

**القواعد التنظيمية لإصدار الصكوك السيادية
وآليات الرقابة عليها في ضوء أحكام القانون
رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ ولأئحته التنفيذية**

**Regulatory rules for issuing sovereign
sukuks and oversight mechanisms
In light of the provisions of Law No. 138
of 2021 and its executive regulations**

إعداد

د / إيهاب عبد الرحمن محمد إسماعيل

مدرس القانون التجاري

كلية الحقوق – جامعة الزقازيق

Dr, Ehab Abdel Rahman Mohammad Ismail

Commercial law teacher

Faculty of Law - Zagazig University

القواعد التنظيمية لإصدار الصكوك السيادية وآليات الرقابة عليها في ضوء أحكام القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ ولأئحته التنفيذية

الملخص

يعد إصدار الصكوك السيادية كأداة تمويل ليس بالأمر المستحدث في العالم، بل هي أداة توجد في أكثر من سبعون دولة حول العالم، نذكر منها بريطانيا وماليزيا والإمارات والمغرب ومصر. وتستهدف آلية إصدار الصكوك السيادية شريحة جديدة تتمثل في المستثمرين العرب والأجانب، وبصفة خاصة من الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وآسيا، ممن يعزفون عن استثمار أموالهم في الأوراق المالية المعروفة حالياً، من الأوراق والأدوات المالية للحكومة، ويفضلون المعاملات التي تتفق ومبادئ الشريعة الإسلامية.

والدافع نحو إصدار الصكوك السيادية يتمثل في رغبة الدولة في خلق مصادر للتمويل، وزيادة الحصيلة الدولارية للاقتصاد المصري، وجذب استثمارات جديدة في كافة القطاعات، ودخول أسواق مالية جديدة، للتوصل نهايةً إلى إجراء مفاوضات مع صندوق النقد الدولي حول برنامج إقراضي يشتمل على مكون تمويلي جديد.

وترغب الدولة في توجيه حصيلة الإصدار نحو تمويل المشروعات التنموية التي تعمل عليها، بغية دفع النمو الاقتصادي وتوفير فرص العمل لمواطنيها. وبالتالي تمثل الصكوك السيادية باباً جديداً لتوفير التمويل اللازم للدولة من أجل تنفيذ المشروعات التنموية والاستثمارية من جانب، وجذب شريحة جديدة من المستثمرين من جانب آخر.

ويمثل قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ والقرار رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار لائحته التنفيذية المظلة التشريعية لاستحداث هذا النوع الجديد من الأوراق المالية الحكومية في مصر، كما يضع القواعد التنظيمية التي تسمح للدولة بإصدارها على ضوءها وفقاً لما قرره المشرع.

Abstract

The issuance of sovereign sukuk as a financing tool is not something new in the world. Rather, it is a tool that exists in more than seventy countries around the world, including Britain, Malaysia, the UAE, Morocco and Egypt. The mechanism for issuing sovereign sukuk targets a new segment represented by Arab and foreign investors, especially from the Middle East, North Africa and Asia, who are reluctant to invest their money in currently known securities, such as government securities and financial instruments, and prefer transactions that are consistent with the principles of Islamic law.

The motive for issuing sovereign sukuk is the state's desire to create sources of financing, increase the dollar revenues of the Egyptian economy, attract new investments in all sectors.

The Sovereign Sukuk Law No. 138 of 2021 and Resolution No. 1574 of 2022 issuing its executive regulations represent the legislative umbrella for the introduction of this new type of government securities in Egypt, and it also sets the regulatory rules that allow the state to issue them in its light, according to what the legislator decided.

مقدمة

تعد الصكوك السيادية بمثابة أوراق مالية حكومية تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، تهدف إلى تمويل احتياجات الموازنة العامة، نشأتها في ذلك نشأت السندات وأذون الخزانة. وحق الانتفاع للأصول المملوكة للدولة ملكية خاصة يمثل حجر الزاوية التي يعتمد عليها إصدار الصكوك. ويتم ذلك عن طريق بيع حق الانتفاع لهذه الأصول أو تأجيرها أو التصرف فيها بأي شكل آخر، يتفق مع عقد الإصدار وضمن حصة مالك الصك، وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.

وإصدار الصكوك السيادية كأداة تمويل ليس بالأمر المستحدث في العالم، بل هي أداة توجد في أكثر من سبعون دولة حول العالم، نذكر منها بريطانيا وماليزيا والإمارات والمغرب ومصر. وتستهدف آلية إصدار الصكوك السيادية شريحة جديدة تتمثل في المستثمرين العرب والأجانب، وبصفة خاصة من الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وآسيا، ممن يعزفون عن استثمار أموالهم في الأوراق المالية المعروفة حالياً، من الأوراق والأدوات المالية للحكومة، ويفضلون المعاملات التي تتفق ومبادئ الشريعة الإسلامية.

والدافع نحو إصدار الصكوك السيادية يتمثل في رغبة الدولة في خلق مصادر للتمويل، وزيادة الحصيلة الدلارية للاقتصاد المصري، وجذب استثمارات جديدة في كافة القطاعات، ودخول أسواق مالية جديدة، للتوصل نهاية إلى إجراء مفاوضات مع صندوق النقد الدولي حول برنامج إقراضي يشتمل على مكون تمويلي جديد.

وترغب الدولة في توجيه حصيلة الإصدار نحو تمويل المشروعات التنموية التي تعمل عليها، بغية دفع النمو الاقتصادي وتوفير فرص العمل لمواطنيها. وبالتالي تمثل الصكوك السيادية بابًا جديدًا لتوفير التمويل اللازم للدولة من أجل تنفيذ المشروعات التنموية والاستثمارية من جانب، وجذب شريحة جديدة من المستثمرين من جانب آخر.

ويرى البعض؛ أن الصكوك السيادية تعد بمثابة فرصة واعدة للمواطن البسيط، للاستثمار في المشروعات التي قد تدشنها الدولة، والحصول على أرباح نقدية تفوق أرباح البنوك، مع ما تكفله تلك الصكوك من إعادة المبلغ المدفوع فيها للفرد بالكامل مع نهاية الإصدار.

ويمثل قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ والقرار رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار لائحته التنفيذية المظلة التشريعية لاستحداث هذا النوع الجديد من الأوراق المالية الحكومية في مصر، كما يضع القواعد التنظيمية التي تسمح للدولة بإصدارها على ضوءها وفقًا لما قرره المشرع.

وينشأ بموجب القانون سالف الذكر شركة مملوكة للدولة يطلق عليها شركة التصكيك السيادي، وهي شركة مساهمة مصرية مملوكة بالكامل للجهة المصدرة، والمتمثلة في وزارة المالية يتم تأسيسها وتنظيم أنشطتها وفقًا لأحكام هذا القانون. وشركة التصكيك السيادي شركة ذات غرض وحيد، يتمثل في إدارة وتنفيذ عملية التصكيك، وإبرام التعاقدات اللازمة، والانتفاع بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك، وذلك باعتبارها وكيلًا عن مالكي الصكوك السيادية.

وتلتزم الدولة في ظل قانون الصكوك السيادية بتحديد قائمة الأصول الثابتة والمنقولة والمملوكة للدولة ملكية خاصة، والتي تصدر على أساسها الصكوك السيادية،

وذلك بغية الوقوف على آلية حقيقية لتقييم حق الانتفاع لتلك الأصول الصادر على أساسها الصكوك مقابل تأجيرها لهذا الغرض.

وعلى الرغم من تزايد إقدام الدول المملكت للنظر على التعامل بالصكوك السيادية، إلا أن حجم التمويل من خلالها ما زال صغيراً بالمقارنة بالتمويل التقليدي، فعالمياً نجد أن التعامل بالصكوك محدود بالمقارنة بالسندات. إلا أننا نرى أن الوضع في المستقبل القريب سوف يتغير بالزيادة نحو الصكوك السيادية، خاصة في ظل زيادة الثقة بها، الأمر الذي يدفع الدول إلى اعتماد هذه الصكوك كأداة لتمويل المشروعات التنموية، ولإدارة السيولة في الأسواق. والتزايد المتوقع يرجع إلى أن وظائف الصكوك السيادية نجد أنها ذات الوظائف التي تودها السندات، إلا أن الأولى تكون بطريقة متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية على العكس من الأخيرة.

وفي الآونة الأخيرة نجد أن الصكوك السيادية قد اكتسبت أهمية بالغة، كنتيجة منطقية لما تقدمه من ميزات مالية واقتصادية استثمارية فريدة. فالصكوك السيادية تلعب دوراً بارزاً في سد فراغاً في سوق الأوراق المالية، والذي يعد بحاجة لباقة متكاملة من الأدوات التمويلية المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، رغبة في بناء أسواق مالية متكاملة من حيث نوع الأدوات المالية، وذات مخاطر متنوعة.

ووفقاً للقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ تختص اللجنة العليا للتقييم والمشكلة من الخبراء المعنيين بتقييم حق الانتفاع أو تقدير القيمة الإيجارية للأصول التي تصدر الصكوك السيادية بناءً عليها أو غير ذلك، بما يتفق مع عقود الإصدار، وذلك وفقاً لمعايير التقييم المالي للمنشآت ومعايير التقييم العقاري الصادرة عن الوزير المختص.

والصكوك السيادية منها ما يطرح داخل جمهورية مصر العربية، ويتم حفظها بشركة الإيداع والحفظ والقيود المركزي المختصة، وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، وتقييد بالبورصة المصرية للأوراق المالية. ويتم قيد الصك وشطبه بقرار من إدارة البورصة بناءً على طلب الجهة المصدرة، كما يتم تداوله وفقاً لقواعد التداول المعمول بها في البورصة المصرية بشأن الأوراق المالية الحكومية التي تطرح داخل جمهورية مصر العربية.

ومن الصكوك السيادية ما يتم طرحه خارج جمهورية مصر العربية بأحد البنوك الدولية المعنية بالإيداع والحفظ والقيود المركزي، ويكون قيدها وتداولها بأي من البورصات الدولية وفقاً للقواعد المتبعة للأوراق المالية الحكومية التي تطرح خارج جمهورية مصر العربية.

والرقابة على عمليات إصدار الصكوك السيادية يتم من خلال تشكيل لجنة معنية في المقام الأول بعملية الرقابة، من خلال إيجاز الإصدارات فنياً وتشريعياً يطلق عليها مصطلح " لجنة الرقابة". تتألف تلك اللجنة من خبراء في الاقتصاد والتمويل، إلى جانب بعض العلماء من الأزهر الشريف.

ويخضع التصكيك ونشرة الإصدار وعقد الإصدار وما يرتبط به من عقود للضوابط التي تقرها لجنة الرقابة. وتحدد اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ القواعد والإجراءات المنظمة للتصكيك داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها.

أما عن المعاملة الضريبية التي تسري على عوائد الصكوك السيادية وعائد التداول، فقد نص المشرع على أن يسري عليها ذات المعاملة الضريبية المقررة على سندات الخزنة العامة.

أهمية البحث:

تتبع أهمية البحث من أهمية الموضوع ذاته، فالصكوك السيادية تمثل أهمية كبرى، بعد عدة محاولات حول إيجاد وسائل تمويل جديدة، رغبة في البدء في مشروعات وأنشطة ومشروعات استثمارية من أجل دفع عجلة التنمية ومعالجة الظروف الاقتصادية الحالية. فالصكوك السيادية تعد ورقة مالية جديدة، تشكل نقلة نوعية وكيفية في الأدوات المالية ذات الطابع الإسلامي. وهذا النوع من الصكوك لم يكن إلا استجابة لما لحق بالبيئة الاقتصادية والمصرفية من متغيرات، دفعت القائمين على السوق المالي من تفعيل الدور الاستثماري لأدوات تمويل ذات طابع إسلامي على مستوى رسمي منظم تشريعياً.

واللجوء إلى الصكوك السيادية من قبل الدولة في هذه الأونة جاء كنتيجة مترتبة على السمات الخاصة التي تنسم بها، والذي جعل الإقبال متزايد عليها في الأسواق المالية العالمية، وتحقق قبول لدى الأطراف المتعاملين فيها. كما أن الظروف الاقتصادية الحالية تحتاج إلى المزيد من التغيير والتجديد في الأسس التي يعمل النشاط المالي وفقاً لها.

لذا كان لزاماً علينا التطرق إلى القواعد التنظيمية والتشريعات القانونية التي تنشأ في ظلها الصكوك السيادية، لنتناولها بالدراسة والبحث والفحص والتحليل فيما هو قائم، مقدمين تفسيراً لما هو غامض، وحلولاً لما هو غير موجود. ونأمل أن يكون بحثنا لبنة أولى وأساسية نحو بناء تشريعياً قوياً تترعرع في جوانبه عملية التصكيك السيادي بكافة مراحلها وأطرافها.

أهداف البحث:

يهدف البحث في القواعد التنظيمية للصكوك السيادية إلى:

دراسة وتحليل النظام التشريعي للصكوك السيادية على ضوء القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ ولأئحته التنفيذية وللقرارات الصادرة عن وزارة المالية والهيئة العامة للرقابة المالية بكل ما يتعلق بعملية التصكيك وأطرافها.

الوقوف على دور الصكوك السيادية كأداة غير تقليدية للتمويل في المشروعات التنموية والاقتصادية، إلى جانب بيان مدى ضرورة التنسيق بين علماء الشريعة الإسلامية ورجال الاقتصاد بشأن هذا النوع من الصكوك.

عرض لماهية الصكوك السيادية ونشأتها وأنواعها وأهميتها للاقتصاد المصري في الوضع الراهن، ولدورها في تطوير السوق المالي وتوفير الموارد المالية للاحتياجات الاستثمارية بشتى أنواعها.

تبيان للخطوط العريضة منها والرفيعة التي تعد فواصل للتفرقة بين الصكوك السيادية موضع بحثنا، وغيرها من الأوراق المالية الأخرى كالسندات والأسهم وأذون الخزانة وغيرها.

دراسة خصائص الصكوك السيادية، وجل المخاطر التي تكون عرضة لها، ومصادرها، مع عرض حلول قانونية وعملية وعلمية لتفاديها وتنقيتها من كل شائبة قد تعرقل قيامها بالدور المنوطة به.

الوقوف على عملية إصدار الصكوك السيادية، وأطرافها والتي يأتي وفي مقدمتهم شركة التصكيك السيادي، ولا ننسى في ذلك آليات الرقابة على عملية التصكيك ككل.

إشكالية البحث:

تتمثل إشكالية البحث في دراسة وتقييم وتحليل القواعد التنظيمية لإصدار الصكوك السيادية في ضوء أحكام القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ ولائحته التنفيذية من الناحية القانونية المجردة، مع الأخذ في الاعتبار عدم التعرض لأحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بإصدار مثل هذا النوع من الصكوك إلا بالقدر الذي يخدم الجوانب القانونية.

وبالتالي يعالج بحثنا إلى حد كبير كل ما يتعلق بفكرة الصكوك السيادية، وذلك بوصفها ورقة مالية حكومية جديدة، من خلال البحث والدراسة في مدى كفاءة الصكوك السيادية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، ومدى ملائمة الإطار القانوني المتمثل في قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

وتتجلى إشكالية البحث في التركيز على العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند إصدار الصكوك السيادية، والتي يأتي على رأسها حجم الإصدار، وتاريخ الاستحقاق، والدعم الحكومي، وخلق بيئة مواتية لإنجاح عملية الإصدار والتشجيع عليها بالشكل الذي يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

منهج البحث:

يعتمد البحث في المقام الأول على النصوص التشريعية الصادرة عن المشرع المصري، إلى جانب تشريعات بعض الدول الأخرى العربية منها والأجنبية. والسبب في ذلك يرجع إلى حداثة موضوع البحث كنتيجة مترتبة على حداثة إصدار الدولة المصرية لهذا النوع من الصكوك. الأمر الذي أدى إلى ندرة في المراجع الفقهية التي تتناول الصكوك السيادية وعملية إصدارها من الناحية القانونية، إلى جانب ندرة الأحكام القضائية في هذا الشأن التي قد تصل إلى حد العدم.

وترتيباً على ما سبق؛ اعتمدنا المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض للنصوص التشريعية والآراء الفقهية إن وجدت والمفاهيم المحيطة بعملية إصدار الصكوك السيادية، مع تحليلها بشكل موضوعي صحيح وتقييمها من كافة الزوايا.

خطة البحث:

مقدمة

المبحث التمهيدي: ماهية الصكوك السيادية.

الفصل الأول: الملامح القانونية للصكوك السيادية.

المبحث الأول: خصائص الصكوك السيادية ومخاطر إصدارها

المبحث الثاني: أنواع الصكوك السيادية وتمييزها عما يشتهر بها.

الفصل الثاني: عملية إصدار الصكوك وآليات الرقابة عليها.

المبحث الأول: أطراف التصكيك السيادي.

المبحث الثاني: التصكيك وآليات الرقابة عليه.

المبحث التمهيدي

ماهية الصكوك السيادية

تمهيد وتقسيم:

في مطلع التسعينات من القرن الماضي، ومع ظهور الأزمة الاقتصادية، بدأت ظهور فكرة التصكيك السيادي تحت مسمى التصكيك الإسلامي في بعض الدول العربية، والذي بدأت المؤسسات المالية الإسلامية تطبيقه، وذلك وفقاً لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية^(١).

ولقد ترتب على نجاح الصكوك السيادية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وانتشارها في الوقت الحالي في العديد من الدول الإسلامية، بل والأوروبية أيضاً، أن تثار تساؤلات حول ماهية الصكوك السيادية وأهميتها، وأوجه الشبه والاختلاف بينها وبين غيرها من أدوات التمويل التقليدية.

و يعد التصكيك السيادي أحد سبل التمويل، والذي يمتاز بالمرونة بشكل أوسع مقارنة بأدوات الدين التقليدية، وذلك كنتيجة لاتساع دائرة المشاركة في تحريك رؤوس الأموال والمدخرات في المجتمع، نظراً لما قد تقدمه مكنة توصيل المشاركة بين آلاف الأشخاص في المشروع الواحد^(٢).

(١) أحمد عبد الصبور عبدالكريم أحمد، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة، بحث بمجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنوفية، العدد ٤٠، مجلد ٢٣، ٢٠١٤، ص ٩٤.

(٢) لبنى عماد محمد عبدالعزيز، الصكوك كأداة للتمويل وفقاً للقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣، رسالة ماجستير، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠١٦، ص ١٢.

ونحن في هذا المبحث نعرض بشيءٍ من التفصيل لتعريف الصكوك السيادية بمطلب أول، ولنشأتها بمطلب ثاني، وذلك وفقاً للتقسيم التالي:

المطلب الأول: تعريف الصكوك السيادية.

المطلب الثاني: نشأة الصكوك السيادية وتنظيمها.

المطلب الأول

تعريف الصكوك السيادية

ونعرض في هذا المقام لتعريف الصكوك السيادية لغةً واصطلاحاً وفقهاً، وذلك على التفصيل الآتي:

أولاً: الصك لغةً:

الصك لغةً هو الكتاب الذي يكتب للعهد في المعاملات والأقارير، أي المكتوب الذي يتضمن حقاً أو مالاً ونحوه. وجمعه صكوك، ويجمع أيضاً على أصك، وصكاك. وهو معرب أصله بالفارسية جكّ. وتقول: صك الرجل للمشتري صكاً، إذا كتب له الصك بذلك^(١).

(١) ابن منظور جمال الدين - محمد بن مكرم، لسان العرب، الطبعة الأولى، الجزء العاشر، ١٩٩٦، ص ٧٦. أنظر أيضاً؛ مادة (صك) تهذيب اللغة ٣١٨/٩، المحكم والمحيط الأعظم ٦/٦٤٠، مختار الصحاح ص ١٥٤، المصباح المنير ٣٤٥/١، التعاريف ص ٤٥٩، لسان العرب ١٠/٤٥٧، تاج العروس ٢٧/٢٤٣.

وكلمة صك قيل بأنها وثيقة بمال مقبوض أو نحوه، وهو الكتاب الذي يكتب لعهدته، أو كتاب الإقرار بمال، أو الذي يكتب في المعاملات^(١). ومن ثم فهو ورقة مكتوبة تثبت لصاحبها حقاً في مال^(٢).

ثانياً: الصكوك اصطلاحاً:

كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات، وهي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المداينة والفائدة المحرمة، ومن ثم تشير كلمة صكوك اصطلاحاً للدلالة على الأوراق المالية الإسلامية^(٣).

وعرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي الصكوك السيادية بأنها^(٤) "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"^(٥).

(١) ومنها أيضاً الضرب الشديد وذلك لقوله تعالى "فَأَقْبَلَتِ امْرَأَتُهُ فِي صَرَّةٍ فَصَكَتْ وَجْهَهَا وَقَالَتْ عَجُوزٌ عَقِيمٌ". سورة الذاريات الآية رقم ٢٩.

(٢) أنظر في ذلك؛ القاموس المحيط، فصل الصاد، باب الكاف. أنظر أيضاً؛ المعجم الوجيز، مجمع اللغة العربية، الطبعة الأولى، ١٩٨٠، ص ٣١٧.

(3) International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Islamic Financial System: Principles & Operations, 2011.

(٤) قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم ١٧٨ (٩/٤) بشأن الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الشارقة، ٢٦ - ٣٠/٤/٢٠٠٩.

(٥) أما اتحاد المصارف العربية عرف التصكيك بأنه 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، وذا أجل محددة بعائد غير محدد، أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر". أنظر الرابط التالي: <https://uabonline.org/ar> تاريخ الإطلاع؛ ٢٠٢٣/١/١٧.

=

كما تم تعريف الصكوك السيادية بأنها الأوراق المالية التي تثبت لصاحبها في ملكية شائعة لموجودات^(١). كما عرفت أيضاً بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة، ومتساوية القيمة في موجودات معينة، ومباحة شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة الغنم بالغرم، والالتزام بالضوابط الشرعية^(٢).

ثالثاً: الصكوك فقهاً:

عرف البعض التصكيك السيادي بأنه " تحويل الموجودات العينية أو المنافع لصكوك قابلة للتداول مع مراعاة بعض الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولاً تدر دخلاً يمثل عائد الصك"^(٣).

ومن الفقه^(٤) من عرف الصكوك السيادية بأنها " أوراق مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية تصدرها وزارة المالية، تنوب عن الحكومة فيها، تكون محددة المدة، وقابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتمثل حقوقاً لمالكها في منفعة الأصول، التي

=

كما عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك السيادية بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان 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". أنظر في ذلك؛ المعيار الشرعي رقم ١٧ الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بشأن صكوك الاستثمار.

(١) د/ محمد عبدالحليم عمر، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة بحثية منشورة في الدورة التاسعة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، ٢٠٠٦، ص ٤.

(٢) د/ أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية – بين النظرية والتطبيق، دار السلام، الطبعة الأولى، ٢٠٠٩، ص ١٤.

(٣) د/ سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، ٢٠١٠، ص ٣٥٧.

(٤) د/ عمر ناطق يحيى الحمداني، النظام القانوني للصكوك السيادية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ٢٠٢٣، ص ٢٣.

على أساسها أصدرت هذه الصكوك، وتستخدم حصيلتها في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنمية المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة^(١).

وبدورنا نعرف الصكوك السيادية بأنها " أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، تصدر عن الجهة المختصة، وتكون محددة المدة وقابلة للتداول، وتهدف إلى تمويل المشروعات التنموية والاستثمارية".

رابعاً: الصكوك تشريعاً:

عرف المشرع المصري بالمادة الأولى من القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ وقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية^(٢)، الصكوك السيادية بأنها "أوراق مالية حكومية اسمية متساوية القيمة وقابلة

(١) وعرف البعض الآخر الصكوك السيادية بأنها بأنها "سندات تمثل حصصاً متساوية في ملكية المال، تصدرها الجهة البائعة لهذا المال لاستيفاء ثمنه من حصيلتها، أو تصدره الجهة الراغبة في استثمار هذه الحصص بصيغ استثمار شرعية، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عنهما، ويكون إصدارها لأجل محددة ومتفاوتة حسب طبيعة العقود التي تصدر على أساسها، وتكون قابلة للتداول والتحول إلى نقود عند الحاجة". د/ حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر بالإمارات العربية المتحدة، ٢٦-٣٠/٤/٢٠٠٩، ص ١.

كما عرفها جانب آخر من الفقه بأنها " أوراق مالية متساوية القيمة، تصدر على أساس عقود السلم أو الاستصناع أو المرابحة، بالعملة الوطنية أو الأجنبية، بطريق الاكتتاب العام أو الخاص، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية موجوداتها، ويشارك حاملوها في الربح والخسارة، وتكون مقيدة بالمدة التي نص عليها القانون". د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٧، ص ١٦.

(٢) نشر القانون بالجريدة الرسمية - العدد ٣٢ مكرر (أ) - في ١٥ أغسطس سنة ٢٠٢١. ونشر القرار بالجريدة الرسمية بتاريخ ٢٨ - ٠٤ - ٢٠٢٢.

للتداول تصدر لمدة محددة، لا تتجاوز ثلاثين عاماً، وتمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار^(١).

وبالتالي نجد أن المشرع المصري جاء تعريفه للصكوك السيادية شاملاً ومعالجاً لجوانب أخرى متعلقة بالصكوك السيادية مثل مدة الإصدار وقيمه وأساسه، ومن ثم يحسب للمشرع المصري أنه قد وضع قيماً هاماً، والمتمثل في تأقيت مدة الصكوك بفترة محددة، بحيث لا تتجاوز ثلاثين عاماً.

أما المشرع الفرنسي فقد عرف بالتوجيه الضريبي الصكوك السيادية بأنها "أوراق مالية يرتبط عائدها ورأس مالها الأصلي بأداء الأصول، ويحصل حاملها على حق ملكية مشترك لتلك الأصول، والتي تكون على شكل خدمات أو سلع أو حقوق أو حق انتفاع لتلك السلع أو الحقوق"^(٢).

(١) عرف المشرع المصري الصكوك بصفة عامة بالمادة الأولى من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ بشأن إصدار الصكوك بأنها "أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد عن خمسة وعشرين عاماً، على أساس عقد شرعي، بالجنه المصري أو بالعملات الأجنبية، عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص. وتمثل حصصاً شائعة في ملكية موجوداتها وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب". الجريدة الرسمية - العدد ١٨ مكرر (ب) - السنة السادسة والخمسون ٢٧ جمادى الآخرة سنة ١٤٣٤ هـ، الموافق ٧ مايو سنة ٢٠١٣ م.

