الصكوك كأداة تمويلية تصلح للاستعمال من قبل الحكومة والشركات الاستثمارية والبنوك فى تعبئة الموارد المالية لتنميتها بالطريقة التى تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.



س 22: هل تستطيع الشركات الاقتصار فقط على الأسهم والسندات كمصادر للتمويل؟

مصدرها مدخرات الجمهور أيضاً، ويفرض البنك لنفسه جزءاً من العائد مقابل الوساطة المالية فأضحت الصكوك أقل كلفة من التمويل المصرفي.

■ يترتب على إصدار أسهم لزيادة رأس المال (في حالة عدم اكتتاب قدامى المساهمين في هذه الزيادة لأسباب مالية خاصة بهم) دخول شركاء جدد في ملكية الشركة، وهذا يؤدي إلى اضمحلال سيطرة الملاك الحاليين (حملة الأسهم الحاليين) على مقاليد أمور

الشركة، وهو أمر غير مرغوب فيه بالنسبة إليهم، أما إصدار الصكوك فلا يؤدي إلى مثل ذلك.

■ يناسب إصدار الصكوك وضع تمويل معين حينما يكون التمويل بالأسهم أو بالاقتراض مكلف أو غير ممكن.

■ قد يؤدي إصدار مزيد من الأسهم من قبل الشركة إلى انخفاض قيمة أسهمها المتداولة في السوق لزيادة عدد المعروض منها وهذا يلحق ضرراً بحملة الأسهم الحاليين.

■ تمتلك الشركات الكثير من الأصول الصالحة لأن تكون محلاً لإصدار الصكوك عن طريقة البيع لحملة الصكوك ثم إعادة

ج22 - كما أن المستثمرين يفضلون أنواعاً من الأوراق المالية، كذا الشركات تحتاج إلى التنوع في مصادر التمويل. فيقول البعض: إنه لا حاجة بنا للصكوك وعلى الشركات إذا أرادت التمويل إصدار أسهم أو التمويل بالصيغ الإسلامية من البنوك كالمربحة ونحوها. لكن الشركات أحياناً تجد أنه من الأفضل لها أن تمول بطرق أخرى ولا تصدر الأسهم. وذلك لعدد من الأسباب منها:

من جانب العرض:

■ إن إصدار الصكوك أقل تكلفة على الشركة من إصدار الأسهم؛ لأن الأسهم يحصل حملتها على نصيب من الربح الناتج عن كامل نشاط الشركة، أما الصكوك فتدفع الشركة عليها عائداً مرتبطاً بأجرة أصل أو عائد مشروع بعينه تابع للشركة ولكنه له ذمة مالية مستقلة.

وربما قائل يقول: لم لا تمول الشركة من البنوك؟ فالجواب: أن الصكوك يشتريها الجمهور مباشرة بينما أموال البنك التي



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

الاستئجار، وقد استقر في النظر المالي أن في هذه الأصول قيمة
كامنة يمكن الاستفادة منها بإصدار الصكوك.

من جانب الطلب:

يتمثل هذا الجانب في أولئك الذين يشترون الصكوك من
السوق لغرض الاستثمار، وهذه النوعية من المستثمرين تفضيلات
لا تتحقق إلا في أوراق مالية ذات عائد شبه ثابت ومخاطر متدنية.
وكثير من المستثمرين لا يحب ركوب المخاطر ويقبل بعائد متدنٍ
مقابل المخاطر المتدنية؛ من ذلك شركات التأمين (وكذا شركات
التكافل) فإنها ملزمة في ظل القوانين المنظمة لأعمالها باستثمار
أموالها في استثمارات متدنية المخاطر كالسندات (في التقليدية)
أو ما يساويها في المخاطر من الاستثمارات الإسلامية، ولذلك فهي
تحتاج إلى أوراق مالية ذات نوعية مشابهة للصكوك.

س23 – هل هناك تجارب ناجحة لاستخدام أدوات التمويل على مستوى الشركات؟

ج23- هناك بالفعل العديد من التجارب، لعل من أهمها ما تم
في الربع الأخير من عام 2012:

■ صكوك بنك أبوظبي الإسلامي، والتي بلغت مليار دولار
وأصدرت بصيغة المضاربة في الثاني عشر من نوفمبر 2012.