(2) Les sukuk d'investissement sont ici des titres financiers hybrides négociables dont la rémunération et, le cas échéant, le principal sont indexés sur la performance d'un ou plusieurs actifs sous-jacents détenus directement ou indirectement par l'émetteur. Leur porteur bénéficie d'un droit assimilé à un droit de copropriété direct ou indirect sur ce ou ces actifs. Le ou les actifs concernés sont des services, biens ou droits ou l'usufruit de ces biens ou droits.

أنظر الرابط التالي: <https://bofip.impots.gouv.fr/bofip/6709-PGP>. تاريخ الاطلاع ٢٠٢٢/١٢/٢٧.

أما وزارة الخزانة البريطانية فقد عرفت الصكوك السيادية بأنها " مصطلح عام يضم عدد من الأدوات المالية المصممة وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية". وجاء تعريف الصكوك على إثر إعلان الحكومة البريطانية في عام ٢٠٠٨ بأنها بصدد إصدار صكوكاً سيادية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية من أجل تمويل الموازنة العامة البريطانية، الأمر الذي جعل من بريطانيا الدولة الأوروبية الأولى التي تصدر صكوكاً تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية^(١).

وبقرار مجلس إدارة سوق المال الإماراتي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٥ الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية، عرف المشرع الإماراتي الصكوك بأنها هي "الصكوك الصادرة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية والتي تطرح للاكتتاب العام"^(٢).

(1) FSA and HM Treasury, Legislative Framework for the Régulation of Alternative Finance Investment Bonds (Sukuk), Octobei, 2009, P. 3.

(٢) وعلى ذات النسق نجد المشرع التونسي قد عرف الصكوك السيادية بأنها "أوراق مالية قابلة للتداول، تمثل حصصاً شائعة، ومتساوية القيمة في ملكية موجوداتها، قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق أو خليط من المنافع والخدمات والنقود والديون من حصيللة الاكتتاب، وتصدر في إطار عقد وفق المعايير الشرعية وعلى أساس قاعدة الغرم بالغنم". القانون رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٣ الصادر في ٣٠ / ٧ / ٢٠١٣ بشأن تنظيم الصكوك السيادية، والمنشور بالجريدة الرسمية للجمهورية التونسية بالعدد ٦٧.

ولم يخرج المشرع المغربي عن جملة التعريفات السابقة للصكوك السيادية، حيث عرفها بأنها "حصص متساوية القيمة تمثل حقوقاً شائعة في ملكية أصول مملوكة أو في طور التملك من قبل صندوق التسييد أو استثمارات منجزة أو في طور الإنجاز، سواء أكانت هذه الملكية تامة أو مجزأة، وتتكون هذه الأصول إما من عقارات أو منقولات أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع أو استثمار معين". المادة ٧-١ من القانون ٦٩,١٧ المغير والمتمم للقانون ٣٣,٠٦ المتعلق بتسييد الأصول.

أما المشرع الأردني فقد عرف الصكوك السيادية الإسلامية بالمادة الثانية من القانون رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢ بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع، تصدر بأسماء مالكيها، مقابل ما يقدمون من أموال لتنفيذ المشروع واستغلاله، وتحقيق العائد لمدة تحدد في نشرة الإصدار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها". يسمى هذا القانون بـ "قانون صكوك التمويل الإسلامي =

المطلب الثاني

نشأة الصكوك السيادية وتنظيمها

ونعرض في هذا المقام لنشأة الصكوك السيادية في كلٍّ من مصر وفرنسا، إلى جانب لعرض بعض التجارب الدولية فيما يتعلق بإصدار الصكوك السيادية.

أولاً: نشأة الصكوك السيادية في مصر:

كانت البداية الأولى لطرح الصكوك السيادية في مصر مع نهايات السبعينات من القرن الماضي، من قبل شركة الشارقة للاستثمار وبالتعاون مع بنك فيصل الإسلامي، وكان الطرح حينئذ بقيمة ٣٠٠ مليون دولار^(١).

أما أول النصوص التشريعية التي قد أجازت طرح الصكوك ونظمتها، تمثلت في القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨م، والذي أجاز إصدار صكوك الاستثمار وصكوك التمويل ذات العائد المتغير، علماً بأن المشرع لم يسمح إلا لشركات المساهمة فقط، والتي ليس من أغراضها تلقي الأموال لاستثمارها دون غيرها من الشركات الأخرى إصدار الصكوك ذات العائد المتغير.

ولقد حُدد بهذا القانون قواعد إصدار الصكوك، وقواعد توزيع الأرباح على حملة الصكوك، وقواعد قيدها بسوق الأوراق المالية، بنصه على أن يتم قيد الصكوك في

لسنة ٢٠١٢م، وتم نشره في الجريدة الرسمية للملكة الأردنية الهاشمية، العدد رقم ٥١٧٩، بتاريخ ٢٠١٢/٩/١٩م.

(١) د/ هيثم محمد حرمي محمود محمد، صكوك التنمية: دراسة اقتصادية فقهية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد ٦٠، ٢٠١٦، ص ١٧٧.

البورصة المصرية خلال سنة من تاريخ التغطية، أو قفل باب الاكتتاب. إلا أنه وبالنظر في الواقع العملي نجد أنه لم يتم تفعيل هذا القانون، وذلك وعلى الرغم من تمتع نظام إصدار الصكوك به بقدر عالٍ من المرونة^(١).

وباللائحة التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وبالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ والخاص بتعديل أحكام سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، تناول المشرع المصري الصكوك التي تصدرها الشركات بالتنظيم.

ولقد تم النص على أنواع حديثة من الصكوك والمتمثلة في الصكوك الخضراء، تماشيًا مع التوجه العالمي نحو حماية البيئة، وذلك بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ الخاص بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادر بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣.

وترتب على زيادة اهتمام العديد من الدول بالصكوك السيادية الإسلامية، أنه قد أضحى لزامًا على المشرع المصري التدخل من أجل تنظيم عملية إصدار الصكوك السيادية وتداولها وكل ما يتعلق بعملية التصكيك. الأمر الذي أدى إلى ظهور قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣، الذي تولى تنظيم الصكوك السيادية، إلا أنه لم يتم العمل به، ومن ثم تم إلغائه ليصدر في العام ٢٠٢١ القانون رقم ١٣٨ ولائحته التنفيذية رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢^(٢).

(١) د/ فياض عبدالمنعم حسانين، أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة، مقال بندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، جامعة الأزهر الشريف، ٢٠١٢/٣/١٤، ص ٢٦.

(٢) وبالعدد الأول من الألفية الثالثة نجد أن معدل نمو الصكوك السيادية قد ازداد بالشكل الذي جعل منها صناعة موازية للمصارف الإسلامية، بل أصبح في الوقت الحاضر يزيد عليها في الحجم. ولقد زادت الصكوك السيادية من ٨,١ عام ٢٠٠٤ إلى ٣٠ مليار دولار، أي أنها قد زادت أكثر من ثلاثة =

وأصبح في وقتنا الحالي القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ ولائحته التشريعية بمثابة الإطار التشريعي المنظم لعملية إصدار الصكوك السيادية وتداولها، إلى جانب تحديد كل من حقوق والتزامات أطراف عملية التصكيك، وتفعيل الدور الرقابي عليها، وذلك إيماناً بأنه لا يمكن للصكوك السيادية القيام بدورها في تحقيق الأهداف المرجوة منها من تنمية وخلافه إلا بوجود تنظيم تشريعي يمكنها من القيام بدورها المنوط بها.

وبنهاية شهر فبراير من العام ٢٠٢٣ أصدرت مصر أول صكوك إسلامية سيادية في تاريخها بقيمة ١,٥ مليار دولار، وبلغت قيمة الاكتتاب في الطرح حوالي ٦,١ مليار دولار، بمعدل تغطية أكثر من أربع مرات^(١).

أضعاف في غضون عامين فقط، إلا أنها وبحلو الأزمة العالمية في عام ٢٠٠٨ انخفضت إلى ١٦,٨، إلا أنها سرعان ما اتجهت إلى الزيادة مرةً أخرى إلى ان وصلت إلى ١١٩,٧ مليار دولار بحلول عام ٢٠١٣، وكان التوجه نحو إصدار الصكوك السيادية كبديل تمويلي منافس للأدوات التمويلية التقليدية طويلة الأجل بعد الأزمة المالية بعام ٢٠٠٨م. أنظر في ذلك؛ علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصدارتها، تحديات الإصدار، بحث إلى ورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان "الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، بتاريخ ١٨-١٩/٧/٢٠١٠، ص ٦.

(١) وتكلفة الإصدار كانت أقل من العائد المطلوب على السندات في الأسواق الثانوية الدولية بأكثر من سبعين نقطة، حيث تم خفض سعر العائد على الطرح بنحو ٧٢,٥ نقطة أساس مقارنةً بالأسعار الافتتاحية المعلن عنها عند بداية عملية الطرح عند مستوى ١١,٦٧٥ بالمئة ليغلق تسعير الإصدار عند ١١ بالمئة. وهذا الإصدار شهد إقبالاً ملحوظاً حيث تقدم أكثر من ٢٥٠ مستثمراً بمختلف أسواق المال العالمية، بطلبات شراء، وجذب هذا الإصدار قاعدة جديدة من المستثمرين بدول الخليج وشرق آسيا إلى جانب الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأميركية. أما نوعية المستثمرين في طرح الصكوك كانت ذات جودة عالية، والمتمثلة في مديري الأصول وصناديق التقاعد وصناديق التأمين والاستثمار والبنوك، "الذين يتميزون باحتفاظهم بالاستثمارات على المدى الطويل بما يكون له أثر إيجابي في الحد من تذبذبات الأسعار. أنظر في ذلك البيان الصادر عن وزارة المالية المصرية بتاريخ ٢٠٢٣/٢/٢٢.

ونرى أن الإقبال الكبير من قبل المستثمرين على الاستثمار في الصكوك الإسلامية التي طرحتها وزارة المالية المصرية مبعثه بالأساس سعر الفائدة الضخم لهذه الصكوك، لاسيما وأن الصكوك الإسلامية دائماً ما ترتبط بضمانة من المقترض تؤمن للمقرض حصوله على أمواله في كل الأحوال.

ثانياً: نشأة الصكوك السيادية في فرنسا⁽¹⁾:

في ديسمبر ٢٠٠٧، قامت منظمة Paris Europlace، والتي تروج لدور المدينة كمركز مالي، بتأسيس لجنة التمويل الإسلامي. ومنذ ذلك الحين، أصدرت هيئة تنظيم الأسواق المالية الفرنسية، (AMF) Autorité des marchés Financiers، مركزين يسمحان بإدراج الصناديق الاستثمارية والصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وعلى هذا النحو، أنشأت بورصة باريس شريحة صكوك، وتم نشر أربعة لوائح ضريبية تتعلق بالمرابحة والصكوك والإجارة والاستصناع، تؤكد المساواة في المعاملة الضريبية مع المنتجات المالية التقليدية.

وفي السنوات الأخيرة؛ اتخذت السلطات التنظيمية الفرنسية عدداً من الخطوات لتشجيع التمويل الإسلامي في البلاد. وفي يوليو ٢٠٠٨ تم الإعلان عن المبادرة الأولى، والتي تضمنت تغييرات ضريبية وتنظيمية كبيرة تهدف إلى تعزيز التمويل الإسلامي في فرنسا. وبشكل أكثر تحديداً؛ كانت هذه التغييرات مرتبطة بقبول إدراج الصكوك في سوق فرنسية منظمة، والمعاملة الضريبية للصكوك الإسلامية.

وبموجب هذه التغييرات، يتم التعامل مع التعويضات المدفوعة من قبل مصدري الصكوك للأغراض الضريبية تماماً مثل الفائدة على طرح السندات التقليدية، ويمكن

(1) Naveed Mohamed: Islamic finance in france, Islamic finance foundation, www.sukuk.com/article/france.

خصمها من الدخل الخاضع للضريبة. بالإضافة إلى ذلك، يُعفى التعويض المدفوع لمستثمري الصكوك غير المقيمين من الضريبة المقطوعة في فرنسا، بغض النظر عما إذا كان العرض يحكمه القانون الفرنسي أو قوانين دولة أخرى.

وفي يوليو ٢٠١٠؛ أدخلت الحكومة الفرنسية بعض التعديلات على قوانينها من أجل تسهيل إصدار الصكوك، حيث ألغت التعديلات رسم الطابع المزدوج، ودفع ضريبة أرباح رأس المال على الممتلكات، وبسطت اللوائح التي تحكم وكلاء العقارات. وفي يونيو ٢٠١١، شهدت فرنسا إدخال أول مخطط إسلامي للإيداع يتم تشغيله عبر النافذة الإسلامية لبنك تقليدي قائم^(١).

ويبدو أن التمويل الإسلامي في فرنسا وفي وقتنا الحالي يتمتع بإمكانات جيدة للتطور، فقد أنشأت البلاد تدفقات تجارية مواتية مع عدد من الدول المجاورة لها بما في ذلك المغرب والجزائر وتونس، ومع عدد كبير من السكان المسلمين، نظرًا لكون هناك نسبة كبيرة من السكان الفرنسيين من شمال إفريقيا، الأمر الذي أدى إلى زيادة الطلب المحلي على التمويل الإسلامي^(٢).

(١) وتخطط السلطات الضريبية الفرنسية لإصدار إرشادات إضافية للتعامل مع مفاهيم التمويل الإسلامي الأخرى، بما في ذلك المشاركة والمضاربة، في المستقبل القريب.

(٢) وينظر على التجارب الدولية فيما يتعلق بإصدار الصكوك السيادية، نجد أن هناك العديد من الدول التي اتخذت خطوات كبيرة في هذا المجال، ويأتي في مقدمة هذه الدول دولة ماليزيا التي تعد الدولة الأكبر في الوقت الحالي في إصدار الصكوك السيادية، وذلك لسيطرتها على ٣٣% من إجمالي إصدارات الصكوك السيادية عالميًا.

وسيطرة ماليزيا على إصدارات الصكوك السيادية يرجع لأسباب عدة، يأتي في مقدمتها وجود سوق مالي إسلامي للتداول، ووجود نظام إعفاءات ضريبية، والاعتماد على البورصة كجهة إصدار واكتتاب في هذه الصكوك. وأخيرًا؛ وجود هيئة عليا شرعية تتبع البنك المركزي مهمتها الرقابة وضبط العمل بهذه الأدوات المالية. د/ بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد ١٤، ٢٠١٥، ص ٢٦.

=

الفصل الأول

الملامح القانونية للصكوك السيادية

تمهيد وتقسيم:

تعد الصكوك السيادية بمثابة أداة تمويلية حديثة لا يمكن تجاهلها وغض الطرف عنها، فهي في الآونة الأخيرة تؤدي دوراً في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنمية. ومع بداية الألفية الجديدة برزت أهمية الصكوك السيادية، واتسع نطاق تطبيقها على كافة الأصعدة، الإقليمي منها والدولي، نظراً لما تقدمه من ميزات وسمات تلائم رغبات شريحة لا يستهان بها من المستثمرين والراغبين في الاستثمار الإسلامي.

وسمات الصكوك السيادية وتزايد الإقبال عليها، هو ما دفع المجلس الاقتصادي والاجتماعي المنبثق عن منظمة الأمم المتحدة إلى التأكيد على أهميتها لكونها نوع من التمويل القائم على المشاركة. حيث أنه يشكل أهمية كبيرة بالمقارنة بخطر مديونية

أما المملكة العربية السعودية تأتي في المرتبة الثانية مباشرة بعد دولة ماليزيا، وذلك بسببرتها على ٣٢% من إجمالي إصدارات الصكوك السيادية عالمياً. تليها دولة إندونيسيا التي أصدرت حكومتها عام ٢٠١٨ صكوك قيمتها ٣ مليار دولار أمريكي لمدة ٨ سنوات. واستخدمتها هذه الدول كأداة لمعالجة مشكلة السيولة في الأجل القصير، ومعالجة عجز الموازنة العامة، إلى جانب دعم مشروعات تنمية واقتصادية بالدولة. د/ أحمد شوقي سليمان، الصكوك السيادية أحد أهم الأدوات لتمويل الموازنة العامة، مقال منشور على <https://www.bankygate.com>.

وفي أوروبا وبالعام ٢٠٠٤ شارك بيت التمويل الكويتي في إصدار أول صكوك إجارة لدول أوروبية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، بقيمة ١٠٠ مليون يورو، لصالح ولاية "سكسوني أنهلت الألمانية" لمدة خمس سنوات، هذا وقد بلغت حصة التمويل الكويتي ٣٠ مليون يورو. أنظر في ذلك؛ د/ فياض عبدالمنعم حسنين، المرجع السابق، ص ٢٧.

الدولة على الاقتصاد. وليس أدل على ذلك من أن سياسات التمويل في الوقت الراهن تمثل العامل الأهم والسبب الرئيسي للأزمة الاقتصادية الحديثة من خلال التشجيع على الإفراط في الاقتراض، بالإضافة إلى عدة مشاكل أخرى تتعلق بالأسواق المالية^(١).

وتختلف الصكوك السيادية عن الأوراق المالية الحكومية الأخرى كالأسهم والسندات وأذون الخزانة، في أنها تخضع للمضاربة وتتعرض للخسارة أو الربح؛ لأنها تمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول المملوكة للدولة، أو لأي من الأشخاص الاعتبارية العامة، فالممول شريك في حقوق الانتفاع بالأصول المذكورة. أما السندات وأذون الخزانة فهي أوراق مالية محددة بأجل ومضمونة بعائد فائدة إضافي لقيمتها يتم صرفه بانتهاء أجلها.

وإذا كانت الصكوك السيادية تتفق مع باقي الأوراق المالية في قابليتها للتداول في سوق الأوراق المالية، إلا أن الصكوك تتميز بعائد مرتفع، نظراً لارتفاع حجم المخاطر فيها. أما السندات والأذون فانخفاض سعر الفائدة هو العنصر المميز لها لعدم وجود مخاطر في تداولها.

وتمثل الصكوك السيادية أهمية كبرى للاقتصاد، لا سيما أنها تساهم وبشكل أساسي في تمويل مشاريع البنى التحتية والمشاريع الاقتصادية الكبرى. وما سبق كان نتاج ما أثبتته تجربة الصكوك السيادية في دول عدة من نجاحات، يأتي على رأسها التجربة الماليزية والإماراتية.

(١) سارة عماد الدين غيث، الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية، دار النهضة العربية، ٢٠١٠، ص ١٥١.

وفي هذا الفصل نتعرض بشيء من التفصيل للملامح القانونية للصكوك السيادية من حيث الخصائص والمخاطر التي تنجلي عند إصدار الصكوك السيادية وأهميتها، إلى جانب سرد لأنواع الصكوك السيادية وتمييزها عما يشتهر بها من الأوراق المالية الأخرى؛ وذلك وفقاً للتفصيل الآتي:

المبحث الأول: خصائص الصكوك السيادية ومخاطر إصدارها.

المبحث الثاني: أنواع الصكوك السيادية وتمييزها عما يشتهر بها.

المبحث الأول

خصائص الصكوك السيادية ومخاطر إصدارها

تمهيد وتقسيم:

تعد الصكوك السيادية أحد أنواع الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة ممثلة في وزارة المالية، وتكون هذه الصكوك اسمية، وذات قيمة موحدة، وقابلة للتداول، ومحددة المدة في نشرة الإصدار الصادرة عن وزارة المالية.

وتقوم فلسفة الصكوك السيادية بوصفها تابعة للنظام المالي الإسلامي على أنه ليس بالإمكان الحصول على أرباح، دون توافر استعداد لتقبل وجود بعض المخاطر التي قد تحيط بالعملية الاستثمارية.

وفي هذا المبحث نعرض لخصائص الصكوك السيادية والمخاطر التي تكون عرضة لها، ولأهميتها، وذلك في مطالب ثلاث، وفقاً للتقسيم التالي:

المطلب الأول: خصائص الصكوك السيادية.

المطلب الثاني: مخاطر إصدار الصكوك السيادية.

المطلب الثالث: أهمية الصكوك السيادية.

المطلب الأول

خصائص الصكوك السيادية

تعد الصكوك السيادية بمثابة أداة تمويلية جديدة على الواقع القانوني، منبعها فقه المعاملات الإسلامية. وتتميز الصكوك السيادية بعدة خصائص تتمثل في كونها أوراق مالية حكومية اسمية، وقابلة للتداول، ومحددة المدة. ونحن في هذا المقام نعرض لخصائص الصكوك السيادية بشيء من التفصيل.

أولاً: الصكوك السيادية أوراق مالية حكومية:

يقصد بالأوراق المالية بصفة عامة الأسهم والسندات وصكوك التمويل ووثائق صناديق الاستثمار وشهادات الإيداع المصرية وغير ذلك من الأوراق المالية^(١). وتعد الصكوك السيادية أوراق مالية حكومية^(٢)، صادرة عن الحكومة، ممثلة في وزارة المالية كجهة مختصة وحدها دون غيرها بإصدار هذا النوع من الصكوك^(٣).

(١) أنظر في ذلك نص المادة ٤ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١١ لسنة ٢٠١٤، بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، والصادر بتاريخ ٢٢/ ١/ ٢٠١٤.
(٢) ولقد عرف المشرع بالمادة الأولى من قانون تنظيم الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ الأوراق المالية الحكومية بأنها "أدوات مالية تستخدم بغرض تمويل الموازنة العامة للدولة، أو تنظيم وإدارة الدين الحكومي".

وبالتالي فالأوراق المالية الحكومية هي عبارة عن أدوات الدين التي تصدرها الحكومة بغية اقتراض المال، مع حصول حاملها على سعر فائدة إلى جانب قيمتها الاسمية، وعادةً ما تكون هذه الأوراق خالية من المخاطر، نظراً لقدرة الحكومة على رفع الضرائب لسداد قيمتها والفوائد المقررة عليها. ومن أمثلة الأوراق المالية الحكومية، أدون الخزنة، والسندات الحكومية، وسندات الطاقة البديلة، والصكوك السيادية موضع بحثنا. أنظر؛

Societe general eknpec6ahk bank, p 1, <https://www.societegenerale.com>.

=

وتصدر الجهة المختصة هذا النوع من الصكوك وفقاً لصيغ تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. وتصدر هذه الصكوك مقابل حق انتفاع بأصول عامة مملوكة للدولة ملكية خاصة دون حق الرقبة. ولا يجوز بيع أو ترتيب أي حق عيني على الأصول محل الصكوك السيادية أو الحجز أو اتخاذ إجراءات تنفيذية عليها^(٢).

ونص المشرع على أن الصكوك السيادية هي أوراق مالية حكومية، أعطى ضماناً أكبر لها، فكون الحكومة هي مصدر هذه الصكوك أمر يبعث في النفس الطمأنينة عند التعامل بها.

ثانياً: الصكوك السيادية صكوك اسمية متساوية القيمة:

أصبح المشرع على الصكوك السيادية الصبغة الإسمية، أي أنه يجب أن تصدر باسم مالكيها، ومن ثم لا يجوز إصدارها بصورة أخرى، كأن تصدر لحاملها^(٣). ويجب أن تكون الصكوك السيادية إلى جانب كونها صكوك اسمية، أن تكون صكوك متساوية القيمة^(٤). أو بمعنى آخر يجب أن تكون القيمة الإسمية للصكوك السيادية ذات الإصدار

وتحقق الأوراق المالية الحكومية بصفة عامة أهداف عدة، لعل من أبرزها تغطية عجز الموازنة، وإدارة الدين العام، وتمويل المشروعات التنموية والاقتصادية، ومواجهة التضخم.

أنظر؛ James Chen, Government Bond, 29 NOV 2020,

<https://www.investopedia.com>.

(١) وذلك تطبيقاً لنص المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية والمادة الأولى من لائحته التنفيذية، بقولها "الصكوك السيادية : أوراق مالية حكومية....".

(٢) د/ صفاء شفيق الهادي عبد الرحمن، سوق الأوراق المالية الحكومية وأدوات الدين المتداولة فيه، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الزقازيق، ٢٠٢١، ص ٧٩.

(٣) د/ هيثم محمد حرمي محمود محمد، المرجع السابق، ص ١٧٧.

(٤) ولقد نصت المادة السادسة من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية على "تقسيم شركة التصكيك السيادي ملكية حق الانتفاع بالأصول إلى وحدات متساوية القيمة تعرف بالصكوك السيادية".

الواحد موحدة. إلا أنه يجوز تعديل قيمتها الإسمية بقرار من وزير المالية، بناءً على اقتراح من الجمعية العمومية العادية لشركة التصكيك السيادي^(١).

والحكمة من جعل قيمة الصكوك السيادية متساوية هي ذات الحكمة المبتغاة في كافة الأوراق المالية الأخرى. فتساوي القيمة يؤدي في حال تحقق الأرباح إلى سهولة توزيعها، وسهولة حساب نسب كل مالك للصكوك في الخسائر حال تحققها^(٢). أما إذا كانت قيمة الصكوك مختلفة عن غيرها على الرغم من أن كلاهما من إصدار واحد، فلا تكون حينئذ أمام ورقة مالية، وإنما نكون أمام علاقة خاصة يحكمها عقد خاص يتولى تحديد حقوق كل طرف في العلاقة على حدة، ويتم إثباتها بمستندات^(٣).

أضف إلى ما سبق؛ أن تساوي قيمة الصكوك يسهل من عملية تحديد سعرها في البورصة، وييسر من عملية أخذ الأصوات في الجمعية العامة لحاملي الصكوك. وأخيراً؛

=

ونجد أن المشرع الأردني قد نص على أن الصكوك السيادية تصدر اسمية، وذلك بنص المادة الثانية من قانون الصكوك الأردني رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢، وعلى نفس الدرب نص المشرع السوداني بالمادة الثانية من القانون الصادر في ١٩٩٥/٣/٢٨، أما المشرع الكويتي فعلى النقيض مما سبق، فقد أجاز إصدار الصكوك السيادية لحاملها إلى جانب الصكوك الإسمية، وذلك بمقتضى نص المادة ١٧٨ من المرسوم بقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢. أما المشرع التونسي فقد اخذ موقفاً سلبياً في هذا الأمر، حيث لم ينص بالقانون رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٣ على أي حكم يتعلق بشكل الصكوك السيادية.

(١) أنظر في ذلك نص المادة ٧ والمادة ١٠ من القرار رقم ٢١٦ لسنة ٢٠٢٢ الصادر عن وزير المالية، والمنشور بجريدة الوقائع المصرية، العدد ١١ بتاريخ ٢٠٢٢/٥/١٨ م.

(٢) فقد قرر المشرع المصري بأن لمالكي الصكوك السيادية جميع الحقوق والالتزامات المقررة شرعاً للمنتفع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك السيادية بما في ذلك الحق في الأرباح الدورية بما يتناسب ومقدار مساهمة الصك، وذلك على النحو الذي تبينه اللائحة التنفيذية لهذا القانون. راجع في ذلك المادة ٧ من القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(3) Frederic S. Misbink: The economics of money banking and financial markets, 5Th ed, SDION WESLEY, 2008, P356.

تكون عملية استرداد الجهة المستفيدة للصكوك ودفع قيمتها إلى ملاكها من الأمر اليسير عند تساوي قيمة الصكوك^(١)،^(٢).

ويترتب على تساوي قيمة الصكوك الإسمية، المساواة في الحقوق التي يمنحها الصك من جانب، والمساواة في الالتزامات التي يترتبها الصك من جانب آخر. ونرى أن مبدأ المساواة في القيمة الإسمية للصك يعد من النظام العام، ومن ثم فإنه لا يجوز النص في نظام شركة التصكيك على مخالفته عن طريق أسهم ذات حقوق أعلى أو التزامات أقل من غيرها من الصكوك الأخرى.

ويقصد بالقيمة التي يجب أن تكون متساوية في هذا المقام القيمة الإسمية دون غيرها من القيمة السوقية والقيمة الاستردادية. فالقيمة الإسمية هي تلك القيمة المدونة بالصك عند إصداره، ومن ثم فإن القيمة الإسمية هي القيمة الحقيقية للصك والمتمثلة في القيمة المالية التي يمثلها الصك فيما لو تمت تصفية الشركة وقسمت موجوداتها^(٣).

أما القيمة السوقية فهي قيمة الصكوك السيادية بسوق التداول التي تحدد حسب مستويات العرض والطلب بالسوق، أما القيمة الاستردادية فهي القيمة التي تستحق لمالكي

(١) فإن كان الأصل أن يسترد مالك الصك السيادي قيمته الاستردادية عند نهاية مدته، وينتهي حق الانتفاع المقرر على الأصول التي اتخذت أساساً لإصداره، طبقاً لنشرة الإصدار وعقد الإصدار والعقود المرتبطة به. إلا أنه يجوز للجهة المصدرة من خلال شركة التصكيك السيادي رد القيمة الاستردادية لمالكي الصكوك السيادية قبل نهاية مدة الصك وفقاً لنشرة الإصدار. راجع في ذلك المادة ٩ من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية.

(٢) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢١٢.

(٣) د/أنس خالد الشبيب، صكوك الاستثمار: دراسة فقهية معاصرة، مجلة ربحان للنشر العلمي، العدد ٨، ٢٠٢١، ص ٢٥٧.

الصكوك السيادية عند تاريخ الاستحقاق النهائي أو عند تاريخ السداد المعجل، وتحدد طريقة حسابها في نشرة الإصدار^(١).

ثالثاً: الصكوك السيادية قابلة للتداول:

تكون الصكوك السيادية شأنها في التداول شأن الأوراق المالية الأخرى الصادرة عن شركات المساهمة، ومن ثم فيقاس تداول الصكوك السيادية على ذات الأحكام المنصوص عليها فيما يتعلق بتداول الأسهم الأسمية. وتداول الأوراق المالية يعني انتقال ملكيتها من شخص إلى آخر^(٢).

ويقصد بتداول الصكوك السيادية التعاملات على الصكوك السيادية بالبيع، أو الشراء، أو اتفاقيات إعادة الشراء أو الرهن أو الوصية^(٣). ويكون تداول الصكوك السيادية في سوق الأوراق المالية "البورصة المصرية"^(٤)، وذلك إذا كان الإصدار محلياً. أما إذا كان الإصدار دولياً، أي أنه قد تم خارج الدولة، فإنه يتم التداول بأي من البورصات العالمية.

(١) د/ أحمد بدران، الصكوك كأداة للتمويل، مجلة المسلم المعاصر، العدد ١٥٢، ٢٠١٤، ص ١٧١.

(٢) أ.د/ سامي عبدالباقي أبو صالح، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص ٢٠٩.

(٣) ويقصد بتداول الصكوك السيادية التعاملات على الصكوك السيادية بالبيع أو الشراء أو اتفاقيات إعادة الشراء أو الرهن أو الوصية. أنظر في ذلك نص المادة الأولى من القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١. ولقد عرف قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ بالمادة الأولى تداول الصكوك بأنها "عمليات بيع الصكوك في السوق الثانوية لغير مصدرها بالثمن الذي يتراضى عليه البائع والمشتري. ويخضع هذا التداول لأحكام وشروط تداول الموجودات التي تمثلها الصكوك".

(٤) ويعرف سوق الأوراق المالية بأنه "المكان المخصص ليتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية وفقاً للأسعار التي تحددها قوى العرض والطلب "آلية السوق"، ولقد ساهمت نظم سوق الأوراق المالية بنقل الفائض من الأموال لدى بعض القطاعات إلى قطاعات أخرى تواجه عجز بكفاءة وتكلفة أقل". د/ صفاء شفيق الهادي عبد الرحمن، المرجع السابق، ص ٨١.

وتتقيد عملية تداول الصكوك السيادية بالالتزام بالمعايير الشرعية ونشرة الإصدار. وتعد نشرة الإصدار بمثابة وثيقة المعلومات التي يتم الإعلان من خلالها عن طروحات الصكوك السيادية، وتتضمن جميع بيانات وشروط ومواصفات إصدار الصكوك السيادية، وطريقة توزيع العائد بين مالكي الصكوك السيادية والجهة المُصدرة، وشروط وأوضاع التسوية المالية سواء أكان الاسترداد معجلًا أم في نهاية مدة الصك^(١).

وبالتالي يكون لمالك الصك السيادي الحق في استغلال واستخدام الأصول التي يصدر الصك السيادي على أساسها دون فئائها، يستوي في ذلك أن تكون تلك الأصول أموال ثابتة أو منقولة. إلا أنه يشترط أن تكون ذات قيمة اقتصادية مملوكة ملكية خاصة للدولة أو لأي من الأشخاص الاعتبارية العامة^(٢).

ويشجع تداول الصكوك السيادية على تجميع رؤوس الأموال الضخمة، والتي تساهم في إنشاء وتجديد المشروعات. وذلك يرجع إلى أن قدرة المكتتب في الصكوك على بيع ما اكتتب من صكوك وقتما شاء، دون أن يكون أسيرًا ممنوعًا من التصرف فيما يملكه، يدفعه دون تردد إلى الاكتتاب فيها.

وعلاوة على ما سبق؛ لن يتأثر رأس مال المشروع بخروج مستثمر عن طريق بيع صكوكه، وحلول مستثمر آخر مكانه عن طريق الشراء. خاصة وأن الشركة ذات الغرض الخاص تملك الاحتجاج على المكتتب الجديد بكافة الدفعات التي كانت لها في مواجهة المكتتب السابق، نظرًا لارتباط الدفعات بالصك نفسه وليس بالمكتتب^(٣).

(١) أنظر في ذلك المادة الأولى من قانون تنظيم الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، ولائحته التنفيذية.

(٢) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٢٦.

(٣) أنظر في ذلك نص المادة الأولى من الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، ولائحته التنفيذية، ونص المادة الأولى من قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣. ونص المادة الثانية من قانون الصكوك الأردني رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢.

رابعاً: الصكوك السيادية غير قابلة للتجزئة:

لم ينص المشرع بقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ على عدم قابلية الصكوك السيادية للتجزئة، شأنه في ذلك شأن قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣^(١).

وعلى الرغم مما سبق؛ نرى أنه لا يجوز تجزئة الصك قياساً على السهم في الشركات، حيث نصت المادة ٣١ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أنه " ويكون السهم غير قابل للتجزئة". فضلاً عن أن المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية نصت على عدم سريان أي قانون آخر على الصكوك السيادية، إلا أنها ربطت ذلك بأنه يتعارض مع أحكامه.

وبدورنا لا نرى بأن نص المادة ٣١ من قانون الشركات يتعارض مع نصوص الصكوك السيادية، بل على العكس من ذلك يتمشى مع طبيعة الصكوك، ويسهل من عملية تداولها، وتوزيع العائد على مالكيها. ونرى وقياساً على الأسهم أيضاً بأنه وإن كان الصك غير قابل للتجزئة إلا أنه يجوز أن يملكه أكثر من شخص.

خامساً: الصكوك السيادية تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات:

نص المشرع المصري على أن الصكوك السيادية تمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار^(٢). وتطبيقاً لذلك تمثل الصكوك السيادية

(١) بل نص القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ بالمادة الأولى على أنه " يعمل بأحكام القانون المرافق في شأن الصكوك السيادية، ولا تسرى عليها أحكام أي قانون آخر يتعارض مع أحكامه".

(٢) كما نص أيضاً على أنه لمالكي الصكوك السيادية جميع الحقوق والالتزامات المقررة شرعاً للمنتفع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك السيادية بما في ذلك الحق في الأرباح الدورية بما يتناسب ومقدار مساهمة الصك، وذلك على النحو الذي تبينه اللائحة التنفيذية لهذا القانون. أنظر في ذلك نص المادة الأولى من الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

=

حصصاً شائعة في ملكية أصول مالية أعياناً كانت أو منافع، ومن ثم فإنها لا تمثل ديناً بفائدة لحاملي الصكوك في ذمة الجهة المصدرة. وبالتالي فيكون لحامل الصك أحقية في التصرف في ملكه وفقاً لذات الأحكام المقررة لتصرف الشريك على الشبوع في حصته^(١)، ومن ثم يعد تصرف الحامل نافذاً في مواجهة شركائه دون الحاجة إلى موافقتهم^(٢).

وفي حدود ما يمثله مالك الصكوك السيادية والمكتتب في المشروع يحصل على حصة من الربح الناتج عن المشروع تعادل نصيبه^(٣)، كما يتحمل حصة من الخسارة في ذات الحدود أيضاً^(٤)، وذلك تطبيقاً لقاعدة الغنم بالغرم^(٥)،^(٦).

=

ونصت المادة الثامنة من اللائحة التنفيذية على أنه "المالكي الصكوك السيادية، خلال مدة الإصدار، جميع الحقوق والالتزامات المقررة شرعاً للمنتفع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك السيادية، وذلك وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار، بما في ذلك الآتي:

- ١ - الحق في الأرباح أو العوائد الدورية بما يتناسب ومقدار مساهمة الصك .
 - ٢ - الحق في القيمة الاستردادية في نهاية مدة الصك السيادي، أو في تاريخ الاسترداد المعجل .
 - ٣ - الحق في تداول الصكوك السيادية وفقاً لصيغ إصدار الصكوك السيادية .
 - ٤ - الحق في تكوين جماعة لمالكي الصكوك لحماية المصالح المشتركة لأعضائها وفقاً لحكم المادة (٢١) من القانون، وأحكام هذه اللائحة التنفيذية .
- (١) ويتم الرجوع إلى الأحكام المتعلقة بالشبوع في القانون المدني إلا ما نص عليه المشرع من حكم خاص.

(٢) لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٢٢.

(٣) وتسرى على عوائد الصكوك السيادية وعلى عائد التداول عليها المعاملة الضريبية المقررة على سندات الخزنة العامة.

(4) Omar Salah: Islamic finance: the impact of the AAOIFI Resolution on equity-based sukuk structures, Law and Financial Markets Review, 2010, p.511.

(٥) د/حمادة مصطفى عزب، المرجع السابق، ص ٤٤٤ وما بعدها.

(٦) وتطبيقاً لذلك يكون حملة الصكوك مشاركين في الغنم والمتمثل في العائد من الأصل المالي أو المشروع أو النشاط الممول من خلال حصيلة الصكوك، ويتشاركون في الغرم، والمتمثل في

=

وبما أن الاستثمارات الممولة من خلال الصكوك السيادية يجب أن تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فإنه يلزم أيضاً أن تستخدم حصيلة هذه الصكوك في مجالات شرعية، وذلك حتى لا يكون العائد محرماً^(١).

المطلب الثاني

مخاطر إصدار الصكوك السيادية

تمهيد:

تعرف المخاطر من المنظور المالي بأنها إمكانية حدوث انحراف مستقبلي عما هو متوقع في النتائج المرغوب تحقيقها^(٢)، أي أنه يتم اختلاف بين العائد المطلوب والمخطط له وبين المتوقع حدوثه^(٣). وبمعنى أدق؛ عدم التأكد من الناتج المالي في

الخسائر والمخاطر الناجمة عن استثمار الأصول، والتي لا دخل للمستثمر فيها ولا يمكن توقعها أو تلافي آثارها. أنظر في ذلك؛ د/ محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاته المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمؤتمر الفقه الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، الإمارات العربية المتحدة، ص ١٦.

(١) ولقد نص المشرع بالمادة ٢/٢ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ على أنه "تستخدم حصيلة الإصدار في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة على النحو الذي يصدر به قرار من الوزير المختص بعد التشاور مع الوزير المعنى بشئون التخطيط".

(2) Kevin C. Smith, Mirko S. Heinle: A theory of risk disclosure, Springer Science, Business Media, LLC, part of Springer Nature December 2017 Vol. 22 Issue 4, P.6.

(٣) د/ أشرف محمد دوابة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية "الواقع وتحديات المستقبل"، ٢٠١٠، ص ١١.

المستقبل لقرار يتخذه المستثمر في الحاضر على نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي^(١).

وتشتمل الصكوك السيادية باعتبارها تمثل موجودات على خليطاً من الأملاك والمنافع والنقود والديون أو بعضاً منها. وتعد المخاطر سبباً رئيسياً في تغيير القرارات الاستثمارية، نظراً لكونها مؤثراً رئيسياً في العوائد المتوقعة من الاستثمار^(٢).

وتتعرض الصكوك السيادية لذات المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها المشاريع الاستثمارية بصفة عامة، كمخاطر سعر الفائدة ومخاطر العملة، والتي يمكن ردها لعدة عوامل؛ الاقتصادية منها والسياسية والاجتماعية^(٣). وإلى جانب المخاطر العامة، قد تتعرض الصكوك السيادية لمخاطر خاصة بها، كمخاطر السيولة ومخاطر عدم السداد^(٤).

كما قد تتعرض الصكوك السيادية لمخاطر الاستثمار الإسلامي القائم على المشاركة في الربح والخسارة، والمرتبطة بموجودات الصكوك، المتمثلة في حصيلة إصدار الصكوك وما تتحول إليه من أموال كالأعيان والمنافع والنقود والديون وغيرها من الحقوق المالية^(٥).

(١) د/ ناشد محمود عبدالسلام، إدارة أخطار المشروعات الصناعية والتجارية- الأصول العلمية، دار الثقافة العربية، الطبعة الأولى، ١٩٨٩، ص٣٨.

(2) Kevin C. Smith, Mirko S. Heinle: A theory of risk disclosure, Op. Cit, P.4.

(٣) د/ ساجي فطيمة، آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، بحث بمجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد الثالث، ٢٠٢٢، ص١١١.

(٤) د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ص١٢٧ وما بعدها.

(٥) د/حماده مصطفى عزب، المرجع السابق، ص٢٦٢.

أولاً: أنواع مخاطر الصكوك السيادية:

تتعدد أنواع المخاطر التي قد تتعرض لها عملية إصدار الصكوك السيادية، ولعل من أبرزها، تملك الأجانب لبعض الممتلكات داخل الدولة، قيام شركة التصكيك بتنفيذ أنواع بيوع لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، استخدام الصكوك كوسيلة لتنفيذ عمليات غسيل الأموال، ومخاطر سعر الصرف، وأخيراً؛ مخاطر السوق.

١- تملك الأجانب لبعض الممتلكات داخل الدولة:

لعل من أبرز المخاوف التي قد تحيط بعملية إصدار الصكوك السيادية هو تملك الأجانب لبعض الممتلكات المملوكة للدولة، خاصةً الواقع منها في مناطق تمس الأمن القومي للدولة، أو كانت ذات طبيعة خاصة بأي شكل من الأشكال^(١).

ولم ينظم المشرع بقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ أو لائحته التنفيذية بشكل خاص لمسألة تملك الأجانب للممتلكات المصرية، بل لم يترك أيضاً تنظيمها للقوانين الخاصة بملكية الأجانب بالدولة. وخلو القانون من تنظيم لهذه المسألة قد شمل جميع الأموال المنقولة والثابتة المملوكة للدولة سواء ملكية عامة أو خاصة^(٢).

ولذلك كان أحرى بالمشرع وضع تنظيم تشريعي لمسألة تملك الأجانب للممتلكات، من خلال الاكتتاب في الصكوك السيادية، بالشكل الذي يوفر الحماية القانونية للأموال المملوكة للدولة خاصة العامة منها.

(١) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٣٧.

(٢) وعلى خلاف الوضع بقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ نص القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ بالمادة الثانية منه على أنه "لا تخل أحكام القانون المرفق بالضوابط والأحكام التي تنظم تملك الأجانب للأراضي والعقارات المبنية وفقاً للقوانين السارية، ويحظر إصدار صكوك مقابل الأصول الثابتة والمنقولة المملوكة للدولة ملكية عامة".

ومن جانبنا نوصي المشرع التدخل لتنظيم مسألة تملك الأجانب للممتلكات، من خلال نصوص واضحة وصريحة، أو على الأقل النص على عدم مخالفة قانون الصكوك السيادية لما هو ساري من قوانين خاصة للأموال الثابتة والمنقولة داخل الأراضي المصرية.

٢- قيام شركة التصكك بتنفيذ أنواع بيوع لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية:

الصكوك السيادية هي صكوك صدرت حسب الأصل لفئة المستثمرين الراغبين في التعامل وفقاً للشريعة الإسلامية، إلا أنه قد تحذو الجهة المستفيدة حذواً مخالفاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، الأمر الذي قد يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن الاكتتاب في الصكوك^(١).

ولتلافي ذلك نص المشرع على إنشاء لجنة تسمى لجنة الرقابة، تختص بالتحقق من التعامل على الصكوك السيادية منذ إصدارها وحتى استرداد قيمتها بما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، تتكون من المتخصصين في مجالات التمويل والاقتصاد والقانون والشريعة الإسلامية^(٢).

كما قد يتم أيضاً استخدام أموال الصكوك في محرمات وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لغيرها، كالربا والغش والتدليس^(٣). ولتلافي ذلك فقد نص المشرع على أن تستخدم حصيلة

(١) د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ص ٢٦٨.

(٢) أنظر في ذلك نص المادة الأولى من الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) د/ ساجي فطيمة، المرجع السابق، ص ١١١.

الإصدار في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنمية المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة^(١).

٣- استخدام الصكوك كوسيلة لتنفيذ عمليات غسيل الأموال أو خروجها:

يخشى من إصدار الصكوك السيادية أن تستخدم في تنفيذ عمليات غسيل الأموال، وذلك من خلال قيام الجهات القائمة على مثل هذه النوعية من الأعمال، بالاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة في سوق رأس المال، سواء أكان سوق إصدار أو تداول^(٢).

وفي بعض الأحيان قد يتم إنشاء كيانات وهمية صورية بغية النزول إلى أسواق المال، من أجل تحول أموالها القذرة إلى أموال مشروعة، مستغلة في ذلك حاجة البلاد للأموال. ولعل الأمر قد يزداد سوءاً إذا كانت تلك الكيانات الوهمية هي كيانات أجنبية مستترة، الأمر الذي يجعل من عملية اكتشاف الدولة لحقيقتها أمر بالغ الصعوبة، وذلك لما تتخذه من مظاهر خداعة تجعل الجهات الإدارية المعنية تبادر بالموافقة على استثمار أموالها داخل البلاد^(٣).

٤- مخاطر سعر الصرف:

وتنشأ مخاطر سعر الصرف في سوق النقد كنتيجة مترتبة على تقلبات سعر الصرف في السوق في المعاملات الآجلة، ف شراء سلعة بعملة أجنبية، قد يترتب عليه

(١) وذلك على النحو الذي يصدر به قرار من الوزير المختص، بعد التشاور مع الوزير المعنى بشئون التخطيط. أنظر في ذلك نص المادة الثانية من الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(2) James R. Richards, Transnational Criminal Organizations, Cybercrime, and Money Laundering: A Handbook for Law Enforcement Officers, Auditors, and Financial Investigators 1st Edition, P.65.

(٣) د/سعد عبد الحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٣٩ و ٢٤٠. أنظر أيضاً؛ د/ حمدي عبدالعظيم، غسيل الأموال في مصر والعالم، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، ٢٠٠٢، ص ٣٨.

خسائر في الأحوال التي ينخفض فيها سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى. وتظهر مخاطر سعر الصرف بصورة جلية في عمليات المراجعة الدولية والتي تلتزم فيها الجهة المصدرة بالدفع بعملات أجنبية. كما تظهر أيضاً في الأحوال التي تصدر فيها الصكوك السيادية بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى^(١).

٥- مخاطر السوق:

يعد التضخم من أبرز مخاطر الصكوك السيادية التي من الممكن التعرض لها، وذلك لكون موجودات الصكوك تتشكل من أصول ومنافع وأعيان ونقود وديون، وكلما زادت نسبة الديون والنقود زاد التأثير بالتضخم^(٢). والسبب في ذلك يرجع إلى أن الديون والنقود تسترد كما هي دون زيادة، فيختلف وقت تقديرها عن وقت استحقاقها، ولا ترتبط عند التقدير بمعدل الفائدة السائد في السوق حينها، وإنما تخضع في تقديرها للربح الذي تم الاتفاق عليه. ومن ثم فنجد أن هناك علاقة طردية بين التضخم وموجودات الصكوك من النقود والديون، بحيث كلما زادت الأخيرة زادت مخاطر التضخم^(٣).

ويرى جانب من الفقه – نؤيده – بأن تأثر الصكوك السيادية بالتضخم لن يكون بصورة سلبية، وذلك نظراً لصدور الصكوك السيادية على مقابل أصول حقيقية يرتفع

(1) Mohammed Obaidullah, « Islamic Risk Management: Towards greater ethics and efficiency », International Journal of Islamic Financial Services, Volume 3, Number 4.

(٢) د/ أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية – بين النظرية والتطبيق، المرجع السابق، ص ١١٨ وما بعدها. أنظر أيضاً؛ د/ هيثم محمد حرمي محمود محمد، المرجع السابق، ص ٢١١.

(3) Nabil A. Salah: nlawful Gain and Legitimate Profit in Islamic Law: Riba, Gharar and Islamic Banking, Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 3, 1991, Posted: 21 Feb 2018, P.123.

ثمناها ومقابل الانتفاع بها بالتبعية لارتفاع مستوى الأسعار، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد الناتج عنها^(١).

وتتأثر الصكوك السيادية بظروف سوق رأس المال، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية الأخرى. فسوق رأس المال دائماً ما يكون عرضة للتقلبات المستمرة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، والتي كما قد يكون مرجعها إلى عوامل حقيقية، قد يكون أيضاً عوامل غير حقيقة كالاختكار من قبل البعض ونشر الإشاعات والأكاذيب، والبيع والشراء الصوري^(٢).

وعلى الرغم من عدم تعامل الصكوك السيادية في أنشطتها الاستثمارية بالفائدة، إلا أنها تتأثر بما يطرأ عليها من تغيرات، ويظهر ذلك بوضوح في الأحوال التي تتخذه الصكوك السيادية سعراً مرجعياً لها في التمويل بالمراوحة^(٣).

وتنشأ مخاطر سعر الفائدة كنتيجة للتغيرات في مستوى سعر الفائدة بصفة عامة في سوق رأس المال، فهناك علاقة عكسية بين القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة وسعر الفائدة، حيث كلما زادت الأخيرة انخفضت الأولى، والعكس صحيح. وبالتالي يجب وضع ضوابط تحول دون حدوث خلل بسعر الفائدة باعتباره آلية يقوم عليها النظام النقدي والمصرفي في غالبية الدول^(٤).

(١) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٦٩.

(٢) د/ حمادة مصطفى عزب، المرجع السابق، ص ٢٦٤.

أنظر أيضاً؛ Muhammad Azhar and Junaid Haider, Op. Cit, P.43.

(٣) د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ص ٦٥. أنظر أيضاً؛ د/ حمادة مصطفى عزب، المرجع السابق، ص ٢٦٤.

(٤) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٤٥.

ثانياً: الحماية ضد مخاطر الصكوك السيادية:

لم يرد في قانون الصكوك السيادية آليات خاصة بما يتعلق بالمخاطر التي قد تتعرض لها عملية إصدار الصكوك، ولتوفير الحماية القانونية للصكوك السيادية من المخاطر التي قد تتعرض لها، يجب الوقوف على نوعية المخاطر ومصدرها، الأمر الذي يسهل من عملية اتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها^(١).

كذلك يجب الوقوف على بدائل مناسبة للتعامل مع كل نوع من المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك، مع تقرير الإجراءات المناسب لها، فضلاً عن وجوب نهج منهج المراجعة والمراقبة بصفة مستمرة، لكافة الإجراءات والسبل التي تم اتباعها في سبيل مواجهة المخاطر، نظراً للتغيرات التي قد تواجهها الصكوك. الأمر الذي يرتب ظهور مخاطر جديدة واختفاء مخاطر معينة، أو الكشف عن أخطاء في الإجراءات والسبل المتبعة في تفاديها وصدّها^(٢).

ويمكن مواجهة مخاطر الصكوك من خلال النص على بعض الضمانات الكافية لمواجهة مخاطر الصكوك السيادية العامة منها والخاصة، وذلك بما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ولعل من أهمها؛ إقرار التأمين التبادلي أو التعاوني^(٣)، وهذا النوع

(١) د/طارق عبدالعال، إدارة المخاطر "أفراد - إدارات - شركات- بنوك"، الدار الجامعية، ٢٠٠٣، ص ٦١.

(٢) د/محمد علي محمد، إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرفية، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠٠٨، ص ٢.

(٣) التأمين التعاوني هو نوع من التأمين يقوم به أشخاص يتعرضون لنوع من المخاطر، يكتتبون على سبيل الاشتراك بمبالغ نقدية تخصص لأداء التعويض المستحق لمن يصيبه منهم الضرر، وإذا عجزت الأقساط عن التعويض دفع الأعضاء أقساطاً إضافية لتغطية العجز، وإن زادت فالأعضاء حق استرداد الزيادة.

أما التأمين التبادلي هو الذي تقوم به الجمعيات الخيرية والتعاونية لتأمين حاجات المنتسبين إليها.