■ صكوك بنك قطر الدولي، والتي بلغت قيمتها 750 مليون
دولار وأصدرت بصيغة الوكالة في الثاني عشر من أكتوبر 2012.

■ صكوك البنك السعودي
الفرنسي، والتي بلغت قيمتها
507 مليون دولار وأصدرت
بصيغة المضاربة والمربحة في
الثاني عشر من ديسمبر 2012.

■ هناك تزايد في اعتماد
الشركات والبنوك عالمياً
على إصدار صكوك.

■ صكوك بنك دبي الإسلامي،

والتي بلغت قيمتها 500 مليون دولار وأصدرت بصيغة الوكالة
بالاستثمار في الثاني عشر من أكتوبر 2012. وأيضاً هناك أمثلة
لشركات كبرى أصدرت صكوكاً لتمويل بعض مشروعاتها؛ مثل: شركة
سابك السعودية، ونخيل ودانه جازا الإماراتيين، وبتروناس الماليزية ودرية
البحرين وموانئ دبي... وغيرها.



س 24 - هل للصكوك مخاطر؟



ج-24 نعم، فهي أداة مالية كأى أداة أخرى، فهي تُمثل أصولاً غير نقدية قد تكون أعياناً أو سلعاً تُشتَرى وتباع، وقد تكون عقارات أو وسائل نقل أو معدات، وقد تكون أنشطة صناعية أو زراعية أو مشاريع خدمية، وهذه الأصول بطبيعة الحال معرضة للتلف أو انخفاض القيمة، وتتنوع المخاطر باختلاف الموجودات المكوّنة لهذه الصكوك؛ ومن الأمثلة على تلك المخاطر:

1- مخاطر المخالفة الشرعية فى أى مرحلة من مراحل إصدار الصك.

2- المخاطر التشغيلية المرتبطة بالموجودات محل الصكوك.

3- المخاطر القانونية المتعلقة بالتعاقدات مع أطراف عملية التصكيك.

4- مخاطر التعثر من جانب

الملتزمين.

5- مخاطر تعدى الد «شركة ذات

الغرض الخاص».

6- المخاطر السوقية سواء المخاطر النظامية أو المخاطر الخاصة

بالورقة المالية.

7- مخاطر تذبذب العائد، وبالأخص للصكوك المصدرة بموجب

عقود الإجارة والسلم والاستصناع.

8- مخاطر العملة ومخاطر الدولة.

9- مخاطر تغير أسعار الموجودات محل الصكوك المصدرة.

10- مخاطر ارتفاع تكاليف الإصدار.

س-25 هل يمكن تجنب تلك المخاطر أو تقليلها؟

ج-25 نعم يمكن تقليلها بشكل كبير وذلك عن طريق:

1- إيجاد بيئة تشريعية وقانونية قوية لتنظيم عملية الإصدار وضمان الحقوق لجميع الأطراف.

2- إسناد دور أكبر للمصدرين للصكوك، وذلك فى شكل ضمانات إضافية فى إطار عملية التصكيك.

3- تفعيل دور الرقابة الشرعية فى جميع مراحل عملية الإصدار.

4- الإدراج فى الأسواق الثانوية، والسعى لإصدارات تُلبى المتطلبات الشرعية فى التداول بشرط أن تكون الغلبة للأعيان على

النحو الذى ذهبت إليه الكثير من

المذاهب الفقهية.

5- السعى للتصنيف الدائم

لصكوك المصدرة من قبل وكالات

التقييم العالمية والمحلية.

6- تعهد طرف ثالث (أجنبى

عن جهة الإدارة وعن المشاركين «حملة الصكوك» ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية فى حال تعرضها للهلاك.

7- توفير متعهد باسترداد الصكوك غير الجهة المديرة، حيث يجوز

له حينئذ استرداد القيمة الاسمية للصك، وذلك على عكس الجهة المديرة التى لا يجوز التعهد منها بالاسترداد إلا بالقيمة السوقية،

والتي قد تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية.

8- تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار باقتطاع جزء من أرباح

حملة الصكوك، والذي من خلاله يُمكن سد الخسارة التى قد تقع على الصكوك.

■ يمكن تجنب وتقليل المخاطر المرتبطة بالصكوك بمجموعة متعددة من الاجراءات.

■ للصكوك مخاطر كأى أداة مالية أخرى.