من التأمين جائز شرعاً بلا خلاف مهما كان نوع الخطر المؤمن منه، لأنه ينسجم مع مقاصد الشريعة التي تدعو إلى التكافل الاجتماعي على أساس من التبرع. فضلاً عن أن هذا النوع من التأمين لا يؤثر فيه الغرر لأنه تبرع محض.

كما يمكن مواجهة مخاطر الصكوك أيضاً من خلال السماح بتكوين احتياطات من خلال اقتطاع نسبة محددة من العائد المستحق لمالكي الصكوك السيادية، وتجنّبها في حساب خاص بغية مواجهة الخسائر المحتمل وقوعها مستقبلاً^(١). ويجب أن يتم النص على تكوين الاحتياطي في صلب نصوص القانون الحاكمة للصكوك السيادية^(٢). كما يلزم أن يتم النص عليه في نشرة الاكتتاب، وكيفية تكوينه من أرباح حصة مالكي الصكوك، إلا أن خلو نشرة الاكتتاب من البيانات الخاصة بالاحتياطي المخاطر لا يمنع من تطبيق أحكامه الواردة بصلب القانون ذاته متى وجدت^(٣)،^(٤).

(١) وبالرجوع إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم: ٣٠ (٥/٤)، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، والمنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من ١٨-٢٣ جمادى الآخرة ١٤٠٨ هـ الموافق ٦-١١ شباط (فبراير) ١٩٨٨م، نجد أنه لا يوجد مانعاً شرعياً من تضمين نشرة الإصدار نصاً على اقتطاع نسبة محددة من العائد المستحق لمالكي الصكوك السيادية، وتجنّبها في حساب خاص.

(٢) ولقد نص قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ على ضرورة تكوين احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار، فقد نص بالمادة ٢٣ على أنه "يجب إنشاء احتياطي تراكمي لحماية حملة الصكوك لمواجهة مخاطر الاستثمار يمول بنسبة لا تتجاوز (٥%) من القيمة الاسمية للإصدار خلال مدة الصك، وتحدد نشرة الاكتتاب كيفية تكوينه من حصة مالكي الصكوك في صافي العائد وطرق الصرف منه، وقواعد توزيع حصيلته في نهاية مدة الصكوك على مالكيها". لذلك نرى أنه كان أحرى بالمشروع في القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ النص ضرورة احتياطي تراكمي لمواجهة مخاطر الاستثمار في الصكوك السيادية.

(٣) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٤٥.

(٤) وتأكيداً على أهمية تكوين احتياطي نص قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢ بالمادة ٣٠ على أنه "توزع أرباح الشركة الصافية بعد خصم جميع المصروفات العمومية والتكاليف الأخرى، وذلك على النحو الآتي:

=

وتأكيدًا من المشرع على حماية مالكي الصكوك السيادية من المخاطر التي قد يتعرضون لها والناجمة عن غش، أو تدليس، أو خطأ جسيم، أو أيًا من الأفعال التي تنطوي على الإضرار بمصالح مالكي الصكوك نص على انعقاد المسؤولية الجنائية^(١)،^(٢).

١- يبدأ باقتطاع مبلغ يوازي (٥%) من الأرباح لتكوين احتياطي قانوني، ويقف هذا الاقتطاع متى بلغ مجموع الاحتياطي مبلغًا يوازي نصف رأس مال الشركة المصدر، وإذا نقص الاحتياطي عن ذلك تعين العودة إلى الاقتطاع.

٢- توزع نسبة لا تتجاوز (١٠%) من الأرباح على العاملين بالشركة طبقًا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الشركة وتعتمدها الجمعية العمومية العادية وبما لا يجاوز مجموع الأجور السنوية للعاملين.

٣- توزع نسبة لا تتجاوز (٥%) من باقي الأرباح لمكافأة مجلس الإدارة، وذلك طبقًا للقواعد التي تضعها الجمعية العمومية العادية، ويعتمدها وزير المالية.

٤- تؤول باقي الأرباح لوزارة المالية".

ويلتزم مجلس إدارة الشركة بتنفيذ قرار الجمعية العمومية العادية بتوزيع الأرباح خلال شهر على الأكثر من تاريخ صدوره. أنظر في ذلك المادة ٣٠ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢. المنشور بجريدة الوقائع المصرية، العدد ١١٠، تابع (د)، في ١٨ مايو لسنة ٢٠٢٢.

(١) د/حماده مصطفى عزب، المرجع السابق، ص ٢٧٣.

(٢) فقد قرر المشرع عقوبة الحبس مدة لا تقل عن سنة وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه، ولا تزيد على مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين؛ كل من أفشى سرًا اتصل به بحكم عمله تطبيقًا لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعًا منه بطريق مباشر أو غير مباشر لنفسه أو لغيره، أو تلاعب في نشرات الإصدار أو في محررات شركة التصكيك السيادي، أو قيم بطريق التدليس مقابل الانتفاع أو تأجيريه بأقل أو أكثر من قيمته الحقيقية، أو وزع أو أقر بحكم وظيفته التوزيع على مالكي الصكوك أو غيرهم عوائد على خلاف أحكام هذا القانون، أو ذكر عمدًا بيانات غير صحيحة أو أغفل عمدًا ذكر وقائع جوهرية تتصل بشكل مباشر بإصدار الصكوك السيادية، أو وضع مراقب حسابات شركة التصكيك السيادي لها عمدًا تقريرًا غير صحيح عن نتيجة مراجعته، أو أخفي عمدًا وقائع جوهرية في هذا التقرير. وتضاعف العقوبة بحديها الأقصى والأدنى في حالة العود.

أنظر في ذلك نص المادة ٢٣ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

المطلب الثالث

أهمية الصكوك السيادية

ترجع أهمية الصكوك السيادية لكونها بدائل جديدة لتوفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية والتنمية المدرجة بالخطة الاقتصادية للموازنة العامة للدولة على نحو يتسق مع جهود الدولة في تعزيز أوجه الإنفاق على تحسين مستوى معيشة المواطنين، كما أنها تساعد في استقطاب شريحة جديدة من المستثمرين العرب والأجانب خاصة من الدول الخليجية والآسيوية ممن يفضلون المعاملات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، بما يساعد في زيادة التدفقات النقدية الأجنبية المحلية والدولية^(١).

ولقد أكد جانب من خبراء الاقتصاد على أن الاقتصاد المصري في الوضع الراهن في حاجة إلى وسائل جديدة ومبتكرة للتمويل بعيداً عن الأنماط والأدوات التقليدية. ويدللون على ما سبق بأن الدول الغربية وعلى الرغم مما تتمتع به من اقتصاد قوي، دفعتهم الأزمات العالمية التي تعرض لها العالم في الآونة الأخيرة إلى البحث عن بدائل اقتصادية تكون أقل مخاطر من الأدوات الحالية، فوجدوا ضالتهم في الصكوك السيادية الإسلامية بكافة صيغها^(٢).

(1) Andi Dugi & Hussein Al-Tamimi: Factors affecting investor's decision regarding investment in Islamic Sukuk, Emerald, QRFM, Vol.11, No. 1,2019, P.60.

(٢) د/عبد الحميد منصور عبد العظيم، الصكوك ما لها وما عليها، رسالة دكتوراه، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص ١٨٦.

وتبرز أهمية الصكوك من جوانب عدة، فهي من جانب ذات أهمية للاقتصاد الوطني، كما تمثل قدر عالٍ من الأهمية للمستثمرين المشاركين في الصكوك والراغبين في الاستثمار في مثل هذه الأنواع من الأوراق المالية، وأخيراً تمثل الصكوك السيادية أهمية لسوق الأوراق المالية^(١).

أولاً: أهمية الصكوك السيادية للاقتصاد الوطني:

أ- تساهم الصكوك السيادية في تحقيق التنمية الاقتصادية:

تساهم الصكوك السيادية في تحقيق التنمية الاقتصادية وذلك من خلال زيادة قدرة الدولة على الحصول على السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة من إنشاء مشروعات تنموية واقتصادية^(٢). وذلك يرجع إلى كون العمل بالصكوك السيادية لا يؤثر على الاستمرار بالعمل بالأدوات المالية التقليدية والتي استقر السوق على العمل بها،

(١) ويعتبر سوق التمويل الإسلامي من أسواق التمويل الكبيرة في العالم؛ حيث بلغ حجم التعاملات داخله نحو ٢,٧ تريليون دولار حتى نهاية يونيو الماضي. كما أنه يوفر تمويلًا وسيولة إضافيتين لأسواق المال الحكومية، علاوة على خفض تكلفة تمويل عجز الموازنة العامة للدولة وإطالة متوسط عمر محفظة الدين. وتستحوذ أربع دول إسلامية على أكثر من ٨٧% من حصة الصكوك المتداولة عالمياً، وهي؛ ماليزيا والسعودية واندونيسيا والإمارات.

Obiyathulla Ismath Bacha& Abbas MiraKhor: Islamic Capital Markets. A comparative Approach ،Wiley، 2013،p.21 ،No.1.14. - Rodney Wilson، Innovation in the structuring of Islamic Sukuk Securities، Emerald، H.Vol. 24، No.3،2008،P.171.

(٢) وكشفت المذكرة الإيضاحية لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ عن سعي الدولة لتحسين الأداء المالي وتحقيق المستهدفات قصيرة وطويلة الأجل والحد من عجز الموازنة العامة للدولة، وذلك من خلال عدة وسائل منها؛ تخفيض فاتورة خدمة الدين و زيادة عمر محفظة الدين واستحداث آليات ووسائل لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة وتنويع مصادر التمويل بتقديم منتجات جديدة لسوق أدوات الدين وتطوير آلياته وتحفيز الطلب على الإصدارات الحكومية من الأوراق المالية وأدوات الدين التي يتم إصدارها بالعملة المحلية بالعملة الأجنبية.

فآليات التمويل الإسلامي تعد مكملة لأدوات التمويل الموجودة وليست بديلاً عنها، هذا من جانب^(١).

أما من جانب آخر فالصكوك السيادية تملك قدرة مالية كبيرة على حشد الموارد المالية اللازمة لتمويل مشروعات التنمية الضخمة، وذلك نظراً لكونها تلعب دور الوسيط بين المدخرين والمستثمرين^(٢). وكون الصكوك السيادية بديلاً شرعياً لأدوات التمويل التقليدية يجعل منها ملاذاً آمناً لرؤوس الأموال العازفة عن المشاركة في الاستثمارات التي تمول ربوياً، الأمر الذي يسمح للدولة بقدر عالٍ من التنوع والحصول على تمويلات مشروعة تساهم في التوسع في نشاطاتها الاقتصادية والتنمية^(٣).

ولقد اختلف الفقه حول مدى إمكانية الجمع بين الأدوات المالية الإسلامية والمتمثلة في الصكوك السيادية وغيرها من الأدوات المالية التقليدية في إطار المشروع الواحد من عدمه. فمنهم من يرى أنه لا يجوز الجمع بين تلك الأدوات في إطار تمويل مشروع واحد، نظراً لوجوب اتفاق كافة إجراءات التصكيك السيادي مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهو ما لا يتم الأخذ به عند إصدار الأدوات المالية الأخرى.

بينما يرى جانب آخر من الفقه إلى أنه يجوز التعايش بين الأدوات المالية الإسلامية وغيرها من الأدوات المالية التقليدية في إطار تمويل المشروع الواحد^(٤).

(١) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٠٧.

(٢) د/عبدالحميد منصور عبد العظيم، المرجع السابق، ص ٢٠٨.

(٣) د/عبدالحميد عبيد حسن صالح، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة في واقع ٢٠١٩، بحث مقدم إلى مؤتمر نهج الشريعة والقانون في حل القضايا المعاصرة المنعقد في كلية الشريعة والقانون جامعة دمشق، ٢٠٢٠، ص ٦٨٧.

(٤) أ.د/ سامي عبدالباقي أبو صالح، صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، دار النهضة العربية، ٢٠١٣، ص ١٣.

أما نحن فنرى أن خضوع الصكوك السيادية لمبادئ الشريعة الإسلامية لا يمنع من الاعتماد على الأدوات المالية الأخرى الغير خاضعة لمبادئ الشريعة، وذلك لأن اختلاف أحكام وإجراءات إصدار الأوراق المالية، لا يمنع من الاعتماد عليها في تمويل المشروع الواحد، خاصة إذا كان المشروع من المشاريع التنموية الضخمة، الأمر الذي يجعله في احتياج للعديد من الأوراق المالية التمويلية له. ومن ثم فإنه يجوز الاعتماد على الأدوات المالية الإسلامية وغيرها من الأدوات المالية التقليدية في إطار تمويل المشروع الواحد.

ب- تساهم الصكوك السيادية في حل مشكلة المديونية:

يترتب على قيام الحكومة بمشاريع اقتصادية ضخمة احتياجها إلى تمويل على ذات المستوى، الأمر الذي قد يخلق مشكلة المديونية كنتيجة لعجز بالموازنة العامة. وتساهم الصكوك السيادية في حل مشكلة المديونية من خلال إتاحة الفرصة أمام الأشخاص للمشاركة في سد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، الأمر الذي يؤدي إلى حل مشكلة المديونية في معالجة الموازنة العامة^(١).

وتساهم الصكوك السيادية في حل مشكلة المديونية سواء أكانت هذه الديون داخلية أو خارجية في شكل قروض ربوية. وذلك من خلال قيام الحكومة بتحويل تلك القروض إلى صكوك ملكية خدمات عامة تقدمها الحكومة، أو من خلال صكوك الاستصناع التي يحصل حاملها على سلع بقيمة ما قدمه من قروض سابقاً^(٢).

(١) د/ عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٢٨.

(٢) د/ عبدالمجيد عبيد حسن صالح، المرجع السابق، ص ٦٨٧ وما بعدها.

وبالتالي تعد الصكوك السيادية وبالمقارنة بالمصادر الأخرى للتمويل كالاقتراض من المؤسسات المالية، أو عن طريق الاكتتاب العام، أو زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم، بمثابة بديلاً جيداً للدولة، وذلك مع الأخذ في الاعتبار ما ينطوي على كلاهما من قيود^(١).

وفي الأحوال التي تستنفذ فيها الدولة حدها الائتماني التي أصدرته بالخارج لدى الجهات المقرضة، تكون الصكوك السيادية ملاذاً آمناً لها. وذلك يرجع إلى كون التمويل بالصكوك السيادية يؤثر على القدرة الائتمانية للدولة بالإيجاب من خلال زيادة قدرتها، ومن ثم فلا يؤثر التمويل بالصكوك على الحد الائتماني للدولة^(٢).

ج- تساهم الصكوك السيادية في القضاء على البطالة:

تساهم الصكوك السيادية إن أحسن تطبيقها في استغلال الأموال المعطلة. الأمر الذي يسهل من مهمة الدولة في القضاء على البطالة، وذلك من خلال زيادة مستوى التشغيل والإنتاج. حيث تلبي الصكوك السيادية رغبات جميع المستثمرين والمدخرين، الأمر الذي يؤدي إلى القضاء على الأغلب من معوقات العمل والمساهمة بشكل حقيقي في تشغيل الأموال المعطلة في كافة الاستثمارات المتاحة^(٣).

(1) Mahmoud A. El-Gamal: Islamic Finance: Law, Economics and Practice Cambridge University Press, Cambridge, New York. 2006, p175.

(2) Sole, J: Prospects and challenges for developing corporate sukuk and bond markets, international journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol !. no 1, 2008. P.8.

(٣) د/عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠٠٩، ص ١١.

كما تساهم الصكوك السيادية في نشر الوعي الادخاري بين جمهور المستثمرين. الأمر الذي يؤدي بدوره إلى زيادة الوعي الاستثماري، وتمكين المستثمرين من تحقيق عوائد مجزية وحقيقية، تضمن تمويل مستمر للمشاريع المتنوعة، الأمر الذي يقلل من الآثار التضخمية والتي تعود بالنفع على معدلات البطالة والفقير^(١).

ثانياً: أهمية الصكوك السيادية للمستثمرين:

تقدم الصكوك السيادية نافذة جديدة للمستثمرين الراغبين في استثمار فوائض أموالهم بالشكل الذي يتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية^(٢)، إلى جانب مكنة استرداد أموالهم عند الحاجة إليها بشكل يتسم بالسهولة. فقابلية الصكوك السيادية للتداول بسوق الأوراق المالية، جعل من السهل تحويل الصكوك إلى أموال نقدية من خلال قيام المستثمر ببيع ما يملكه من صكوك كلها أو بعض منها وفقاً للقيمة السوقية المقدرة لها حينئذ، ومن ثم يحصل على ثمن الصكوك والذي يمثل الأصل والربح معاً^(٣).

وتمثل الصكوك السيادية للمستثمرين أداة للحد من المخاطر في مجال الاستثمار التقليدي، حيث تتيح الصكوك تنوع في الاستثمارات، ومن ثم تنوع في المخاطر، خاصة

(١) د/خديجة عرقوب ود/ فريد كورتل، دور الصكوك السيادية في تحقيق التنمية المستدامة في ماليزيا، بحث بمجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، الأردن، العدد ١٨، ٢٠١٦، ص ١١.

(٢) فهناك شريحة كبيرة من المستثمرين يرغبون في توظيف أموالهم بالشكل الإسلامي، وهو ما أدى إلى انتشار ما يعرف بشركات توظيف الأموال، والتي تعتمد بشكل رئيسي وأساسي على فكرة البعد عن الفوائد الربوية والاستثمار وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، من أجل جذب هذا النوع من المستثمرين والمدخرين، الأمر الذي أدى إلى انهيار هذا النوع من الشركات واتخاذ العديد منه مظلة لعمليات النصب على الجمهور.

(٣) د/محمد تقي العثماني، الصكوك كأداة لإدارة السيولة، بحث مقدم إلى للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، ٢٠١٠، ص ٦.

وأن الاستثمار في الصكوك كثيراً ما يتجنب المشاكل التي تواجهها الأدوات المالية التقليدية^(١).

وبمقارنة الصكوك السيادية بغيرها من الأدوات التقليدية كالأسهم والسندات، نجد أنها تكون أضمن للمستثمرين من حيث الحماية من التضخم المترتب على انخفاض القوة الشرائية للنقد الناتج عن ارتفاع الأسعار، وذلك نظراً لكونها ذات عائد متغير يستند على الربح المحقق^(٢).

وتدر الصكوك السيادية للمستثمرين عوائد أكبر بالمقارنة بغيرها من الأدوات المالية الأخرى. وذلك نظراً لكون التمويل بالصكوك يجعل من المكتتبين فيها شركاء أساسيين في المشروع، ومن ثم تقسم الأرباح الناجمة عنه بينهم. فنجد أن المكتتبين في السندات يحصلون على عائد محدد مسبقاً لا يمكن زيادته مهما حقق المشروع من أرباح. أما الأسهم وإن كان عائدها يتمثل في أرباح شأنها في ذلك شأن الصكوك، إلا أنها تواجه عقبة تجنّب الكثير من أرباح المشروع من أجل تكوين احتياطي^(٣).

ثالثاً: أهمية الصكوك السيادية لسوق الأوراق المالية:

تساهم الصكوك السيادية في الاستفادة من جميع آليات السوق، وذلك من خلال العمل على اتساع قاعدة المعاملات في سوق الأوراق المالية بالشكل الذي يساهم في

(1) JOHN C.HULL: Options, Futures and Other Derivatives 9th edition, New Jersey, Prentice Hall, 2014, p.5.

(٢) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢١٢.

(3) Muhammad Azhar and Junaid Haider: Islamic Capital Market, Sukuk and Its Risk Management, Lambert academic Publishing, 2012, p.18.

تنشيط التداول في سوق الأوراق المالية، وما يترتب عليه من تحقيق عوائد مجزية تعود بالنفع على الاستثمار والمستثمرين^(١).

كما تساهم الصكوك السيادية وجذب المزيد من رؤوس الأموال إلى سوق الأوراق المالية، وتوسيع قاعدة الأوراق المالية في الأسواق الإسلامية. الأمر الذي يشكل لها دوراً هاماً في تدعيم سوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص. وما تمتاز به الصكوك من ميزات، جعل منها حلاً للعديد من المشاكل التي كانت تعترض تطور ونمو سوق الأوراق المالية في بعض الدول العربية^(٢).

وتؤدي الصكوك السيادية إلى انفتاح سوق الأوراق المالية عالمياً، وذلك نظراً لما تقدمه من زيادة في تدفقات الاستثمارات المالية. الأمر الذي يساهم في الإصلاح المالي والاقتصادي، الذي تسعى نحوه الكثير من الحكومات والمؤسسات المالية. الأمر الذي يساهم في دمج الأسواق المالية المحلية في الأسواق العالمية، وما يترتب عليه من إيجابيات اقتصادية^(٣).

(١) د/عبد الحميد منصور عبد العظيم، المرجع السابق، ص ٢٠٩.

(2) Mohamed Ariff and Meysam Safari, Valuation of Islamic debt instruments, the sukek, lessons for market development, paper was presented at the 23rd Global Finance conference, Chicago, USA, 2012, P.14.

(٣) د/سعد عبد الحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢١٢.

المبحث الثاني

أنواع الصكوك السيادية وتمييزها عما يشتهر بها

تمهيد وتقسيم:

تتعدد صور الصكوك وأنواعها بتعدد العقد الشرعي الصادرة بمقتضاه. وتتعدد الصكوك جاء تلبية للاحتياجات التجارية والاستثمارية المختلفة من جانب، والوصول إلى أكبر عدد ممكن من المستثمرين من جانب آخر. وذلك حتى يجد كل مستثمر ضالته في النوع الذي يرغب في الاستثمار من خلاله.

ويترتب على كون الصكوك السيادية من قبيل الأوراق المالية، أنه لا بُد أن تتشابه مع الأوراق المالية الأخرى في بعض الصفات والخصائص الجوهرية واختلافها في البعض الآخر. لذلك كان لزاماً علينا تمييزها عما يشتهر بها من أوراق مالية أخرى كالأسهم والسندات وأذون الخزانة.

وفي هذا المبحث نعرض لأنواع الصكوك السيادية وفقاً لما جاء بقانون الصكوك رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ ولائحته التنفيذية، إلى جانب تمييز الصكوك السيادية عما قد يشتهر بها من أوراق مالية أخرى، وذلك وفقاً للتفصيل الآتي:

المطلب الأول: أنواع الصكوك السيادية.

المطلب الثاني: تمييز الصكوك السيادية عما يشتهر بها.

المطلب الأول

أنواع الصكوك السيادية

تنقسم الصكوك السيادية إلى أنواع عدة بحسب الزاوية التي ينظر منها، فمن حيث الصيغة التي تتعد بها الصكوك السيادية، فنجد أنها تنقسم إلى صكوك المرابحة، صكوك الإجارة، صكوك الاستصناع، صكوك الوكالة. أما من حيث الهدف فنجد أنها تنقسم إلى الصكوك الخضراء، وصكوك التنمية المستدامة^(١).

أولاً: أنواع الصكوك السيادية من حيث الصيغة:

تصدر الصكوك السيادية إما بصيغ المرابحة أو الإجارة أو الاستصناع أو الوكالة، وذلك بما يتوافق مع عقد الإصدار، والعقود المرتبطة به. كما يجوز للجهة المُصدرة الجمع بين صيغتين أو أكثر من تلك الصيغ للإصدار الواحد^(٢). بينما لا يجوز

(١) قسم المشرع الصكوك السيادية إلى أنواع عدة بقانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ فقسمها إلى صكوك التمويل وتتضمن صكوك المرابحة، وصكوك الاستصناع وصكوك السلم. وإلى صكوك الإجارة وتتضمن صكوك ملكية الأصول القابلة للتأجير، وصكوك ملكية حق منافع الأصول القابلة للتأجير، وصكوك إجارة الخدمات. وإلى صكوك الاستثمار وتتضمن صكوك المضاربة، وصكوك الوكالة بالاستثمار، وصكوك المشاركة في الربح. وإلى صكوك المشاركة في الإنتاج وتتضمن صكوك المزارعة، وصكوك المساقاة، وصكوك المغارسة. وأخيراً؛ إلى صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية. وذلك على خلاف الوضع في قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، والذي أقتصر على صكوك المرابحة والإجارة والاستصناع والوكالة فقط. أنظر في ذلك نص المادة الثامنة من قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣، ونص المادة الخامسة من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) وعقد الإصدار هو العقد الذي يصدر على أساسه الصكوك السيادية وفقاً لأحكام قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، وتقره لجنة الرقابة. وينظم العقد حقوق والتزامات الجهة المُصدرة وشركة التصكيك السيادي بصفتها وكيلًا عن ما لى الصكوك السيادية بما في ذلك مجالات استثمار حصيلة الصكوك ومدة الاستثمار وعوائده المتوقعة وطريقة توزيعها، وأجلها وإمكان تداولها واستردادها.

أن تتضمن أي من تلك الصيغ نصاً بضمان حصة مالك الصك في الأصول، أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك^(١).

أ- صكوك المربحة:

تعد المربحة من بيوع الأمانات التي تعتمد على إخبار المشتري بثمن السلعة وتكلفتها التي قامت على البائع وما هي زيادته عليها^(٢). ففيها يقوم صاحب السلعة (البائع) بتعريف المشتري بكم اشتراها، ويأخذ من المشتري ربحاً إما على الجملة، وإما على التفصيل^(٣). ومن حيث الحكم الشرعي للمربحة فهو عقد مشروع لدى السواد الأعظم من الفقهاء^(٤).

(١) وذلك مع عدم الإخلال بالحق في التعويض في حالتي التعدي أو التقصير.

(٢) المربحة في اللغة هي تحقيق الربح، وفي الاصطلاح "نقل ما ملكه بالعقد الأول بالثمن الأول مع زيادة ربح"، أي أن البيع يتم بزيادة على الثمن الأول. علاء الدين أبي بكر بن مسعود الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، الجزء السابع، القاهرة، مطبعة الإمام، ص ٣١٩٣.

ولقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المربحة على أنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة، وتصبح السلعة مملوكة لحملة الصكوك". أنظر في ذلك المعيار رقم ١٧ من المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، صكوك الاستثمار، ٢٠١٥.

أما محكمة النقض المصرية فقد عرفت عقود المربحة بقولها "عقود المربحة التي تبرمها عادة البنوك ذات الطابع الإسلامي هي من صور التسهيلات الائتمانية التي يستعاض فيها البنك عن الإقراض المباشر للنقود بالمشاركة في المشروع الذي يقدمه له ذو الشأن مقابل التزامهم بسداد قيمة تلك المشاركة خلال أجل معين مضافاً إليها التعويض الشرعي المتفق عليه، الذي هو مقابل انتفاع العميل بأموال البنك التي شارك بها في المشروع". نقض مدني، الطعن رقم ١٤٠٨٦ لسنة ٨٥، جلسة ٢٠١٦/١٠/١٩.

(٣) على الجملة كأن تقول اشتريتها بعشرة آلاف وتربحني فيها ألفاً، وعلى التفصيل كأن تقول تربحني ألفاً على كل عشرة آلاف. أنظر في ذلك؛ محمد بن أحمد أبي القاسم محمد، القوانين الفقهية، تحقيق وتخريج عبدالله المنشاوي، دار الحديث، ٢٠٠٥، ص ٢٦٣. أنظر أيضاً؛ علي أحمد السالوس، القضايا الفقهية المعاصرة، الطبعة الثانية عشر، دار الثقافة، ٢٠١٠، ص ٧٠٩.

(٤) فقد ذهب جمهور العلماء إلى جواز المربحة ومشروعيتها لقوله تعالى "وأحل الله البيع"، والمربحة وكما يذهب جمهور العلماء بيع بالتراضي بين طرفين، فالبيع مطلقاً بشروطه المعلومة هو دليل

=

وصكوك المرابحة هي تلك الصكوك الصادرة على أساس عقد المرابحة، وتستخدم حصيلة إصدارها من قبل شركة التصكيك السيادي، لتمويل شراء حقوق الانتفاع بأصول مرابحة، من مورد أو مالك، وذلك بغرض بيع شركة التصكيك السيادي هذا الحق للجهة المستفيدة. ولضمان قيام الجهة المستفيدة بشراء الشيء الذي أصدرت صكوك المرابحة من أجله، يكون لحملة الصكوك الحق في إبرام وعد بشراء سلعة المرابحة^(١).

وصكوك المرابحة وعلى الرغم من أنها تدخل ضمن مسألة بيع الديون، ومن ثم فديونها غير قابلة للتداول بغير قيمتها الإسمية، إلا أن وزارة المالية تملك استردادها بخطط، شريطة أن لا يتوسط في تلك العملية طرف ثالث. مثال على ذلك قبول الوزارة لها في إصدار الضرائب أو الرسوم الجمركية المستحقة للوزارة عند حاملي الصكوك السيادية^(٢).

وبالتالي عند رغبة الحكومة باعتبارها الجهة المستفيدة في الحصول على تمويل بغية شراء سلع أو معدات أو آلات، مع عدم توفر الأموال اللازمة لتمويل عملية الشراء،

جوازها. وبما أن المرابحة هي بيع بثمن معلوم، وربح معلوم، فجاز الشرع البيع به. أنظر في ذلك؛ د/ المكاشفي طه الكباشي، بيع المرابحة والتقسيط ودورها في المعاملات المصرفية في الفقه الإسلامي، بحث مقدم للدورة الثامنة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، ٢٠٠٨، ص ٦.

(١) د/ ربيعة بن زيد و د/ سليمان ناصر، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، بحث مقدم إلى مؤتمر منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، ٢٠١٤، ص ١٤. أنظر أيضاً؛ د/ فؤاد محمد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد ٢١، العدد ١، ٢٠١٣، ص ٢٤ وما بعدها.

(٢) د/ تركي بن عبدالعزيز بن عبدالكريم، صكوك المرابحة - دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، رسالة ماجستير، المعهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ٢٠٠٨، ص ١٦٨.

يتم اللجوء إلى صكوك المرابحة، واستخدام حصيلة إصدارها لتمويل شراء بضاعة المرابحة لبيعها للجهة المصدرة - وزارة المالية - الواعدة بشرائها، بعد تملكها وقبضها^(١). ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقوق الانتفاع بأصول المرابحة بعد شرائها من المورد أو المالك، ثم في ثمنها الواجب السداد من قبل الجهة المصدرة إلى شركة التصكيك السيادي^(٢).

ويكون عائد هذه الصكوك هو مقدار الفرق بين ثمن شراء حق الانتفاع المسدد من قبل شركة التصكيك السيادي للمورد أو المالك، وبين ثمن بيعه الذي تلتزم الجهة المصدرة بسداده إلى شركة التصكيك السيادي، ويجوز للجهة المصدرة بيع حق الانتفاع المشتري للغير^(٣).

وتقوم شركة التصكيك في مرحلة لاحقة لقيام الجهة المستفيدة بعمل دراسة جدوى عن العملية التي ترغب في تمويلها، في إصدار الصكوك وفقاً لنشرة اكتتاب والمشتمة على البيانات التي نص عليها القانون. واللجوء إلى صكوك المرابحة يجنب الجهة الممولة مثالب الاقتراض من البنوك أو إصدار سندات، لما تمثله من أعباء مالية كبيرة على الجهة الممولة، لعل من أبرزها دفع العائد المتفق عليه في عقد القرض أو نشرة إصدار السندات^(٤).

(١) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٣١ وما بعدها.

(٢) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٦٢.

(٣) أنظر في ذلك نص المادة الخامسة من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٣٢.

ومثال توضيحي لما سبق؛ نفترض أن الجهة المستفيدة - الحكومة - كانت في احتياج لشراء بعض المواد الأولية لإقامة بعض المشروعات التنموية، والتي تبلغ قيمتها مائة مليون دولار، مع عدم توفر هذا المبلغ لديها. فتلجأ الجهة المستفيدة لإصدار صكوك المرابحة مقابل نسبة ربح يتم الاتفاق عليها بعقد الإصدار من خلال شركة التصكيك السيادي. وبمقتضى هذا العقد يتم إعداد نشرة اكتتاب بقيمة مائة مليون دولار، يتم بموجبها دعوة المكتتبين للاكتتاب مقابل صكوك المرابحة. وتستخدم حصيلة الاكتتاب في شراء المواد الأولية اللازمة للمشاريع التي ترغب الجهة المستفيدة في إقامتها، ثم قيام حملة الصكوك ببيعها للجهة المستفيدة مرةً أخرى بمبلغ أعلى من مبلغ الشراء، ويعد مكسب حملة الصكوك حينئذ هو الفرق بين ثمن شراء المواد الأولية من السوق وثمان بيعها^(١).

وتلتزم الجهة المستفيدة بالشراء بحصول شركة التصكيك على الشيء المتفق عليه، وإلا تلتزم بتعويض حملة الصكوك عن الضرر الذي وقع بهم بسبب عدم الوفاء بلا عذر. والتعويض في هذا المقام يكون بمقدار الفرق بين ثمن السلعة الأصلي وثمان بيعها لغير الجهة المستفيدة^(٢).

ب- صكوك الإجارة:

وتعرف صكوك الإجارة بأنها سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل. ويستثمر حصيلة تلك الصكوك في شراء أصول إنتاجية

(١) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٦١ وما بعدها.

(2) Tahmoures A. Afshar, compare and contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?, The Journal of Global Business Management Volume 9 , Number 1, February 2013, p.67.

أو غيرها من الأصول الصالحة للاستغلال، على أن يتم تأجيرها مرةً أخرى إلى الجهة المصدرة من قبل حاملي الصكوك^(١)،^(٢).

وصكوك الإجارة لما تتمتع به من مزايا بالمقارنة بأشكال التمويل الإسلامي الأخرى كالمرابحة، تعد واحدة من أهم أساليب التمويل المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتعد بمثابة أرضية مشتركة بين المؤسسات التمويلية التقليدية والمؤسسات الإسلامية، الأمر الذي يسمح بالتعاون المثمر بينهما^(٣). وبالتالي تملك الدولة عن طريق صكوك الإجارة إنشاء ما تحتاج إليه من مشروعات، دون أن تنقل كاهلها بأعباء مالية كبيرة، فضلاً عن تملكها للمشروع بنهاية المدة المحددة بنشرة الإصدار، الأمر الذي يضيف أصولاً مالية إلى ممتلكاتها. وتعد صكوك الإجارة مناسبة بشكل كبير للمشاريع المتوسطة وطويلة الأجل^(٤).

(١) د/ سعاد البدرى، دور الصكوك السيادية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، بحث مقدم لمركز الدراسات والبحوث الإنسانية والاجتماعية، جامعة محمد الأول، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، المجلد التاسع عدد خاص، ٢٠١٨، ص ٢٦٦.

(٢) ومن الفقه من عرف صكوك الإجارة بأنها "أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية منافع أو أعيان مؤجرة، تخول مالكيها حقوقاً، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته". د/ محمد إبراهيم السحبياني، هيكلية الصكوك الإسلامية- عرض مقدم لحلقة نقاش الصكوك الإسلامية التي تنظمها وحدة البحوث بكلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، ٢٠٠٨.

(٣) وصكوك الإجارة تصدر على أساس عقد يتضمن نقل حق الانتفاع بالأصول، يبرم بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك السيادي، وذلك بقصد تأجيرها إلى الجهة المصدرة بموجب عقد إجارة، ويمثل الصك حصة شائعة في حق الانتفاع، وعائد هذه الصكوك يستحق من قيمة الإيجار المسددة من الجهة المصدرة بموجب عقد الإجارة. أنظر في ذلك نص المادة الخامسة من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٧٠.

وتقع صكوك الإجارة على أعيان تصلح لاستغلال منفعتها، إلى جانب استمرار بقائها لفترة طويلة نسبياً، ويتميز العائد على صكوك الإجارة بأنه يكون معروفاً ومحددًا بصورة مسبقة^(١). وكون صكوك الإجارة أحد مبادئ المالية الإسلامية الغير متنازع عليها، جعل منها الهيكل الكلاسيكي للصكوك السيادية^(٢).

وبالتالي لا تمثل صكوك الإجارة مديونية على خزينة الدولة، نظراً لإمكانية تسيلها من قبل حاملها من خلال الأسواق المالية، الأمر الذي لا يمثل عبء على الأجيال القادمة نظير المنافع العائدة على الجيل الصادر فيه صكوك الإجارة^(٣).

وتتميز صكوك الإجارة إلى جانب قابليتها للتداول والاستقرار وثبات العائد بالمرونة العالية^(٤)، التي تمكن الجهة المصدرة من إصدارها لأعيان متنوعة ولآجال متعددة^(٥)، فضلاً عن خضوعها لعوامل العرض والطلب في الأسواق المالية، وقلة المخاطر الناجمة عن إصدارها^(٦).

(١) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٦٦.

(٢) وصيغ صكوك الإجارة هي أكثر الصيغ استخداماً منذ عام ٢٠٠٨، أنظر في ذلك؛ د/ حازم حسنين محمد، فرص وتحديات التمويل الإسلامي في مصر، بحث مقدم لجمعية المسلم المعاصر، المجلد ٤٣، العدد ١٦٩، ٢٠٢١، ص ٢١٥.

(٣) د/ الطيب داودي و د/ صبرينة كردودي، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، بحث مقدم إلى مؤتمر منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ٢٠١٤، ص ١٠.

(٤) واستقرار وثبات العائد يرجع إلى القدرة على تقدير عائد صكوك الإجارة مسبقاً عند شرائها. أنظر في ذلك؛ Mohamed Ariff and Meysam Safari, op. cit, P.14.

(٥) د/ سعاد البدرى، المرجع السابق، ص ٢٦٦.

(٦) ولقد قررت محكمة النقض المصرية أنه "الحق في الإجارة ليس من الحقوق المتصلة بشخص المستأجر خاصة، وهو حق مالي يجوز التصرف فيه والحجز عليه، ومن ثم يجوز لدائن المستأجر =

جـ. صكوك الاستصناع:

عقد الاستصناع هو العقد الذي تتعهد بمقتضاه الجهة المصنعة بتصنيع سلعة معينة، في مقابل ثمن يلتزم به المشتري في الحال أو مؤجلاً^(١). وبالتالي لا يعد الشيء المبيع في عقد الاستصناع موجوداً لدى بائعه عند التعاقد، وإنما هو بمثابة دين في ذمة البائع محدد بأوصاف معينة، يلتزم بتسليمه في الميعاد المتفق عليه^(٢).

وبالتالي فصكوك الاستصناع هي تلك الصكوك التي تصدر على أساس استصناع أصول بغرض بيع حقوق الانتفاع بهذه الأصول أو تأجيرها^(٣). وتستخدم حصيلة إصدار الصكوك في تمويل تصنيع عين معينة استصناعاً لتسليمها لمشتريها^(٤).

أن يستعمل هذا الحق نيابة عنه طبقاً لما تقضي به المادة رقم ٢٣٥ من القانون المدني". نقض مدني، الطعن رقم ٣٥١ لسنة ٣٤، بتاريخ ١٠/٥/١٩٧٢.

(١) الاستصناع لغةً هو مصدر استصنع الشيء، أي دعا إلى صنعه. أنظر لسان العرب، ج٨، ص٢٠٩. ويقال: استصنعه خاتماً إذا طلب منه أن يصنعه له. أنظر أقرب الموارد، ج١، ص١: ٦٦٤. وفي القاموس "الصناعة حرفة الصانع، وعمله الصنعة". أنظر القاموس المحيط ٣: ٧٤. فالاستصناع هو طلب عمل الصانع. وجاء في مجلة الأحكام العدلية: الاستصناع عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة. والاستصناع يسمى أيضاً المقاوله حيث اعتبرت مجلة الأحكام العدلية الاستصناع والمقاوله شيئاً واحداً، مع أن المقاوله في القانون الوضعي أعم من الاستصناع في الشرع، إذ أنها تشمل الاستصناع والإجارة، وليس كذلك الاستصناع. أنظر في ذلك؛ مجلة الأحكام العدلية المادة ١٢٤.

(٢) د/حماده مصطفى عزب، التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ملحق خاص، العدد الرابع، الجزء الأول، ٢٠١٩، ص٤٤٩ وما بعدها.

(٣) ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقوق انتفاع الأصول المصنعة، وعائد هذه الصكوك يكون من صافي حصيلة الإيجار أو من ثمن بيع حقوق الانتفاع أو المسترد من مدفوعات الاستصناع عند اكتمال تنفيذ التعهد بالشراء المعني. أنظر في ذلك نص المادة الخامسة من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

وتصدر صكوك الاستصناع بقيم متساوية، يصدرها الصانع أو المتعهد بالصناعة أو وكيل أي منهما، مع حصوله على قيمة الصكوك، والذي يقوم بدوره بتصنيع المنتج وفقاً للمواصفات المتفق عليها مع الجهة المستفيدة، وخلال المدة المحددة، ويكون حملة الصكوك ملائماً لموجوداتها خلال فترة التصنيع، مع انتقال حقوقهم في مرحلة لاحقة إلى الثمن الذي بيعت به السلعة إلى الجهة المستفيدة^(٢).

وتطبيقاً لما سبق، تستطيع الدولة تمويل مشروعاتها التنموية من مشاريع الإسكان والبنية التحتية، كمشاريع السكك الحديدية والمطارات وإقامة الطرق والكباري وإنشاء محطات توليد الطاقة الكهربائية، من خلال صكوك الاستصناع والتي تمول حصيلتها تكاليف إقامة تلك المشروعات^(٣). ويستحق حاملي الصكوك الفرق بين تكلفة إنشاء المشروع والثمن الذي بيع به للجهة المستفيدة، ويتضمن هذا السند تكلفة المشروع والمتمثل في إصدار الصكوك بالإضافة إلى هامش ربح معين. وتحدد نشرة إصدار الصكوك مواصفات المشروعات الممولة وتكاليف إنشائها وثمن بيعها وطرق دفع الثمن^(٤).

=

ولقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الاستصناع على أنها " وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب بها في تصنيع السلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك". أنظر في ذلك المعيار رقم ١٧ من المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، صكوك الاستثمار، ٢٠١٥.

(1) Muhammad Azhar and Junaid Haider, Op. Cit, p30.

(٢) د/عبد الحميد منصور عبد العظيم، المرجع السابق، ص ٢٦٩.

(٣) د/حماده مصطفى عزب، المرجع السابق، ص ٢٥١.

(٤) د/عبد القوي ردمان محمد عثمان، المرجع السابق، ص ١١.

وتعد صكوك الاستصناع بمثابة أداة مالية هامة للمستثمرين حاملي الصكوك، نظراً لتحقيق مصالحهم من خلال ما يحصلون عليه من أرباح، وذلك لما يترتب على شراء الجهة المستفيدة للسلعة المصنعة أن يصبح حاملي الصكوك دائنين بالثمن المتفق عليه بدايةً، والذي يراعى عند تحديده هامش الربح الذي يسعى إليه حاملي الصكوك^(١). ومن جانب آخر تتحقق مصلحة الجهة المستفيدة من خلال عدم احتساب فوائد على الثمن المستحق لحملة الصكوك، وهو ما يميز صكوك الاستصناع عن القروض^(٢).

د- صكوك الوكالة:

الوكالة عقد مشروع مندوب^(٣)، فإذا انعقدت صحيحة وجب على الوكيل أن يلتزم بما اتفق عليه في العقد، ولا يجوز له المخالفة إلا لتحقيق مصلحة أكبر للموكل، وإلا فعليه

(1) Rodney Wilson, Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk market, www.euromoneybooks.com, p9.

(٢) ويشترط في صكوك الاستصناع: (أ) أن يكون مقابل الاستصناع معلوماً عند التعاقد ويجوز أن يكون نقوداً أو عيئاً أو منفعة لمدة معينة سواء أكانت منفعة الشيء المستصنع نفسه أم منفعة أخرى يطرحتها المستصنع. (ب) ألا يتم تداول صكوك الاستصناع بعد نقل منفعة السلع المصنعة للجهة المصدرة إلا بالقيمة الاسمية وبثمن حال. أنظر في ذلك نص المادة الخامسة من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

ولقد قررت محكمة النقض المصرية بأن "تسلم رب العمل الشيء المصنوع لا يرفع مسؤولية الصانع في عقد الاستصناع عما يظهر في صناعته من عيب إلا إذا كان هذا التسليم يفيد معنى القبول بغير تحفظ". نقض مدني، الطعن رقم ١٨٧ لسنة ١٨، بتاريخ ١٤/١٢/١٩٥٠.

(٣) الوكالة هي تفويض شخص لآخر بالقيام بعمل ما وإقامته مقامه في ذلك العمل. إذ أن عقد الوكالة ينشأ عندما يقوم الموكل بتعيين شخص آخر وهو النائب ليقوم مقامه في إنشاء التصرف القانوني، بحيث يلتزم النائب بمقتضى عقد الوكالة بالقيام بالأعمال القانونية لحساب الموكل. أنظر في ذلك من مجلة الأحكام العدلية نص المادة ١٤٤٩.

الضمان، وتعويض الضرر بما يقدره القاضي الذي ينظر الخلاف إذا لم يحدث التصالح بينهما^(١).

وتصدر صكوك الوكالة على أساس عقد وكالة في الاستثمار في حقوق الانتفاع بالأصول، وتكون شركة التصكيك السيادي وكيلاً بالاستثمار، ومالكو الصكوك هم الموكلون، وحصيلة الصكوك هي المبلغ الموكل في استثماره. ويمثل الصك حصة شائعة في حقوق الانتفاع بالأصول، وتقوم شركة التصكيك السيادي الوكيل بالاستثمار بتأجيرها. وعائد الصك عبارة عن الفرق بين القيمة الإيجارية المتوقعة والقيمة الأصلية التي صدر بها الصك^(٢).

وتطبيقاً لما سبق؛ نجد أن صكوك الوكالة تصدر عن وكيل الاستثمار، بغية استخدام حصيلتها في تمويل نشاط خاص أو مشاريع استثمارية معينة، يتولى الوكيل بالاستثمار إدارتها، وذلك بوصفه وكيلاً عن حملة الصكوك في مقابل أجر معلوم. وبالتالي

(١) عرفت المادة الثامنة من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ صكوك الوكالة بالاستثمار بأنها صكوك "تصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وتستخدم حصيلة إصدارها في دفع 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 وموجوداتها 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، وتحدد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد الوكالة في الاستثمار وأجر الوكيل".

كما عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الوكالة بالاستثمار على أنها "وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها، والمصدر لها - المتمول- يعرض نفسه وكيلاً لحملة الصكوك يتولى الاستثمار نيابة عنهم بإذنهم وتوكيلهم، ويتقاضى مصدر الصكوك - الوكيل- أجراً محدداً معلوماً مضموناً نظير جهده". أنظر في ذلك المعيار رقم ١٧ من المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، صكوك الاستثمار، ٢٠١٥.

(٢) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٦٦.

لا يعد الوكيل بالاستثمار شريكاً بالمجهود، بل مديراً للصكوك^(١)، بينما يكون حملة الصكوك هم الملاك على الشيوع للمشروع الذي مُول بأموالهم.

ويتم توزيع الأرباح بين حملة الصكوك دون وكيل الاستثمار، فالأخير يحصل مقابل عمله على أجر معلوم. أما الخسارة فتقع على عاتق حملة الصكوك وحدهم دون الوكيل، فالأخير يستحق أجره في جميع الأحوال، بشرط ألا يوجد خطأ من جانبه، تسبب بشكل مباشر عن إحداث الخسائر التي لحقت بالمشروع. وبنهاية مدة صكوك الإجارة يتم بيع المشروع لوكيل الاستثمار مع إمكانية بيعها للغير أيضاً^(٢).

ولعل أبرز ما يميز صكوك الإجارة عن غيرها من الصكوك الأخرى، مرونتها العالية سواءً على مستوى تمويل المشروعات، أو من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، وذلك إلى جانب تمتعها باستقرار في السعر ومقدار العوائد مقارنة بغيرها من الصكوك الأخرى^(٣).

ثانياً: أنواع الصكوك السيادية من حيث الهدف:

أما من حيث الهدف الذي ترمي إليه الدولة، فيتم تقسيم الصكوك السيادية إلى صكوك سيادية خضراء، وأخرى صكوك تنمية مستدامة.

وتعد الصكوك الخضراء نوعاً من الأدوات المالية الإسلامية والحديثة نسبياً. وفي وقتنا الراهن حظيت باهتمام جم، نظراً لكونها توجه خصيصاً لمساندة المشروعات

(١) وتطبيقاً لنص المادة الأولى من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ يعد مديراً للصكوك المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار.

(٢) لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٧٤.

(٣) د/ نزيه حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، دار القلم، دمشق، ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، ٣٦١ وما بعدها.

المتصلة بالبيئة والمناخ. ولعل من أبرزها تمويل الاستثمارات في الطاقة المتجددة لا سيما في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.

والصكوك السيادية الخضراء هي عبارة عن صكوك سيادية تخصص حصيلتها لتمويل أو إعادة تمويل المشروعات الخضراء المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة، وبما يتماشى مع إطار التمويل الأخضر^(١).

وترتكز فكرة الصكوك الخضراء على أسس عدة، يأتي على رأسها المحافظة على البيئة وترشيد الموارد الطبيعية، التوازن في استخدام الطاقة، تعزيز فكرة الطاقة المتجددة، والحد من الانبعاث الحراري. وتمثل تلك الأسس أهمية في يومنا هذا فيما يتعلق بالمساعدة في جهود العالم لمحاربة الآثار البيئية السلبية الناجمة عن الثورة الصناعية المعاصرة، والتي أدت إلى ازدياد حدة الظواهر المناخية، والتي أصبحت تشكل خطراً على الإنسان والطبيعة معاً^(٢).

أما صكوك التنمية المستدامة فهي عبارة عن صكوك سيادية تخصص حصيلتها لتمويل و/أو إعادة تمويل مشروعات التنمية المستدامة المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة، وبما يتماشى مع إطار التمويل المستدام^(٣).

(١) أنظر في ذلك نص المادة الخامسة من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) وتعد ماليزيا الدولة الرائدة في مجال المالية الإسلامية، فهي البلد الإسلامية الأولى التي أطلقت الصكوك الخضراء، وذلك بدعم من الصندوق السيادي الماليزي في منتصف ٢٠١٥، وتهدف ماليزيا من خلال هذا الصكوك إلى خلق استثمارات لمشاريع صديقة للبيئة وتقديم خياراً للمستثمرين الراغبين في استثمار يوافق مبادئ الشريعة، ويسهم في حفظ البيئة التي أعطاها الإسلام عناية خاصة وأوصى بالمحافظة عليها. ولا يزال استخدام الصكوك الخضراء محدوداً في الدول الإسلامية وذلك نتيجة لحدائثة هذا المنتج من جهة وكذلك للتحديات القانونية والتنظيمية من جهة أخرى. أنظر في ذلك مقال د/الإمام محمد محمود، منشور على الموقع التالي؛ [/https://islamonline.net](https://islamonline.net)

(٣) أنظر في ذلك نص المادة الخامسة من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

=

المطلب الثاني

تمييز الصكوك السيادية عما يشتهبه بها

تمهيد:

تعرف الصكوك السيادية بأنها "أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، تصدر عن الجهة المختصة، وتكون محددة المدة وقابلة للتداول، وتهدف إلى تمويل المشروعات التنموية والاستثمارية".

والصكوك السيادية وإن كانت تتشابه من جانب مع غيرها من الأوراق المالية الأخرى؛ كالأسهم، والسندات، وأذون الخزانة، إلا أنها تتميز عنها من جانب آخر.

ونحن في هذا المقام نعرض لأوجه التمييز بين الصكوك السيادية وعما يشتهبه بها من أوراق مالية أخرى، وذلك على التفصيل التالي:

=

عرفت الهيئة العامة للرقابة المالية التمويل المستدام على أنه "أي نوع من أنواع الخدمات المالية والإدارة المالية التي تدمج المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) عند اتخاذ القرارات الاستثمارية". أنظر في ذلك الرابط التالي؛ <https://fra.gov.eg/portals/new>. تاريخ الإطلاع؛ ٢٠٢٣/٣/١١.

والتنمية المستدامة هي التنمية التي تأخذ بعين الاعتبار الأبعاد الاجتماعية والبيئية إلى جانب الأبعاد الاقتصادية لحسن استغلال الموارد المتاحة لتلبية حاجيات الأفراد مع الاحتفاظ بحق الأجيال القادمة. أنظر في ذلك الرابط التالي؛ www.universalis.fr/encyclopedie/developpement. تاريخ الإطلاع؛ ٢٠٢٣/٣/١١.

أولاً: الصكوك السيادية والأسهم:

السهم هو عبارة عن صك قابل للتداول ويمثل حصة في رأس مال الشركة، ويمنح مالكة حقاً في أن يكون شريكاً في هذه الشركة^(١). ويترتب على ملكية المساهم للأسهم في الشركة أن يكون له الحق في الحصول على الأرباح العائدة من ملكية الأسهم، فضلاً عن الاشتراك في ناتج التصفية عند انقضاء الشركة^(٢).

أ- أوجه التشابه بين الأسهم والصكوك السيادية:

من أبرز أوجه التشابه بين الصكوك السيادية والأسهم أن كلَّ منهم يصدر بقيمة متساوية، فلا يجوز إصدار أسهم أو صكوك سيادية مختلفة القيمة في الإصدار الواحد، فكل منهما له قيمة متساوية^(٣). فضلاً عن أن لكل منهما قيمة اسمية تكتب على ذات الصك أو السهم، وقيمة فعلية أو حقيقية تختلف عن تلك القيمة المذكورة في الصك. فالقيمة الحقيقية تتمثل في نصيب الصك أو السهم في صافي الأصول وفقاً لسعر السوق. والأصل اختلاف القيمة الإسمية عن القيمة الحقيقية، وإن كان لا يوجد ما يمنع أن تساوي القيمتين مع بعضهما البعض^(٤)،^(٥).

(١) أنظر في تعريف السهم؛ د/ مصطفى كمال طه، مقدمة الأعمال التجارية والتجار- الشركات التجارية- الملكية التجارية والصناعية، منشأة المعارف، ١٩٨٢، ص٩٦. أنظر أيضاً؛ د/ محمود سمير الشرقاوي، القانون التجاري، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، ١٩٨٦، ص١٦٧.

(٢) أنظر في ذلك مؤلفنا عن الشركات التجارية، كلية الحقوق، جامعة الزقازيق، ٢٠٢١، ص٢٠١.

(٣) د/ عبد الفضيل محمد أحمد، الشركات، دار الفكر والقانون، ٢٠١١، ص٣١٦.

(4) Omar Salah: "structuring sukuk al-i jara in Netherlands "Tisco working 2paper series on booking finance and services No7/2011, p21.

(٥) أ.د/سميحة مصطفى القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة السابعة، ٢٠١٦، ص٣٥٢.

والأسهم والصكوك السيادية تعد أوراقاً مالية. فهي ليست مالاً متقوماً في ذاتها، بل وثيقة إثبات للحق ودليل عليه^(١)، يتم طرحها للتداول بسوق الأوراق المالية. كما يجوز طرحهما للاكتتاب العام داخل وخارج مصر، إلى جانب أن كلاهما غير قابلين للتجزئة في أي حال من الأحوال^(٢).

أضف إلى ما سبق؛ أن الأسهم والصكوك السيادية تعد شهادات تثبت حق مالكيها في المشاركة في رأس مال المشروع الذي يدر عائداً، الأمر الذي يرتب حقاً لهم في الحصول على الربح الذي تتحصل عليه الشركة أو المشروع، مع التزامهم - في المقابل - بتحمل الخسائر التي لحقت بالشركة أو المشروع^(٣). فالصكوك والأسهم تعد من قبيل الأدوات الاستثمارية التي تقوم على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، الأمر الذي يجعل للمالك عدم أحقية في فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون له نسبة من الربح إن تحقق^(٤).

(١) د/ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠١٢، ص ٧٧ وما بعدها. أنظر أيضاً؛ د/لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٣٠.

(٢) د/ حماده مصطفى عزب، المرجع السابق، ص ٤٤٤ وما بعدها. أنظر أيضاً؛ د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٣١ وما بعدها.

(٣) لا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا في حدود ما يملكه من أسهم، ومن ثم فلا يجوز الرجوع على المساهم إلا في حدود حصته مهما بلغت ديون الشركة أو خسارتها. أنظر في ذلك نص المادة ٢/٢ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(٤) د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ص ١١١ وما بعدها. أنظر أيضاً؛ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٣١.

ب- أوجه الاختلاف بين الأسهم والصكوك السيادية:

وعلى الرغم من أوجه التشابه سالف الذكر بين الأسهم والصكوك السيادية إلا أن هناك العديد من أوجه الاختلاف بينهما.

فالصكوك السيادية ورقة مالية مؤقتة، لها أجل زمني محدد وهو ثلاثون عاماً، وفقاً لما نص عليه قانون الصكوك السيادية ولائحته التنفيذية، ولا يغير الأمر استمرار الشركة المصدرة لها عن هذا الأجل. بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة، فأجلها مرتبط بأجل الشركة المحدد بالنظام الأساسي لها. وإن كان البعض يرى أن مدة الشركة ذاتها محددة بخمسة عشر عاماً إلا أن هذه المدة تكون قابلة للتجديد بموافقة أغلبية الشركاء^(١).

وعلى خلاف مالكي الأسهم لا يحق لحملة الصكوك السيادية الحضور أو التصويت في الجمعية العامة، أو الاشتراك في الرقابة أو الإدارة^(٢)،^(٣). ويكون الحضور والتصويت على القرارات من خلال الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك السيادية^(٤).

(١) أ.د/ سامي عبدالباقي أبو صالح، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٩٠.

(٢) أنظر في ذلك النشرة التعريفية الصادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ملحق مجلة التمويل الإسلامي، إبريل ٢٠١٢، ص ٦.

(3) Volker Nienhaus & Abdullah karatas, Market perceptions of liquid sovereign sukuk : A new asset class, Emerald, International Journal of the Islamic and Middle Eastern Finance and Management (IMEFM) Vol . 9 No.1, 2015, No.1. www.emeraldinsight.com, P.88.

(٤) يستثنى من ذلك مالك الصكوك السيادية الذي لا تقل القيمة الاسمية للصكوك المملوكة له عن ٥% من القيمة الاسمية للإصدار. أنظر في ذلك نص المادة ٢٢ من اللائحة التنفيذية رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢ لقانون الصكوك السيادية. أنظر أيضاً؛ د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٣٣.

أما مالك الأسهم فيحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية للشركة والتصويت على القرارات الصادرة عنها^(١).

وتمنح الصكوك السيادية لمالكيها حق ملكية على الشيوخ أثناء حياة الشركة لموجودات الصكوك، يتحول عند انتهاء المدة المحددة للصك إلى حق دائنية. على النقيض من ذلك، تمنح الأسهم مالكيها حق دائنية أثناء حياة الشركة، يتحول عند تصفية الشركة إلى حق ملكية على الشيوخ. فمالك السهم لا يعد مالكا لأموال الشركة، بل هو بمثابة دائن للشركة بقدر مساهمته، ولا يغير من الأمر شيء اشتراكه في الأرباح وتحمله للخسائر^(٢).

ويسترد مالكي الصكوك السيادية قيمتها عند انتهاء مدتها، دون أن يكون لهم علاقة بالأصول. فالصكوك مصممة بالشكل الذي يمكن حملتها من استرداد رأسمالهم أو خسارته عند انتهاء مدة الشركة، بغض النظر عن قيمة أصول الشركة المصدرة للصكوك أو قدرتها على سداد ديونها للآخرين^(٣). أما الأسهم فهي تمثل ما تملكه الشركة من الأصول وغيرها، ومن ثم فيحصل مالكيها على نصيبهم في الأصول عند تصفية الشركة، مع التزامهم بدفع ما عليها من ديون إن وجدت^(٤).

(١) لكل مساهم الحق في حضور الجمعية العامة للمساهمين بطريق الأصالة أو الإنابة، ويشترط لصحة الإنابة أن تكون ثابتة بموجب توكيل أو تفويض كتابي. ولا يجوز للمساهم من غير أعضاء مجلس الإدارة أن ينيب عنه أحد أعضاء مجلس الإدارة في حضور الجمعية العمومية. وتحدد اللائحة التنفيذية لهذا القانون الضوابط التي تتبع في الإنابة، سواء كان النائب من المساهمين أو من غيرهم. نص المادة ٥٩ من قانون الشركات التجارية رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١. وفقاً لآخر تعديل صادر في ١٥ سبتمبر عام ٢٠٢٠.

(٢) د/ عصام حنفي محمود مرسي، صكوك التمويل التي تصدرها شركات المساهمة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ١٩٩٥، ص٤٦. أنظر أيضاً؛ أ.د/ سامي عبد الباقي أبو صالح، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص٢٠٧.

(٣) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص٣٣.

(٤) د/ حماده مصطفى عزب، المرجع السابق، ص٣٤٣.

أما عن قيمة السهم فقد وضع المشرع له حد أدنى وأقصى يلتزم به عند الإصدار^(١). أما الصكوك - على العكس مما سبق- لم يضع المشرع لها حدًا أدنى أو أقصى يجب الالتزام به عند الإصدار^(٢). ويحدد النظام القيمة الاسمية للسهم بحيث لا تقل عن جنيه ولا تزيد على ألف جنيه أو ما يعادلها بالعملات الحرة، ويلغى كل نص يخالف ذلك في أي قانون آخر^(٣).

وأخيرًا؛ تعد الأسهم أوراق مالية ذات مخاطر عالية بالمقارنة بالصكوك السيادية، والسبب في ذلك يرجع إلى أن هيكل إصدار الصكوك السيادية يجعل من ثمنها بالسوق والعائد عليها أقل تقلبًا. الأمر الذي يؤدي إلى الاستقرار والقابلية للتوقع الحقيقي لقيمة الصك، وذلك على عكس الوضع بالنسبة للأسهم^(٤).

ثانيًا: الصكوك السيادية والسندات:

السندات هي عبارة عن وسيلة تتمكن الشركة من خلالها في الحصول على ما تحتاجه الشركة من أموال إضافية، وذلك عن طريق إصدارها صكوكًا متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل قروضًا طويلة الأجل^(٥). وبالتالي فالسندات تعد بمثابة قروض طويلة

(١) "ويحدد النظام القيمة الاسمية للسهم بحيث لا تقل عن جنيه ولا تزيد على ألف جنيه أو ما يعادلها بالعملات الحرة، ويلغى كل نص يخالف ذلك في أي قانون آخر". نص المادة ٣١ من قانون الشركات التجارية رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١. وفقاً لآخر تعديل صادر في ١٥ سبتمبر عام ٢٠٢٠.

(2) Volker Nienhaus & Abdullah karatas: op. cit, P.88. No.1.

(٣) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، الصكوك السيادية كآلية لتنويع المشروعات الاستثمارية والتنمية "دراسة تحليلية"، مجلة الدراسات القانونية، العدد الرابع والخمسون، الجزء الأول، ديسمبر، ٢٠٢٠، ص ٤٥٦.

(٤) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٣٣.

(٥) د/ مصطفى كمال طه، الوجيز في القانون التجاري، دار النهضة العربية ١٩٨٦، ص ٣٥٧.

الأجل تعقد عن طريق الاكتتاب العام، وبالتالي فإن حامل السند يعد دائن للشركة على عكس الوضع بالنسبة للمساهم الذي يكون شريكاً فيها^(١).

والسندات شأنها شأن الأسهم، تتشابه مع الصكوك السيادية في جوانب عدة وتختلف معها في جوانب أخرى.

أ- أوجه التشابه بين السندات والصكوك السيادية:

تعد كل من السندات والصكوك السيادية أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية^(٢). فملاك السندات والصكوك يخول لهم الحق في بيع السندات والصكوك المملوكة لهم للغير متى رغبوا في ذلك. كما أن الأموال المتحصلة من كليهما تعود إلى مالكيها بنهاية الإصدار^(٣)، سواء كانت بالقيمة الاسمية أو السوقية^(٤). فضلاً عن أن كل منهما يمكن طرحه للاكتتاب العام^(٥).

(١) أنظر في ذلك مؤلفنا عن الشركات التجارية، كلية الحقوق، جامعة الزقازيق، ٢٠٢١، ص ٢١٠.

(٢) د/ عبد الله أحمد محمد عليوه، الطبيعة القانونية للصكوك التجارية - دراسة مقارنة، بين القانون الوضعي والشريعة الإسلامية، مجلة حقوق دمياط للدراسات القانونية والاقتصادية كلية الحقوق جامعة دمياط، العدد السابع، يناير ٢٠٢٣، ص ٢٣٢، أنظر أيضاً؛ د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٣٨.

(٣) "عند نهاية مدة الصك السيادي يسترد مالكة قيمته الاستردادية، وينتهي حق الانتفاع المقرر على الأصول التي اتخذت أساساً لإصداره". نص المادة ١/١٠ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) أ.د/ سميحة مصطفى القليوبي، المرجع السابق، ص ٤٦٣.

(٥) والاكتتاب العام هو دعوة عامة للجمهور للاكتتاب في الأوراق المالية، وفقاً للشروط والأحكام المقررة بالتشريعات النافذة، ويعتبر الاكتتاب العام أحد الطرق الهامة لتمويل الشركات وتمكينها من تحقيق الغايات المقصودة من تأسيسها بالإضافة إلى إسهامها في توسيع قاعدة المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

أما من حيث درجة المخاطر، فتصنف الصكوك والسندات – على عكس الأسهم- بأنها أوراق مالية ذات مخاطر متدنية واستقرار كبير^(١). ويرجع السبب في ذلك إلى أن إصدار السندات كورقة مالية يكون بقيمة محددة، لا تحمل في طياتها احتمالية الربح أو الخسارة، أما إصدار الصكوك يكون مدعوماً بموجودات تضمن جزءاً من قيمتها^(٢).

ولا يمنح كل من حاملي السندات والصكوك السيادية – على النقيض من الأسهم- الحق في الإدارة أو الرقابة أو الإشراف. فلا يجوز لهم التدخل في إدارة الشركة، كما لا تلتزم الشركة بما يقدمه من توصيات أو اقتراحات. كما لا يجوز لحامل السند الاشتراك في قسمة موجودات الشركة عند حلها، وذلك على عكس الوضع بالنسبة للمساهم^(٣).

وللسندات والصكوك دوراً بارزاً في أداء وتنفيذ وظائف هامة، يأتي في مقدمتها التحكم في حجم السيولة النقدية داخل الشركة. وذلك يرجع لما ينتج عن عملية إصدار السندات والصكوك من سيولة نقدية كنتيجة لحصيلة الإصدار، والتي قد تأتي على شكل ديون كما في السندات، أو على شكل استثمار الأصول والمنافع كما هو الحال في الصكوك^(٤)،^(٥).

(١) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٥٨. أنظر في ذلك أيضاً؛ د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ص ١١٢.

(٢) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٣٥. أنظر أيضاً؛ د/ حماده مصطفى عزب، المرجع السابق، ص ٢٤٣.

(٣) أ.د/ سامي عبدالباقي أبو صالح، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٢٣٩. أنظر في ذلك أيضاً؛ مؤلفنا عن الشركات التجارية، المرجع السابق، ص ٢١٠.

(٤) كما تسرى على عوائد الصكوك السيادية وعلى عائد التداول عليها المعاملة الضريبية المقررة على سندات الخزنة العامة. أنظر في ذلك؛ نص المادة ٦ من قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣.

(٥) د/ صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، ٢٠٠٩، ص ١٤.

أما عن الحد الأدنى والأقصى فلم يحدد المشرع لكل من السند أو الصك حدًا أدنى أو أقصى لإصداره. فالمشرع كما لم يشترط في السند دفع نسبة معينة من قيمته عند الاكتتاب، أو تحديد مدة معينة يجب خلالها الوفاء بقيمة السند كاملاً، كان كذلك الوضع أيضاً بالنسبة للصكوك السيادية^(١).

وأخيراً؛ لم يشترط المشرع توافر الجنسية المصرية في حاملي السندات والصكوك. كما خول لهم الحق في تكوين جماعة لرعاية مصالحهم، فنصت المادة ١/٢١ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ على أنه "يجوز لمالكي الصكوك السيادية ذات الإصدار الواحد تكوين جماعة لحماية المصالح المشتركة لأعضائها"^(٢).

أ- أوجه الاختلاف بين السندات والصكوك السيادية:

تمثل الصكوك حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار^(٣)، ومن ثم فالعلاقة بين حامل الصك والمصدر علاقة مشاركة. أما السندات وبخلاف الصكوك تمثل ديناً في ذمة الشركة مصدرة السند، ومن ثم فالعلاقة بين الشركة وحاملي السند هي علاقة مديونية^(٤).

(١) د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ص ١١٢. أنظر أيضاً؛ د/لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٣٨.

(٢) كما نصت المادة ٢٢ من قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ على أنه "يجوز لمالكي الصكوك من كل إصدار تكوين جماعة يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها". ونصت المادة ١٣ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال على أنه "يجوز لأصحاب السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى ذات الإصدار الواحد في الشركة تكوين جماعة يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها".

(٣) أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قانون الصكوك رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) د/ علي محي الدين القره، صكوك الاستثمار تأصيلها وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن،

وتختلف الصكوك السيادية عن السندات من حيث مصدر الالتزام، فمصدر الالتزام في السندات يتمثل في عقد القرض المبرم بين أطرافه، بينما الصكوك السيادية يتمثل مصدر الالتزام بها في مجموعة متنوعة من العقود المنظمة لعملية إصدارها^(١).

ويترتب على كون السند بمثابة ديناً على الشركة لا حصة فيها أن الشركة تلتزم بسداد قيمة السند، بالإضافة لفوائده بغض النظر عن تحقيق الشركة أرباحاً من عدمه. ومن ثم يحصل حامل السند على أرباح ثابتة سنوياً المتمثلة في الفوائد والتي لا تتغير بتغير أرباح أو خسائر الشركة^(٢). أما الصكوك السيادية فلا تمثل ديناً في ذمة المصدر، فقيمتها الاسمية ليست مضمونة على المصدر. بمعنى أن عوائد الصكوك السيادية ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما تنشأ عوائد الصكوك عن الربح الناجم عن العقود التي بنيت عليها هيكله الصكوك السيادية^(٣).

٢٠١٠، ص ١. أنظر أيضاً؛ أ.د/ سامي عبدالباقي أبو صالح، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٢٣٩.

(1) Ahmed Khalid AL-Maghlouth: "An inside study of its background, structures, challenges & Cases, Open University of Malaysia, 2009, P.10.

(٢) د/ عبدالحميد منصور عبد العظيم، المرجع السابق، ص ١٨٣. أنظر أيضاً؛ د/ أحمد محمد أحمد كليب، الضوابط لصكوك المضاربة إصداراً وتداولاً، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠١٥، ص ٣٣.

(٣) د/ محمد إبراهيم نقاشي، عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة الإسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة، الجامعة الإسلامية المعاصرة، ماليزيا، ٢٠٠٦، ص ٦٠. أنظر أيضاً؛ د/ زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص ٩٧ وما بعدها.

ولا يتحمل حامل السند مخاطر الاستثمار، فلا يتأثر بالمركز المالي للشركة من حيث تحقيق الربح من عدمه. وعلى النقيض يتأثر حامل الصك بتبعية أعمال الشركة أو المشروع ويشارك في تحمل المخاطر^(١).

وبمجرد وفاء الجهة المصدرة بقيمة السند وفائدته تنقطع صلة الحامل بها، وذلك على خلاف الوضع بالنسبة للصك، والذي لا تنقطع صلته بالجهة المصدرة، بل تبقى له صفة المالك الأصلي أو منفعه، إلى أن ينقضي الصك، وتسترد الجهة المستفيدة من الصك موجودات الصكوك^(٢).

ويترتب على كون حامل الصك السيادي ليس دائئاً، وإنما مالگًا لحصة شائعة بالمشروع، ألا يكون له أولوية في استرداد قيمة استثماره، وإنما يصرف له بقدر حصته ما تبقى من موجودات المشروع، وذلك على خلاف حامل السند الذي تكون له الأولوية في استرداد قيمة استثماره^(٣).

وأخيراً؛ نظم المشرع مكنة تحويل السندات إلى أسهم، حيث أجاز المشرع بالمادة ٥١ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ أن تتضمن شروط إصدار السندات قابليتها للتحويل للأسهم، وذلك على خلاف الوضع بالنسبة للصكوك،

(١) د/ محمد علي سويلم، الصكوك المالية، دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار المطبوعات الجامعية، ٢٠١٤، ص ٢٥.

(٢) د/ محمد إسماعيل إسماعيل أحمد، الفرق بين صكوك التمويل والسندات، بحث بمجلة بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس - مركز بحوث الشرق الأوسط، العدد الستون، ٢٠٢١، ص ٢١٧. أنظر أيضاً؛ د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٤١.

(٣) د/ أسامة الجوزية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، ٢٠٠٩، ص ٣٤ وما بعدها. أنظر أيضاً؛ د/ حماده مصطفى عزب، المرجع السابق، ص ٢٤٤.

فلا يتصور تحولها لأسهم. وذلك يرجع إلى كون الشركة المصدرة للصكوك لا تصدر أسهماً^(١).

ثالثاً: الصكوك السيادية وأذون الخزانة:

أذون الخزانة هي نوع من أنواع السندات الحكومية، والتي تعد أداة دين، أي أنها تعد بمثابة وثيقة إثبات للدين وضمان لحقوق الدائن. تصدرها الحكومة لجمع الأموال من أجل دعم الإنفاق الحكومي وسداد الالتزامات. والأذون هي ديون قصيرة الأجل، لا يزيد أجل استحقاقها على عام واحد^(٢).

وتصدر أذون الخزانة عادة بخصم، بمعنى أنها تباع بأقل من قيمتها الاسمية، مع التزام الحكومة بدفع كامل القيمة الاسمية عند حلول تاريخ الاستحقاق. ويتمثل العائد في أذون الخزانة في الفرق ما بين القيمة الاسمية والمبلغ المدفوع من قبل المستثمر عند شراء الإذن^(٣).

أ- أوجه الشبه بين الصكوك السيادية وأذون الخزانة:

تتفق الصكوك السيادية مع أذون الخزانة في وحدة الجهة المصدرة والمتمثلة في الحكومة^(٤)، ووحدة الغرض والمتمثل في توفير سيولة نقدية لسد عجز في ميزانية الدولة. وإن كان الغرض أوسع بالنسبة للصكوك، فلا يقتصر الغرض من إصدارها على توفير

(١) د/أحمد بدران، الصكوك كأداة للتمويل، المرجع السابق، ص ١٥٢. أنظر أيضاً؛ د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٣٩.

(2) Simon David: "markups, quantity risk, and bidding strategies in treasury coupon auctions", journal of financial Economics, 1994, P.43-62.

(٣) أنظر الرابط التالي: <http://centralbank.go.ke/index.php/financial-marketstreasury-bill>.

(4) Oberat Nyawata: "treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: The main considerations, working paper issued by International Monetary Fund, 2012,P.23.

السيولة لسد العجز فقط، بل يمتد لاستخدامها كأداة للمدخرات واستثمارها لتحقيق الربح^(١). كما أنهما يُعدا من قبيل الأدوات المالية قليلة المخاطر. وأخيراً؛ تتشابه الصكوك مع أذون الخزانة في القابلية للتداول في سوق الأوراق المالية^(٢).

ب - أوجه الاختلاف بين الصكوك السيادية وأذون الخزانة:

الصكوك السيادية تخضع للمضاربة وتتعرض للخسارة والربح، وذلك لكونها تمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول المملوكة للدولة أو لأي من الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة. فالممول شريك في حقوق الانتفاع بالأصول المذكورة. على عكس ذلك أذون الخزانة، فهي أوراق مالية محددة بأجل ومضمونة بعائد فائدة إضافي لقيمتها يتم صرفه بانتهاء أجلها. وبالتالي تتحدد قيمة عائد أذون الخزانة الثابت مسبقاً ويتم صرفه دورياً، أو في نهاية أجل الورقة المالية مضافاً إليه قيمة السند الأسمية دون زيادة أو نقصان.

وتختلف الصكوك السيادية عن أذون الخزانة من حيث مدة الإصدار، فالصكوك تعد من قبيل الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل بشكل عام. وعلى النقيض تعد أذون الخزانة من قبيل الأدوات التمويلية قصيرة الأجل، فأجلها لا يتجاوز الاثني عشر شهراً.

ويقع محل ضمان سداد أذون الخزانة على عاتق وزارة المالية والبنك المركزي الذي تولى إصدارها، بمعنى آخر تكون جميع أموال الدولة ضامنة لسداد أذون الخزانة.

(١) د/ عصام القرني، مساهمة الصكوك السيادية في تمويل ميزانية الدولة - قراءة في التجربة المغربية وباقي الأقطار الإسلامية، بحث بمجلة استشراف للدراسات والأبحاث القانونية، العدد ١١، ٢٠٢١، ص ٤٦. أنظر أيضاً؛ د/ سعاد البديري، المرجع السابق، ص ٢٧٦.

(٢) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٥٨.

أما الصكوك السيادية يقع ضمان سدادها على موجودات الصكوك، والتي تعد مألًا محددًا بعقود إصدارها، ومن ثم فساد عائداتها لا يكون مضمونًا بكامل الذمة المالية للحكومة^(١).

ولا يقتصر تداول الصكوك السيادية على فئة معينة من المستثمرين، ومن ثم فالاستثمار في الصكوك السيادية متاح للكافة. على العكس من ذلك أدون الخزانة التي لا يتم تداولها بين عموم المستثمرين، بل يقتصر التداول فيها على قائمة المتعاملين الرئيسيين المتضمنة لأسماء المؤسسات والكيانات الاقتصادية الضخمة كشركات التأمين وشركات الاستثمار الكبرى والبنوك التجارية^(٢).

(1) Rubaiyat Ahsan Bhuiyan & Maya Puspa & Burhan Saiti & Gariuzazmi Mat Ghani, comparative analysis, between global Sukuk and Bond indices: Value -at-risk -approach, Emerald, JIABR, Vol.11 No.6.2020, P. 1246.

(2) Bolton Stevens: "treasury bill auction procedures: An empirical investigation", journal of finance, 1973, p.577-585.

الفصل الثاني

عملية إصدار الصكوك وآليات الرقابة عليها

تمهيد وتقسيم:

منح المشرع للجهة المصدرة بمفردها بموجب قانون الصكوك السيادية الحق في تأسيس شركة مساهمة مصرية أو أكثر للتصكيك السيادي، غرضها إدارة وتنفيذ التصكيك لصالح الجهة المصدرة داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها.

ولقد نص المشرع بقانون إصدار الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ وكذلك لائحته التنفيذية والقرارات اللاحقة له على العديد من الأحكام الخاصة بالشركة من حيث غرضها وتأسيسها والتزاماتها ورأس مالها وكيفية دفعه وغيرها من الأحكام الخاصة الأخرى.

ونعرض بهذا الفصل لأطراف عملية التصكيك السيادي، ولعملية إصدار الصكوك السيادية، وفقاً لما نص عليه المشرع، وآليات الرقابة عليها، وذلك وفقاً للتفصيل الآتي:

المبحث الأول: أطراف التصكيك السيادي.

المبحث الثاني: التصكيك وآليات الرقابة عليه.

المبحث الأول أطراف التصكك السيادي

تمهيد وتقسيم:

يأتي على رأس أطراف التصكك السيادي شركة التصكك السيادي، وهي شركة ملوكة بالكامل للجهة المُصدرة. وللشركة بصفتها وكيلًا عن مالكي الصكوك السيادية الحق في متابعة استثمارها واستخدامها في الأغراض التي حددت من أجلها، ويكون لها حقوق الانتفاع بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك السيادية بصفتها وكيلًا عن مالكيها بالنسبة لإصدارات الصكوك داخل جمهورية مصر العربية، وبصفتها وكيلًا أو ممثلًا أو بأي صفة أخرى قانونية واجبة التطبيق طبقًا للقوانين الأجنبية ذات الصلة التي تصدر بموجبها الصكوك السيادية وفقًا لعقود الإصدار بالنسبة للإصدارات خارج جمهورية مصر العربية.

وإلى جانب شركة التصكك السيادي، يوجد مالك الصك السيادي، وهو كل شخص اكتتب في الصكوك السيادية التي تم طرحها، سواء أكان فردًا أو بنكًا أو مؤسسة مالية.

وأخيرًا؛ هناك ما يعرف بالأطراف المتداخلة في عملية التصكك، والمتمثلة في الجهة المُصدرة، واللجنة العليا للتقييم.

وفي هذا المبحث نعرض لأطراف عملية التصكك السيادي، وذلك وفقًا للتقسيم الآتي:

المطلب الأول: شركة التصكك السيادي.

المطلب الثاني: مالك الصك السيادي.

المطلب الثالث: الأطراف المتداخلة في عملية التصكيك.

المطلب الأول

شركة التصكيك السيادي

تعد شركة التصكيك السيادي بمثابة الطرف الأهم والرئيسي في عملية التصكيك^(١)، نظراً لأهمية الدور المنوطة به في هذه العملية^(٢). فلها دور بارز في الإجراءات التنفيذية لعملية إصدار الصكوك السيادية بغرض طرحها في سوق الإصدار للمستثمرين للاكتتاب فيها^(٣).

أولاً: تعريف شركة التصكيك السيادي:

تعرف شركة التصكيك السيادي بأنها "شركة مساهمة ذات غرض خاص، تتولى عملية إصدار وتنفيذ الصكوك السيادية لصالح الجهة المصدرة المالكة للشركة بالكامل، والمخول لها حق الانتفاع بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك، وذلك بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية"^(٤).

(1) Rodney Wilson, Op. Cit, p9.

(٢) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٧١.

(3) Mohamed Ariff and Meysam Safari, Op. Cit, P.111.

(٤) عرف المشرع شركة التصكيك السيادي بأنها "شركة مساهمة مصرية مملوكة بالكامل للجهة المصدرة ذات غرض وحيد هو إصدار الصكوك السيادية، يتم تأسيسها وتنظيم أنشطتها وفقاً لأحكام =

ويعد إنشاء شركة التصكيك السيادي بمثابة حجز الزاوية في عملية إصدار الصكوك السيادية، وذلك لما يتوقف عليها من العديد من المسائل القانونية، والتي يأتي في مقدمتها نقل الأصول محل التصكيك إليها، ودعوتها للجمهور بالاكتتاب بالصكوك، وعلاقتها بحملة الصكوك والأطراف الأخرى^(١).

ولقد أحسن المشرع عندما جعل إنشاء هذه الشركة أمراً وجوبياً وليس جوازياً، لما تمثله الشركة من أهمية بالغة في عملية إصدار الصكوك^(٢).

وتعترف بعض التشريعات ومنهم المشرع المصري لشركة التصكيك السيادي ذات الغرض الخاص – أيًا كان المسمى - بالشخصية القانونية، مع إلزامها أن تكون في شكل قانوني معين من الأشكال المنصوص عليها بقانون الشركات. ولقد اشترط المشرع

هذا القانون، ويكون لها حقوق الانتفاع بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك بصفقتها وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية". أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قانون الصكوك رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، والمادة الأولى من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

أما المشرع الأردني فقد عرف شركة التصكيك السيادي بوصفها شركة ذات غرض خاص بأنها "الشركة التي يتم إنشاؤها لغرض تملك الموجودات والمنافع التي يمكن أن تصدر مقابلها صكوك التمويل الإسلامي". أنظر في ذلك نص المادة الثانية من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم ٣٠، المنشور بالجريدة الرسمية، العدد رقم ٥١٧٩، بتاريخ ٢٠١٢/٩/١٩م.

ومن الفقه من عرف شركة التصكيك بأنها " شركة تنشأ من أجل تلقي حقوق مالية في صورة صكوك قد تكون في مقابل أصول محالة إليها من الجهة المصدرة، أو لا مقابل لها، وتكون مهمتها تلقي حصيلة الاكتتاب في الصكوك، والقيام بدور أمين الحفظ فيما تلقته من اكتتاب، كما أنها وكيل عن حملة الصكوك في استثمار حصيلة الاكتتاب، ونايماً عنهم في كل ما يبرم من عقود بشأن الصكوك". د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ١٢٦.

(١) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٩٥.

(٢) د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ص ١١٢.

المصري أن تكون شركة التصكيك في شكل شركة المساهمة^(١). وهناك البعض الآخر من التشريعات لا تعترف لذلك الكيان بالشخصية القانونية المستقلة، ومثال على ذلك المشرع التونسي بقانون الصكوك رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٣، والذي أجاز أن تتم عملية إصدار الصكوك من خلال صندوق مشترك للصكوك دون أن يتمتع بالشخصية القانونية^(٢).

ولقد اشترط المشرع أن تكون شركة التصكيك مملوكة بالكامل لوزارة المالية المصرية حصراً^(٣). ووفقاً لقرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢ يطلق على الشركة اسم "الشركة المصرية المالية للتصكيك السبادي"، شركة مساهمة مصرية وفقاً لأحكام القانون المصري^(٤).

وبما أن شركة التصكيك لا بُد أن تتخذ شكل شركة المساهمة، فلا يجوز لها أن تتخذ أيّاً من أشكال الشركات الأخرى التي نص عليها المشرع المصري على سبيل

(١) أما المشرع التونسي فقد تناول بالباب الثالث من قانون الصكوك الإسلامية التونسي عدد ٣٠ لسنة ٢٠١٣ المنشور في الرائد الرسمي للحكومة التونسية في ٢٠١٣ أحكام "الصندوق المشترك للصكوك"، وهو الاسم الذي اختاره القانون التونسي للكيان القانوني المشهور باسم "الشركة ذات الغرض الخاص"، ولا يرى القانون ف ١٠ أن إنشاء هذا الصندوق واجباً إذا وافقت هيئة الرقابة الشرعية على عدم وجوب ذلك. ويتم تأسيس الصندوق بمبادرة مشتركة من "شركة التصرف"، والبنك "المودع لديه"، ويتولى هذا الشخص وضع النظام الداخلي للصندوق. ويكون من مهام "الجهة المصدرة" تكليف أو إنشاء "شركة تصرف" مستقلة عنها. كما يمكن لشركة التصرف أن تعين "وكيل استثمار" توكل إليها مهام إنجاز عملية الاستثمار. وبالتالي أصبحت الأطراف المؤسسية المتدخلة في هيكل إصدار الصكوك خمسة: جهة الإصدار، الصندوق المشترك، شركة التصرف، البنك المودع لديه، ووكيل الاستثمار.

(٢) د/سعد عبد الحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ١٢٤.

(٣) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٧١ وما بعدها.

(٤) أنظر في ذلك المادة الثانية من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

الحصر، سواء كانت شركات أشخاص كالتضامن والمحاصة أو شركات أموال كالشركات ذات المسؤولية المحدودة.

ثانياً: غرض شركة التصكيك السيادي ونشاطها:

طبقاً للقواعد العامة يكون غرض الشركة هو سبب تكوينها ونشأتها^(١)، وغرض الشركة يختلف عن محلها، فالأخير هو المشروع الاقتصادي الذي اجتمعت إرادة الأطراف على إنشائه وممارسته^(٢). ويعد الغرض الوحيد من إنشاء شركة التصكيك هو إدارة وتنفيذ عملية إصدار الصكوك السيادية، وإدارة وتنفيذ عملية التصكيك لصالح الجهة المُصدرة داخل جمهورية مصر العربية وخارجها. ومن أجل ذلك تنقل إليها الأصول من قبل الجهة المستفيدة الراغبة في الحصول على التمويل. واقتصار شركة التصكيك على تنفيذ عملية التصكيك لصالح الجهة المُصدرة داخل وخارج جمهورية مصر العربية هو التزام منوط بها طوال مدة بقائها^(٣).

وفي سبيل قيام شركة التصكيك بالغرض الذي أنشئت من أجله لها ما يلي^(٤)؛

١- التوقيع على كافة العقود والاتفاقيات المرتبطة بالإصدار والالتزام لإتمام عملية إصدار الصكوك السيادية مع كافة الجهات المعنية^(٥)،^(١). فعقد الإصدار يقدم

(١) د/ سمير الشراوي، المرجع السابق، ص ٣٦.

(٢) د/ سامي عبدالباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص ٦.

(٣) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٧٧. أنظر أيضاً في ذلك؛ نص المادة الثالثة من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

(٤) أنظر في ذلك نص المادة ١٢ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٥) وللشركة بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية الحق في متابعة استثمارها واستخدامها في الأغراض التي حددت من أجلها. أنظر في ذلك نص المادة ٣/١٥ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

تنظيمًا لحقوق والتزامات وزارة المالية وشركة التصكيك السيادي، وذلك بصفة الأخيرة وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية^(٢).

ولا تتلقى شركة التصكيك موجودات الصكوك بوصفها مالگًا مستفيدًا لها، وإنما بوصفها وكيلاً عن حملة الصكوك. الأمر الذي حولها سلطة التدخل في جميع العقود مع الجهة المستفيدة وغيرها من المشتركين في عملية الصكوك، وذلك نيابةً عن مالكي الصكوك^(٣).

٢- تلقى حصيلة الإصدار بحساب الشركة لدى البنك المركزي المصري، وفقاً للأحكام الواردة بنشرة الإصدار، على أن تقوم الشركة بتحويل هذه الحصيلة إلى حساب الجهة المُصدرة بالبنك المركزي المصري^(٤). ويعد هذا الدور الرئيسي لشركة التصكيك، فليس لها نشاط استثماري آخر فهي شركة قائمة بشكل رئيسي لغرض الإصدار وتلقي حصيلة الاكتتاب^(٥).

=

(1) Mohamed Ariff and Meysam Safari, Op. Cit, P.14.

(٢) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٨٢

(٣) د/ لينى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٩٨.

(٤) وبالتالي تلتزم شركة التصكيك السيادي بفتح حساب لها لدى البنك المركزي المصري تتلقى من خلاله حصيلة إصدار الصكوك من قبل المستثمرين، كما تلتزم بتحويل حصيلة هذا الإصدار لحساب وزارة المالية لدى البنك المركزي أيضاً بمجرد إتمام عملية الاكتتاب التي طرحت من خلاله صيغة الإصدار، أي بعد انتهاء عملية الإصدار. د/ عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٧٧ و٧٨.

(٥) د/ لينى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٩٧.

٣ - متابعة العوائد الدورية للصكوك السيادية كالإيجار أو هامش الربح الذي يتحقق نتيجة لاستثمار الصكوك، والمستحقة لمالكي هذه الصكوك وفقاً للأحكام الواردة بنشرة الإصدار التي تصدر على أساسها الصكوك^(١).

٤ - متابعة إجراءات رد القيمة الاستردادية للصكوك السيادية المستحقة لمالكي هذه الصكوك عند انتهاء مدة الصك، أو عند حلول موعد السداد المعجل لهذه القيمة وفقاً للأحكام الواردة بنشرة الإصدار. حيث أناط المشرع لشركة التصكيك بصفقتها وكيلاً عن مالكي الصكوك متابعة الاستثمارات واستخدامها فيما تحدد^(٢).

وعلى الشركة موافاة الهيئة العامة للرقابة المالية وبورصة الأوراق المالية المصرية بمتطلبات الإفصاح الواردة بقواعد قيد وشطب الأوراق المالية الحكومية فيما يخص إصدارات الصكوك السيادية بالسوق المحلية^(٣)،^(٤).

(١) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٧٨. أنظر أيضاً؛ د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٧٩ و ٤٨٠.

(2) Emre Balibek، Establishing a Legal Framework For Sovereign sukuk issuance : A Public Debt Management Perspective، Discussion Paper، World Bank Group، No.18، Jun 2017، No.5.3، p.19.

(٣) ويقصد بها قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية والصادرة بقرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ وتعديلاته.

(٤) ويجوز لشركة التصكيك السيادي التعاون أو التعامل مع الهيئات أو الشركات أو المؤسسات المحلية أو الدولية التي تزاول أعمالاً شبيهة لأعمالها لتحقيق غرضها فيما يخص إصدارات الصكوك السيادية داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها. أنظر في ذلك المادة ١١ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١. أنظر أيضاً؛ نص المادة ٢/٤ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

كما يجوز لها بصفة عامة إجراء جميع التصرفات التي من شأنها تحقيق الغرض الذي أنشئت من أجله. أنظر نص المادة ٣/٤ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

وبالتالي يقع على عاتق شركة التصكيك مهامًا إدارية وأخرى تنفيذية، وتلك المهام تتعلق بعملية إصدار الصكوك تارةً، وتارةً أخرى تتعلق بعملية التصكيك لصالح وزارة المالية، يستوي في ذلك أن يتم الإصدار داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها^(١).

وألزم المشرع المصري بقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ شركة التصكيك السيادي أن تتولى عملية إصدار الصكوك، ومخالفة ذلك توجب البطلان والمسئولية الجنائية^(٢).

ثالثًا: رأس مال الشركة:

يعد عنصر رأس مال الشركة عنصرًا أساسيًا من عناصر الشركة، وذلك لماله من دور هام في تحديد الملاءة المالية للشركة، والتي تتمتع باستقلال في ذمتها المالية عن ذمة المساهمين تطبيقًا للقواعد العامة^(٣).

ولقد نصت المادة ٤/١٥ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة على أنه "يجب ألا يقل رأس المال المصدر والمدفوع لشركة التصكيك السيادي عن مليون جنيه مصري. ويجوز أن يحدد النظام الأساسي للشركة رأس المال المرخص به بما لا يزيد

(١) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٧٧.

(٢) حيث نص المشرع على أنه يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين ولا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسمائة ألف جنيه ولا تزيد على خمسة ملايين جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أصدر صكوكًا سيادية أو عرضها للتداول على خلاف الأحكام المقررة في هذا القانون. ويحكم على الجاني برد قيمة ما حققه من نفع أو ما توقعه من خسائر. وتضاعف العقوبة بحديها الأقصى والأدنى في حالة العود. أنظر في ذلك نص المادة ٢٢ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) د/لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ٩٩.

على عشرة أمثال رأس المال المصدر. ويجوز زيادة رأسمال الشركة المصدر والمرخص به بقرار من الوزير المختص"^(١).

وتطبيقاً لما سبق؛ نجد أن المشرع قد وضع حدًا أدنى لرأس مال شركة التصكيك وهو مليون جنيه مصري، إلى جانب الحد الأقصى وهو ما لا يزيد على عشرة أمثال رأس المال المصدر^(٢). ويقصد برأس المال المصدر إجمالي القيم الاسمية لمختلف أنواع الأسهم التي قامت الشركة بإصدارها وتم الاكتتاب فيها فعليًا. وتكون الشركة مملوكة بالكامل للجهة المصدرة.

ولقد حددت وزارة المالية بقرارها رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢ بالمادة السابعة رأس مال شركة التصكيك السيادي بمبلغ مليوني جنيه مصري. وحدد رأسمال الشركة المصدر والمدفوع بمبلغ مليون جنيه مصري، موزعة على ألف سهم، قيمة كل سهم ألف جنيه مصري، وهي مملوكة بالكامل لوزارة المالية.

وقد تم الاكتتاب في أسهم الشركة على النحو الآتي^(٣):

الاسم	الجنسية	الصفة	عدد الأسهم	القيمة الاسمية بالجنيه المصري	عملة الوفاء
وزارة المالية	مصر	مؤسس	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	جنيه مصري

(١) ويقانون الصكوك رقم ١٣ لسنة ٢٠١٣ نجد غيابًا تشريعيًا فيما يتعلق برأس مال شركة التصكيك السيادي، سواء من حيث الحد الأدنى أو من حيث عملة السداد. كما لم يضع أيضًا حدًا أقصى لرأس المال المرخص به.

(٢) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٧٨.

(٣) أنظر في ذلك المادة ٢/٧ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

وتبلغ نسبة المساهمة المصرية (١٠٠%) . وقد أودعت وزارة المالية (١٠٠%) من القيمة الاسمية للأسهم ومقدارها (١٠٠٠٠٠٠٠)، مليون جنيه مصري لدى البنك المركزي المصري، ولا يجوز السحب من هذا المبلغ أو التحويل منه إلا من اليوم التالي لتاريخ قيد الشركة في السجل التجاري^(١).

ويجوز بقرار من وزير المالية زيادة رأس مال الشركة المصدر والمرخص به مقابل إصدار أسهم جديدة، ويشترط لتمام ذلك إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية بقرار وزارة المالية بالزيادة، مع إرفاق المستندات اللازمة ذات الصلة. وعلى الهيئة فور تقديم الإخطار تسليم مقدم الإخطار شهادة بذلك، ويتم قيد الزيادة أو التعديل في السجل التجاري بموجب هذه الشهادة^(٢).

رابعاً: تأسيس شركة التصكيك وإدارتها:

رخص المشرع للجهة المصدرة بمفردها فقط بموجب قانون الصكوك رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ تأسيس شركة مساهمة مصرية أو أكثر للتصكيك السيادي. وبالتالي يكون للجهة المصدرة والتمثلة في وزارة المالية فقط دون غيرها القيام بعملية تأسيس شركة التصكيك، ويكون رأس مالها مملوگًا لها بالكامل، وتتعامل معها كجهة مستقلة^(٣).

ولقد ألزم المشرع الجهة المصدرة بإخطار الهيئة العامة للرقابة المالية بتأسيس الشركة^(٤)، ويجب أن يرفق بالإخطار المستندات الآتية^(٥):

- (١) و لا تلتزم وزارة المالية إلا بأداء قيمة أسهم الشركة، ولا يجوز زيادة التزامات الوزارة أو الانتقاص من حقوقها. أنظر في ذلك المادة ٨ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.
- (٢) ويجوز أيضاً لوزير المالية تعديل المواد المتعلقة بنظام شركة التصكيك السيادي بذات الشروط سالفة الذكر. أنظر في ذلك المادة ١١ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.
- (٣) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٨٣.
- (٤) د/ عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٧٣.
- (٥) أنظر في ذلك نص المادة ١٧ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

- ١ - النظام الأساسي للشركة وفقاً للنموذج الذى يصدره الوزير المختص.
 - ٢ - شهادة من أحد البنوك المرخص لها تفيد تمام الاكتتاب في جميع أسهم الشركة.
 - ٣ - شهادة من إحدى شركات الإيداع والقيود المركزي المرخص لها تفيد إيداع الأوراق المالية للشركة لدى شركة الإيداع والقيود المركزي.
- وعلى الهيئة العامة للرقابة المالية فور تقديم الإخطار مرفقاً به جميع المحررات المنصوص عليها في البنود السابقة تسليم مقدم الإخطار شهادة بذلك، ويتم قيد الشركة في السجل التجاري بموجب تلك الشهادة.

ويتولى إدارة شركة التصكيك مجلس إدارة يصدر بتشكيله قرار من وزير المالية لمدة ثلاث سنوات، ويتكون من رئيس وأربعة أعضاء، ويشترط أن يكون غالبيتهم من غير التنفيذيين، ويجب الحفاظ على ذلك الشرط طوال فترة نشاط الشركة^(١)،^(٢).

ويجب أن يتضمن قرار تشكيل مجلس الإدارة تعيين العضو المنتدب للشركة، على أن يتوفر فيه الخبرة اللازمة في مجال عمل الشركة. فليس من المتصور نجاح شركة أيًا كان مجال عملها، إذا لم يتوافر لدى العاملين بها الخبرة اللازمة والمتعلقة

(١) أنظر في ذلك المادة ١/١٢ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

(٢) نصت المادة الأولى من قرار وزير المالية رقم ٨١ لسنة ٢٠٢٣ بتشكيل الجمعية العمومية للشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي على أن " تشكل الجمعية العمومية للشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي برئاسة السيد الدكتور/ محمد أحمد محمد معيط - وزير المالية، وعضوية كل من: السيد الأستاذ/ أحمد أشرف على كجوك - نائب وزير المالية للسياسات المالية. السيدة الأستاذة/ شرين حامد محمد الشرقاوي - مساعد أول وزير المالية للشئون الاقتصادية. السيد الأستاذ/ مجدى محفوظ عبد المجيد - رئيس قطاع التمويل بوزارة المالية. وتكون مدة العضوية في الجمعية العمومية ثلاث سنوات، ويجوز تجديد العضوية لمن انتهت عضويتهم كلهم أو بعضهم لمدة أو لمدد أخرى، وذلك في ضوء ما تسفر عنه نتائج أعمال الشركة .

بنشاط الشركة، ومن ثم اشتراط توافر الخبرة اللازمة في عضو مجلس الإدارة المنتدب للشركة يعد أمراً منطقيًا لحسن سير عمل الشركة^(١).

ويجوز تجديد العضوية لمن انتهت مدة عضويتهم كلهم أو بعضهم لمدة أو لمدد أخرى، وذلك في ضوء ما تسفر عنه نتائج أعمال الشركة، كما يجوز عزل أي منهم، إذا اقتضت الضرورة ذلك^(٢).

ومدة شركة التصكيك تسعة وتسعون سنة ميلادية، تبدأ من تاريخ اكتسابها الشخصية الاعتبارية، وذلك في اليوم التالي لتاريخ قيدها في السجل التجاري^(٣). ويكون مقر هو ذات مقر وزارة المالية^(٤). ويجوز لمجلس إدارة شركة التصكيك أن ينشئ لها فروعًا أو مكاتب داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها بشرط الحصول على ترخيص من وزير المالية^(٥).

ويتمتع مجلس إدارة شركة التصكيك السيادي بسلطات وضع اللوائح الخاصة بالشئون الإدارية والمالية، وشئون العاملين ومعاملتهم المالية، ووضع لائحة لتنظيم

(١) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٧٥ و ٧٦.

(٢) أنظر في ذلك المادة ٣/١٢ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

(٣) ويجوز إطالة مدة شركة التصكيك أو تصيرها وذلك بناءً على قرار يصدر من وزير المالية، وذلك بصفته الوزير المختص. أنظر في ذلك المادة السادسة من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

(٤) وبالتالي يكون مقر شركة التصكيك السيادي أبراج وزارة المالية، شارع امتداد رمسيس بمدينة نصر، محافظة القاهرة. وبتاريخ لاحق، نصت المادة الأولى من قرار وزير المالية رقم ٤٨ لسنة ٢٠٢٣ على أنه "يُستبدل بنص الفقرة الأولى من المادة (٥) من النظام الأساسي للشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي المشار إليه، النص الآتي : "يكون مقر الشركة الشقة رقم (٩) بالدور الخامس بالعقار رقم (٢) بشارع حسن مراد - جاردن سيتي - قسم قصر النيل - محافظة القاهرة". صدر في ٢٠٢٣/١/٢٨.

(٥) أنظر في ذلك المادة الخامسة من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

أعمال المجلس واجتماعاته وسائر شئونه^(١)،^(٢). كما يلتزم بإعداد مشروع الميزانية، وحساب الأرباح والخسائر، والحسابات الختامية، والقوائم المالية للشركة، وتقرير عن نشاط الشركة، وذلك قبل موعد انعقاد الجمعية العمومية العادية بوقت كاف^(٣).

يجتمع مجلس الإدارة مرتين على الأقل خلال السنة المالية، بدعوة من رئيسه، ويجوز دعوته للانعقاد إذا اقتضت الضرورة ذلك، ولا يكون اجتماع المجلس صحيحاً إلا بحضور أغلبية عدد أعضائه، على أن يكون من بينهم الرئيس والعضو المنتدب. ويصدر المجلس قراراته بأغلبية أصوات الحاضرين، وعند التساوي يرجح الجانب الذي منه الرئيس^(٤).

(١) وتتعلق سلطة مجلس إدارة الشركة بصدد وضع اللوائح على اعتمادها من وزير المالية، ومن ثم يجب اعتماد كافة اللوائح الصادرة من وزير المالية لسريانها ونفاذها.

(٢) يكون لمجلس الإدارة أن يعهد ببعض اختصاصاته إلى رئيس المجلس أو العضو المنتدب. وللمجلس أن يشكل من بين أعضائه، أو من غيرهم من الخبراء أو المتخصصين لجاناً متخصصة، تتولى القيام ببعض المهام أو إجراء دراسة معينة. كما يكون للمجلس أن يدعو إلى حضور اجتماعاته من يرى دعوته من الخبراء في المسائل المعروضة، دون أن يكون له حق التصويت. ويتم التصديق على محاضر مجلس الإدارة من وزير المالية، ويتم التأشير بقرارات المجلس في السجل التجاري الخاص بالشركة بناءً على هذا التصديق على أن يتم إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية بهذه القرارات. أنظر في ذلك المادة ١٦ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

(٣) أنظر في ذلك المادة ١٤ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

(٤) وتعد جلسات مجلس الإدارة في مقر الشركة، ويجوز عقد جلساته خارج هذا المقر إذا اقتضت الضرورة ذلك، كما يجوز عقدها بواسطة تقنيات الاتصال الحديثة، على أن يتم تسجيل الاجتماع. وفي جميع الأحوال يجب أن تدون محاضر اجتماعات مجلس إدارة الشركة بصفة منتظمة، ويوقع عليها من الرئيس وأمين السر، ويسرى على الدفتر الذي تدون فيه هذه المحاضر الشروط والأوضاع الخاصة بدفتر الجمعية العامة المنصوص عليها في قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الشخص الواحد، ولائحته التنفيذية، المشار إليهما، وبما لا يتعارض مع أحكام قانون الصكوك السيادية المشار إليه، ولائحته التنفيذية. أنظر في ذلك المادة ١٥ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

يتولى رئيس مجلس إدارة الشركة رئاسة اجتماعات مجلس الإدارة، ويتولى العضو المنتدب إدارة الشركة وتصريف شئونها وتنفيذ قرارات مجلس الإدارة، وتمثيل الشركة أمام القضاء وفي صلاتها بالغير.

ويكون لرئيس مجلس إدارة الشركة التوقيع عنها منفرداً، ويجوز بقرار من مجلس الإدارة أن يكون التوقيع عنها لعضوين مجتمعين من أعضاء مجلس الإدارة، أو للعضو المنتدب منفرداً في الأحوال التي يحددها مجلس الإدارة^(١).

خامساً: التزامات شركة التصكيك السيادي:

إلى جانب التزام شركة التصكيك السيادي بتوفير مقر ثابت مستقل، والبنية التكنولوجية اللازمة لممارسة نشاطها. تلتزم أيضاً بإدارة وتنفيذ عملية إصدار الصكوك السيادية داخل وخارج جمهورية مصر العربية، والالتزام بمتطلبات الإفصاح، والالتزام بمعايير المحاسبة والمراجعة.

أ- الالتزام بإدارة وتنفيذ عملية الصكوك السيادية:

تلتزم شركة التصكيك السيادي بإدارة وتنفيذ عملية إصدار الصكوك السيادية داخل جمهورية مصر العربية وخارجها. وهذا يعد التزاماً جوهرياً على شركة التصكيك. وبالتالي يقع على عاتقها الحفاظ على حقوق مالكي الصكوك، ولها في سبيل ذلك بذل عناية الرجل العادي. وينبع هذا الالتزام من قيام شركة التصكيك بكافة الأنشطة التي تتمحور حول عملية إصدار وتداول الصكوك وإدارة المشروع الصادر من أجل تمويله الصكوك السيادية^(٢).

(١) أنظر في ذلك المادة ١٦ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

(٢) د/ أشرف محمد دواية، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٥.

وفي سبيل ذلك تلتزم الشركة بإمساك حسابات مستقلة لكل إصدار من إصدارات الصكوك السيادية سواء داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها^(١). والسبب في ذلك يتمثل في مراقبة الجدوى الاقتصادية من المشروع والسماح بمراقبته ماليًا ليكون قابلاً للتصنيف، هذا من جانب^(٢). وتيسير وضمان اقتصار حقوق مالكي كل إصدار الصكوك السيادية على الأصول المتخذة أساساً لإصدارها من جانب آخر. وتكون الشركة ملزمة أثناء مباشرتها لأعمالها المتعلقة بإدارة وتنفيذ عملية الإصدار بمراعاة كافة الضوابط والقرارات الصادرة عن لجنة الرقابة^(٣).

وبالتالي يكون لشركة التصكيك الحق في متابعة الاستثمارات الخاصة بالأصول التي أصدرت على أساسها الصكوك السيادية، وذلك وفقاً للصيغة التي صدرت بها^(٤).

كما تلتزم شركة التصكيك بحفظ الصكوك السيادية التي تطرح داخل جمهورية مصر العربية بشركة الإيداع والحفظ والقيود المركزي المختصة وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، وتقيد بالبورصة المصرية للأوراق المالية^(٥).

(١) أنظر في ذلك نص المادة ١٨ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) وفي سبيل تحقيق ذلك تقوم شركة التصكيك بتعيين محاسباً أو أكثر لتدقيق حسابا الشركة. أنظر في ذلك؛ د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ١٠٢.

(٣) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٨٠.

(٤) د/ عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٨٠.

(٥) ويتم قيد الصك وشطبه بقرار من إدارة البورصة بناءً على طلب الجهة المصدرة، كما يتم تداوله وفقاً لقواعد التداول المعمول بها في البورصة المصرية بشأن الأوراق المالية الحكومية التي تطرح داخل جمهورية مصر العربية. أنظر في ذلك نص المادة الثامنة من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

ب- الالتزام بمتطلبات الإفصاح:

تلتزم شركة التصكيك بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية، والتي يأت في مقدمتها سعر العائد، ومعدل أداء المشروع، ونسبة الأرباح أو الخسائر المحققة لمالكي الصكوك السيادية، وذلك من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، سواء فيما يتعلق بعمليات بيع الورقة المالية أو الاحتفاظ بها^(١).

ولم ينص قانون الصكوك السيادية على متطلبات الإفصاح الواجب أن تلتزم بها شركة التصكيك السيادي، بل أحال إلى اللائحة التنفيذية في شأن تحديد متطلبات الإفصاح الواجب على الشركة الالتزام بها^(٢).

ويقع على عاتق الشركة التزاماً آخر بإرسال نسخة من بيانات الشركة المالية، المتمثلة في القوائم المالية الدورية، والميزانية الدورية، إلى جانب المعلومات الجوهرية، إلى الجهة المستفيدة، وهيئة الرقابة المالية، ولجنة الرقابة، بغية مراقبة الصكوك السيادية باعتبارها ورقة مالية، من أجل الحفاظ على حقوق حملة الصكوك، ومراقبة مدى التزام الشركة والمشروع بأحكام القانون والشريعة^(٣).

(١) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ١٠٣.

(٢) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٨٢.

(٣) وتلتزم شركة التصكيك السيادي بإعداد تقارير دورية عن نشاط الشركة، تتمثل في تقرير دوري سنوي يتعلق بالاستثمارات وفقاً لاستخدامها في الأغراض التي صدرت من أجلها. وتقرير سنوي آخر يخص الإصدارات وفقاً لقيمتها وقيمة العوائد المستحقة لمالكي الصكوك وتواريخ استحقاقاتها، مع التزامها بموافاة الهيئة العامة للرقابة المالية بالتقارير الدورية سالف الذكر. أنظر في ذلك المادة ١٥ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

وفي سبيل ذلك؛ تتولى الهيئة العامة للرقابة المالية إعداد تقرير سنوي، وفقاً لمتطلبات الإفصاح والشفافية والحوكمة عن نشاط شركة التصكيك السيادي، يقدم إلى رئيس الجمهورية ومجلس النواب ورئيس مجلس الوزراء، يتضمن مدى التزام الشركة بقواعد الإفصاح والشفافية والحوكمة والرقابة

والتزام شركة التصكيك بتقديم التقارير المتعلقة بأدائها على المستوى الرئاسي يعكس الأهمية الاقتصادية للصكوك السيادية، والدور المتطلع أن تقوم به، فيما يتعلق بتمويل المشروعات التنموية والاستراتيجية المدرجة بخطط الدولة التنموية^(١).

ج- التزام شركة التصكيك بمعايير المحاسبة والمراجعة:

تلتزم شركة التصكيك السيادي بمعايير المحاسبة والمراجعة التي تلتزم بها الشركات المصدرة للصكوك غير السيادية^(٢).

ولقد نصت المادة الأولى من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٨٨ لسنة ٢٠١٨^(٣)، بشأن معايير المحاسبة للشركات المصدرة للصكوك والشركات المستفيدة ومعايير المراجعة التي يلتزم بها مراقبو الحسابات على أنه "تلتزم شركات التصكيك والجهات المستفيدة من حصيلة الصكوك لدى إعدادها وعرضها للقوائم المالية بمعايير المحاسبة المصرية، ويتم مراجعتها طبقاً لمعايير المراجعة المصرية والفحص المحدود، مع الاسترشاد بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية، بما لا يتعارض مع معايير المحاسبة المصرية".

الداخلية وإدارة المخاطر. أنظر في ذلك نص المادة ١٨ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(١) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٨٣.

(٢) أنظر في ذلك نص المادة ٨ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١. أنظر أيضاً نص المادة ٣٣ من قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢.

(٣) المنشور بجريدة الوقائع المصرية، العدد الخامس، بتاريخ ٦ يناير ٢٠١٩.

وتطبيقاً لما سبق؛ يقع على شركة التصكيك السيادي التزاماً بمعايير المحاسبة والمراجعة المصرية عند إعداد وعرض القوائم المالية^(١). أما التزام الشركة بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية^(٢)، وعلى

(١) ولقد نصت المادة الأولى، الفقرة السابعة من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٨٤٧ لسنة ٢٠٢٣ بشأن تعديل بعض أحكام معايير المحاسبة المصرية على أنه "يمكن للمنشأة التي قامت قبل تاريخ تحريك سعر الصرف باقتناء أصول ثابتة و/ أو استثمارات عقارية و/ أو أصول تنقيب وتقييم و/ أو أصول غير ملموسة (بخلاف الشهرة) و/ أو أصول حق انتفاع عن عقود تأجير، ممولة بالتزامات قائمة في ذلك التاريخ بعملات أجنبية، أن تقوم بالاعتراف ضمن تكلفة تلك الأصول بفروق العملة المدينة الناتجة عن الجزء المسدد من هذه الالتزامات خلال الفترة المالية لتطبيق هذه المعالجة المحاسبية الخاصة، بالإضافة إلى فرق العملة الناتج عن ترجمة الرصيد المتبقي من هذه الالتزامات في نهاية يوم ٣١ ديسمبر ٢٠٢٣ أو في نهاية يوم تاريخ إقفال القوائم المالية للفترة المالية لتطبيق هذه المعالجة المحاسبية الخاصة، باستخدام سعر الصرف المستخدم في ذلك التاريخ. ويمكن للمنشأة تطبيق هذا الخيار لكل أصل على حده".

كما نصت المادة الأولى، الفقرة التاسعة من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٨٤٧ لسنة ٢٠٢٣ على أنه "أثار التغييرات في أسعار صرف العملات الأجنبية الخاصة بالاعتراف بفروق العملة، يمكن للمنشأة التي تأثرت بنتائج أعمالها بصافي أرباح أو خسائر فروق عملة نتيجة تحريك سعر صرف العملات الأجنبية، سواء كانت عملة القيد لديها هي الجنيه المصري أو أية عملة أجنبية أخرى، أن تقوم بالاعتراف ضمن بنود الدخل الشامل الآخر بصافي فروق العملة المدينة والدائنة المحققة خلال الفترة، بالإضافة إلى الفروق الناتجة عن إعادة ترجمة أرصدة البنود ذات الطبيعة النقدية القائمة في نهاية يوم ٣١ ديسمبر ٢٠٢٣ أو في نهاية يوم تاريخ إقفال القوائم المالية للفترة المالية لتطبيق هذه المعالجة المحاسبية الخاصة، باستخدام سعر الصرف المستخدم في ذلك التاريخ، مخصصاً منها أي فروق ترجمة عملة تم الاعتراف بها ضمن تكلفة أصول وفقاً للفقرة "٧" من هذا الملحق. وذلك باعتبار هذه الفروق نتجت بصفة أساسية بسبب تحركات سعر الصرف غير الاعتيادية".

(٢) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) هي منظمة دولية غير هادفة للربح تضطلع بإعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية على وجه العموم. كما تنظم الهيئة عدداً من برامج التطوير المهني (وخاصة برنامج المحاسب القانوني الإسلامي وبرنامج المراقب والمدقق الشرعي) في سعيها الرامي إلى رفع سوية الموارد البشرية العاملة في هذه الصناعة وتطوير هياكل الضوابط الحوكمة لدى مؤسساتها.

=

الرغم من النص عليه، فهو التزام استرشادي غير ملزم للشركة، يشترط فيه عدم التعارض مع معايير المحاسبة والمراجعة سالفة الذكر.

ومن الفقه من ذهب -وبحق- إلى أن كلما توافقت الصكوك السيادية مع المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، كلما حققت الأهداف المنشودة من إصدارها. فالتوافق مع المعايير الشرعية الأكثر شيوعاً وانتشاراً سيحقق بكل تأكيد الغاية من إصدارها^(١).

فالهدف من إصدار الصكوك السيادية بحسب الأصل هو توفير أدوات تمويلية بعيداً عن الأدوات التقليدية، وبشكل يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، لجذب الفئات الراغبة في التعامل وفقاً لأحكام الشريعة. لذلك كان أحرى بالمشرع النص على إلزامية معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وإن تعارضت مع معايير المحاسبة والمراجعة المصرية، وليس العكس.

وتهدف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في إطار أحكام الشريعة الإسلامية إلى إعداد وإصدار معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وتفسيرها للتوفيق ما بين الممارسات المحاسبية التي تتبعها المؤسسات المالية الإسلامية في إعداد قوائمها المالية وكذلك التوفيق بين إجراءات المراجعة التي تتبع في مراجعة القوائم المالية التي تعدها المؤسسات المالية الإسلامية.

أنظر الرابط التالي: <https://aaoifi.com/about-aoifi>

(١) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٨٢.

المطلب الثاني

مالك الصك السيادي

يكتسب صفة مالك الصك السيادي، كل شخص اكتتب في الصكوك السيادية التي تم طرحها، يستوي في ذلك أن يكون فردًا أو بنكًا أو مؤسسة مالية تتمتع بمعدل مرتفع من السيولة الغير مستغلة.

ويرتبط مالك الصك السيادي بالجهة المستفيدة بعلاقة تتجدد على أساس وثيقة المعلومات التي يتم الإعلان من خلالها عن ظروفات الصكوك السيادية وتسمى بنشرة الإصدار^(١). وتخضع نشرة الإصدار وما يرتبط بها من عقود للضوابط التي تقرها لجنة الرقابة، كما رتب المشرع جزاءً جنائيًا على التلاعب في نشرات الإصدار^(٢).

ويتمتع مالك الصكوك السيادية ببعض الحقوق، إلى جانب عدة التزامات تثقل كاهله، ويجب عليه تنفيذها. وبما أن مالك الصك السيادي هو حجر الأساس في عملية

(١) وتتضمن تلك الوثيقة جميع بيانات وشروط ومواصفات إصدار الصكوك السيادية، وطريقة توزيع العائد بين مالكي الصكوك السيادية والجهة المصدرة وشروط وأوضاع التسوية المالية سواء أكان الاسترداد معجلًا أو في نهاية مدة الصك. أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

وبالتالي تترجم النشرة لشروط عقد الإصدار والعقد الشرعي التي تصدر الصكوك السيادية على أساسه. د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٨٨.

(٢) حيث قرر المشرع عقوبة الحبس مدة لا تقل عن سنة، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه، ولا تزيد على مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين. أنظر في ذلك نص المادة ٢٣ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

التصكيك، فيلزم بيان تلك الحقوق والالتزامات لضمان قيام عملية التصكيك بالشكل الذي يحقق الغاية الأساسية منه^(١).

أولاً: حقوق مالك الصك السيادي:

يتمتع مالك الصك السيادي بحقوق عدة طوال مدة إصدار الصكوك، والتي تبدأ منذ تاريخ الإصدار وتنتهي عند تاريخ الاستحقاق، أو عند تاريخ السداد المعجل، على حسب الأحوال^(٢). وتتمثل تلك الحقوق في الانتفاع بالأصول والأرباح والعوائد، والحق في القيمة الاستردادية في نهاية مدة الصك السيادي، وتداول الصكوك السيادية^(٣).

١- حق الانتفاع بالأصول:

نص المشرع على أن تستخدم الأصول الخاضعة لأحكام القانون أساساً لإصدار الصكوك السيادية، عن طريق تقرير حق الانتفاع بها دون حق الرقبة، أو تأجيرها، أو بأي طريق آخر يتفق مع عقود الإصدار، وفقاً لأحكام القانون وبما يتفق مع مبادئ

(١) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٩٤.

(٢) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٢ وما بعدها.

(٣) لمالكي الصكوك السيادية، خلال مدة الإصدار، جميع الحقوق والالتزامات المقررة شرعاً للمنتفع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك السيادية، وذلك وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار، بما في ذلك الآتي: ١ - الحق في الأرباح أو العوائد الدورية بما يتناسب ومقدار مساهمة الصك. ٢ - الحق في القيمة الاستردادية في نهاية مدة الصك السيادي، أو في تاريخ الاسترداد المعجل. ٣ - الحق في تداول الصكوك السيادية وفقاً لصيغ إصدار الصكوك السيادية. ٤ - الحق في تكوين جماعة لمالكي الصكوك لحماية المصالح المشتركة لأعضائها وفقاً لحكم المادة (٢١) من القانون، وأحكام هذه اللائحة التنفيذية". نص المادة الثامنة من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

الشريعة الإسلامية. على أن تكون هذه الأصول من بين الأصول التي صدر بتحديدتها قرار من مجلس الوزراء بناءً على عرض الوزير المختص^(١).

ويترتب على حق الانتفاع بوصفه حقاً عينياً وتطبيقاً للقواعد العامة تجزئة الملكية^(٢)، بحيث يختص المنتفع بسلطة الاستغلال والاستعمال دون سلطة التصرف، والتي تظل لمالك الرقبة دون غيره. ومن ثم يحق للمنتفع استعمال الشيء محل الحق واستغلاله، وفي المقابل يلتزم بالمحافظة عليه وصيانته واستعماله فيما أعد له، إلى جانب أحقيته في مباشرة كافة أعمال الإدارة اللازمة لحق الانتفاع. وبالتالي يكون لمالك الصك السيادي التصرف في حق الانتفاع وحده دون الرقبة سواء بالنزول عنه إلى الغير أو رهنه^(٣).

٢- الحق في الأرباح أو العوائد الدورية:

يعد تحقيق الأرباح هو الهدف الأساسي لحملة الصكوك السيادية من الاكتتاب فيها، ولذلك يعد الحق في اقتسام الأرباح الناتجة عن نشاط المشروع الممول من خلال الصكوك السيادية أحد أهم الحقوق الأساسية لمالكي الصكوك السيادية^(٤).

ولعل السبب في ذلك يرجع إلى كون الصكوك السيادية بوصفها ورقة مالية تخضع لمبادئ الشريعة الإسلامية، تقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح المحتملة إلى

(١) أنظر في ذلك نص المادة ١١ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) تعرف المادة ٩٣٦ من القانون المدني المصري حق الانتفاع بأنه "حق عيني يتعلق باستعمال شيء يخص الغير و استغلاله، و يسقط حتماً بموت المنتفع".

(٣) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٩٠.

(٤) Omar Salah: Islamic finance: the impact of the AAOIFI Resolution on equity-based sukuk structures, Op. Cit, p.509.

جانب الخسائر المتوقعة، الأمر الذي يمنح مالك الصك حقوق ترتبط بالصك على رأسها الحق في الأرباح والعوائد الدورية^(١).

ويقصد بالأرباح في هذا المقام، الأرباح الصافية وليست الإجمالية، أي الربح المتبقي بعد خصم المصروفات العمومية والاحتياطي وغيرها من الاقتطاعات الأخرى^(٢). ويرتبط العائد الذي يؤدي لمالك الصك السيادي بنتيجة الانتفاع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك، وفقاً لما ورد بنشرة الإصدار^(٣).

ونرى أنه لا يشترط في الربح الموزع على مالك الصك أن يكون ربحاً نقدياً فقط، بل يجوز أن يكون الربح متمثل في شيء عيني، كما لو كان في صورة منفعة تعود على مالك الصك، وذلك قياساً على الأرباح الناتجة عن الاكتتاب في الأسهم. حيث لم يمنع القانون أن تكون في شكل منفعة، وإن كان الشكل النقدي هو الأصل.

وترتيباً على كون مالكي الصكوك السيادية أصحاب مصلحة رئيسية في تحقيق المشروع لأرباح، فنرى أنه يحق لهم الاطلاع على سجلات ودفاتر المشروع الممول،

(١) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٩٤. أنظر أيضاً؛ د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٣.

(٢) نص قرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢ بالمادة ٣٠ على أنه "توزع أرباح الشركة الصافية بعد خصم جميع المصروفات العمومية والتكاليف الأخرى، وذلك على النحو الآتي: ١- يبدأ باقتطاع مبلغ يوازي (٥%) من الأرباح لتكوين احتياطي قانوني، ويقف هذا الاقتطاع متى بلغ مجموع الاحتياطي مبلغاً يوازي نصف رأس مال الشركة المصدر، وإذا نقص الاحتياطي عن ذلك تعين العودة إلى الاقتطاع. ٢- توزع نسبة لا تجاوز (١٠%) من الأرباح على العاملين بالشركة طبقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الشركة وتعتمدها الجمعية العمومية العادية وبما لا يجاوز مجموع الأجر السنوي للعاملين. ٣- توزع نسبة لا تجاوز (٥%) من باقي الأرباح لمكافأة مجلس الإدارة، وذلك طبقاً للقواعد التي تضعها الجمعية العمومية العادية، ويعتمدها وزير المالية. ٤- تؤول باقي الأرباح لوزارة المالية. ويلتزم مجلس إدارة الشركة بتنفيذ قرار الجمعية العمومية العادية بتوزيع الأرباح خلال شهر على الأكثر من تاريخ صدوره".

(٣) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٩٠.

وعلى رأسها دفتر المحاسبية للمشروع، والدفتر الذي تدون فيه محاضر مجلس الإدارة. وإن تعثر تنفيذ ذلك، فعلى الأقل يسمح لممثل عنهم بالوقوف والاطلاع على تفاصيل المشروع.

٣- الحق في القيمة الاستردادية:

يقصد باسترداد الصكوك شراء الجهة المستفيدة لموجودات الصكوك^(١). وبالتالي يسترد الصك من خلال التصرف فيه إلى الجهة المستفيدة. يستوي في ذلك أن يكون حامل الصك وقت الاسترداد هو المكتتب فيه في سوق الإصدار لأول مرة، أو انتقلت إليه ملكية الصك في وقت لاحق للإصدار عن طريق تداول الصك^(٢).

واسترداد حامل الصك ينبع من كونه دائن ويسترد دينه عند انتهاء مدة الصك أو عند تاريخ السداد المعجل^(٣). وللصكوك السيادية عمر افتراضي محدد يجب أن تنقضي بعده وتسترد قيمته^(٤). وبانتهاء المدة يسترد مالك الصك السيادي قيمته الاستردادية، وينتهي حق الانتفاع المقرر على الأصول التي اتخذت أساساً لإصداره^(٥).

(١) ويخضع لحكم وشروط شراء الجهة المستفيدة لموجودات الصكوك، على النحو الذي تنظمه نشرة الاكتتاب. أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣.

(2) Eitan Avneyon, Dictionary of Finance, Macmillan publishing company, NY, 1988, P.389.

(٣) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٣.

(4) Muhammad Ayub, understanding Islamic Finance, www.wiley.com, 2007, P.401.

(٥) ويجب على الجهة المستفيدة استرداد الصكوك في نهاية مدتها بأداء قيمتها لمالكها، وذلك عن طريق التعهد بشراء موجوداتها القائمة وقت الاسترداد. إلا أنه يجوز التعهد بشراء هذه الموجودات قبل نهاية مدة الصكوك، وتحدد هذه القيمة وفقاً للضوابط الشرعية التي تحددها نشرة الاكتتاب. أنظر في ذلك المادة ١٧ والمادة ٩ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

٤ - الحق في تداول الصكوك السيادية:

يعد الحق في التداول من الأسس الهامة لتنمية أي أداة مالية، لما يترتب عليه من تعمق التعامل بها واتساع قاعدة المتعاملين، ووجود حركة مستمرة سواء بالبيع أو الشراء^(١). الأمر الذي يُكسب الصك صفة الورقة المالية الجيدة ذات الكفاءة العالية^(٢).

ويحق لمالك الصك إجراء التعاملات على الصكوك السيادية ذاتها، سواء بالبيع أو الشراء أو إعادة الشراء أو الرهن، وذلك وفقاً لصيغ الإصدار، وبما يتلائم مع طبيعتها^(٣). ويأتي ذلك تطبيقاً للقواعد العامة التي تقضي بمراعاة السند الذي أنشأ الحق في الانتفاع^(٤). حيث ترد آثار حق الانتفاع بالسند المنشئ للحق ذاته، وذلك دون غض الطرف عن الأحكام الواردة بالقانون^(٥).

ويخضع حق مالك الصك في تداول الصكوك السيادية لشرط جوهري، يتمثل في اتفاق التداول مع شروط وأحكام تداول الموجودات التي تمثلها الصكوك. ومن ثم فإذا كانت الصكوك محل التداول على سبيل المثال تمثل ملكية أصول قابلة للتأجير، فإن أحكام تداولها يجب أن يخضع لشروط تملك الأجانب للعقارات داخل الدولة^(٦).

(١) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ١٢٦.

(٢) ويقصد بتداول الصكوك السيادية التعاملات على الصكوك السيادية بالبيع أو الشراء أو اتفاقيات إعادة الشراء أو الرهن أو الوصية. أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) ويكون لشركة التصكيك السيادي حقوق الانتفاع بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك بصفقتها وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية. أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) أنظر في ذلك نص المادة ٩٨٦ من القانون المدني المصري.

(٥) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٩٠.

(٦) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ١٢٧.

أما عن المعاملة الضريبية على الأرباح والعوائد، فقد نص المشرع على أنه تسرى على عوائد الصكوك السيادية وعلى عائد التداول عليها المعاملة الضريبية المقررة على سندات الخزانة العامة^(١).

٥- الحق في تكوين جماعة لمالكي الصكوك:

أجاز المشرع لمالكي الصكوك السيادية ذات الإصدار الواحد تكوين جماعة مالكي الصكوك لحماية المصالح المشتركة لأعضائها^(٢). ونجد أن المشرع قد جعل من تكوين جماعة مالكي الصكوك اختياريًا وليس إجباريًا، كما هو واضح من صياغة النص^(٣).

ونرى على أنه وبالرغم من سلطة حملة الصكوك إزاء تكوين جماعة مالكي الصكوك مطلقة، إن شاء لهم أقاموها، وإن أبوا فلا إلزام عليهم، ولا تقع عليهم أي نوع من المسؤولية القانونية، إلا أنهم سيسارعون إلى تكوين الجماعة، رغبة منهم في مراقبة عملية التصكيك وما آلت إليه، حفاظًا على استثماراتهم.

ولقد اشترط المشرع لتكوين جماعة مالكي الصكوك أن تكون جماعة مالكي الصكوك وحيدة لكل إصدار من إصدارات الصكوك السيادية. ومن ثم فلا يجوز تعدد لجماعات مالكي الصكوك للإصدار الواحد، وإنما تتعدد الجماعات بتعدد الإصدارات^(٤).

(١) تخضع عوائد سندات الخزانة للضريبة بسعر (٢٠%)، ويلتزم دافع هذه العوائد بحجز مقدار الضريبة وتوريدها لمأمورية الضرائب المختصة في أول يوم عمل تال لليوم الذي تم فيه حجز الضريبة. أنظر في ذلك القرار بقانون رقم (١٠١) لسنة ٢٠١٢ الصادر في ٦/١٢/٢٠١٢ والمتضمن تعديلًا للمادة (٥٨) من قانون الضريبة على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥

(٢) أنظر في ذلك المادة ١٩ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٨٢.

(