س 27 – هل يمكن تداول الصكوك بالبورصة؟

ج 27 – نعم يمكن بيعها بالسوق الثانوية، فهناك نوعان من الصكوك قابلة للتداول؛ وهى التى تكون قائمة على موجودات مثل:

المشاركة والإجارة؛ ولا بد من إيجاد

■ يمكن بيع وشراء
الصكوك فى البورصة
مثلها مثل الأسهم.

آلية تخارج منها، وهذا ما يبحث
عنه المستثمر الذى لابد أن يجد
سوقاً له يتم التخرج فيه من

الصكوك، ويسمح القانون المصرى

للصكوك بذلك. وهناك صكوك أخرى قائمة على الديون مثل: السلم
والاستصناع لا يتم تداولها بالسوق لعدم جواز ذلك وفقاً للقواعد
الشرعية.

س 26 – هل حدث أن تعثرت بعض الشركات عن السداد لحملة الصكوك؟

ج 26 – كما تحدثنا سابقاً فإن هناك العديد من المخاطر التى
تواجه الصكوك مثلها مثل باقى الأدوات المالية الأخرى، وهناك بالفعل
تجارب للتعثر، مثل: عجز شركة «نخيل» بالإمارات عن سداد الصكوك،
ولكنها تم حلها سريعاً.

ولا يعود هذا العجز إلى مشكلة
فى الصكوك وإنما لحالة اقتصادية
تعرضت لها الإمارات؛ حيث كانت
فقاعة العقارات آنذاك بالإمارات

■ تعثر بعض اصدارات
الصكوك غالباً ما يكون
مرتبط بوضع اقتصادى
استثنائى، أو بوجود
مخالفات شرعية.

وانهيار الأسعار مع الأزمة العالمية
لسوق العقارات فى دبي، حيث لم يكن من الممكن إنجاز المشروع وكان
من الممكن أن يحدث الموقف نفسه لو أن صكوك شركة نخيل كانت
سندات تقليدية.

س 28 – هل سيتم سحب السيولة من البورصة المصرية بعد إتاحة الصكوك للتداول بأسواق المال؟

ج28- يترتب على الاستثمار في الصكوك إقامة مشروعات بنية تحتية، وربما صكوك شركات تقوم بزيادة أنشطتها ومشروعاتها، وهذا يرفع من معدل الاستثمار على مستوى الاقتصاد القومي يتبعه زيادة بالناتج المحلي الإجمالي مما يرفع مستوى دخل الفرد بمصر، وذلك يؤدي بطبيعة الحال إلى حالة رواج اقتصادي، والذي ينعكس إيجاباً على أداء البورصة المصرية.

كما أن المستثمر المستهدف بالاستثمار في الصكوك له طبيعة خاصة مختلفة تماماً عن المستثمر الموجود في بورصة الأوراق المالية بمصر.

س -29 ما هي الشرائح المستهدفة من طرح الصكوك؟

ج-29 يخاطب طرح الصكوك أربعة شرائح أساسية؛ وهم:

الشريحة الأولى: البنوك والمؤسسات المالية العالمية التي أصبحت الصكوك ضمن محافظها الاستثمارية وترغب في دخول أسواق جديدة مثل مصر؛ إضافة لبعض المؤسسات المالية القادرة على اجتذاب فوائض الأموال الخليجية، والتي تشترط الاستثمار وفق آلية الصكوك.

■ هناك أربع شرائح مستهدفة من طرح الصكوك.

الشريحة الثانية: المصريون

الذين يرغبون في التعامل وفق

أدوات تتوافق مع الشريعة وبشكل حقيقي ومنضبط.

الشريحة الثالثة: القطاع غير الرسمي الذي يفضل أدوات الملكية

مثل: الأسهم المدرجة بالبورصة، وبالتالي نتوقع جاذبية الصكوك



لهم كأداة ملكية سيُقبل ويُتداول منها في البورصة ما يسمح الشرع بتداوله؛ لاحتياج هذه الشريحة الشديد للاستثمار في أدوات مالية مقيمة لتسهيل عملية الخارج.

الشريحة الرابعة: المصريون العاملون بالخارج؛ وخاصة العاملون

بمنطقة الخليج العربي، والذين يترقبون إصدارات صكوك متوافقة مع الشريعة للاستثمار فيها؛ نظراً لتأثرهم بنجاح تجربة الصكوك في العالم الخارجي خاصة في منطقة الخليج العربي.



الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

س30 - هل الصكوك بديل عن أنظمة المشاركة مثل ال B.O.T و PPP؟

ج30- الصكوك لا تمثل بديلا

لأنظمة المشاركة مثل ال B.O.T و PPP، وإنما تُعتبر مكملة ومتممة لها، حيث توفر الصكوك آلية تمويل مناسبة لطبيعة مشروعات المشاركة

بين القطاعين العام والخاص من حيث طبيعة الأجل الزمنية الطويلة، وارتباطها بمشروع واحد تنشأ له شركة ذات غرض خاص. حيث إن طرح الإصدارات الحكومية من الصكوك ضمن القانون

■ لا تعد الصكوك بديلا عن أنظمة المشاركة بين الحكومة والقطاع الخاص وإنما داعمة ومتممة لنجاحها.

يتمشى تماما مع مسح أجراه صندوق النقد الدولي على عدة دول نامية من تلك التي تواجه قيودا حالية في الإنفاق على الاستثمارات العامة، ولن تكون مقيدة بالتعهد بالإنفاق في مرحلة لاحقة، وبالتالي يمكن تقديم هذا الإنفاق من خلال القطاع الخاص وفقا لأنظمة المشاركة المتعارف عليها؛ مثل: أنظمة ال PPP وال B.O.T وغيرها. وهذا الوضع نعتقد أنه يتمشى مع الحالة المصرية، وفي إطار الإصلاحات المالية الضرورية للموازنة نعتقد أن «الزمن له دور» والحاح اللحظة الحالية من الاحتياج الشديد لتوفير تمويل لمشروعات البنية الأساسية المتهاكلة والضرورية يفرض البحث عن بدائل خارج الإطار التقليدي.

وتأتى الصكوك لتلبى الاحتياجات التمويلية اللازمة لهذا النوع من أنظمة المشاركة، ولتكون متممة لها وداعمة لنجاحها، ولنأخذ مثلا لمزيد من الإيضاح: إصدار صكوك لتمويل مشروعات للبنية التحتية الاقتصادية (كمشروعات الكهرباء والموانئ والطرق السريعة وغيرها) والتي غالبا ما تتمتع بالسلامة المالية وبالتالي يتحقق من ورائها عوائد جيدة تكون جاذبة للقطاع الخاص للدخول والاستثمار لمدة محددة؛ هي مدة الصكوك، ثم تذهب الملكية للدولة إما عن طريق الشراء التدريجي أو الشراء في نهاية المدة (وفي هذا الإطار تصلح صكوك الاستصناع وصكوك المشاركة).

أما مشروعات البنية التحتية الاجتماعية (مثل المدارس والمستشفيات الحكومية) والتي غالبا ما تكون غير جاذبة للقطاع الخاص فيمكن استخدام (صكوك إجارة الخدمات)، وبالتالي يصبح ملاك الصكوك هم ملاك الخدمات، على أن تتعاقد الحكومة مع شركة المشروع مقابل دفع عوائد مجزية، ويتم إعادة تقديم هذه الخدمات مجانا أو برسوم رمزية مدعمة لأفراد الشعب، وبالتالي تصبح العلاقة التعاقدية بين حملة الصكوك كمالك للخدمة من جهة، والحكومة كمستفيد بمقابل كجهة ثالثة: دون أدنى مساس أو علاقة بالمستفيدين من أفراد الشعب.





الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي
EGYPTIAN ISLAMIC FINANCE ASSOCIATION

مجلة التمويل الإسلامي



شهرية تصدر مؤقتاً بشكل ربع سنوى
عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي

تليفون: ٢٧٣٦٢٣١٥ فاكس: ٢٧٣٦٢٩١٥

لمزيد من المعلومات ١٢ شارع محمد انيس - الزمالك

www.eifa.co

magazine@eifa.co

<https://www.facebook.com/EgyptianIslamicFinanceAssociation>

<https://twitter.com/eifatweet>



FINANCIAL SOLUTIONS



The Global Leader in **Islamic** Banking Solutions

الشركة الرائدة عالمياً في تقديم الحلول المصرفية الإسلامية

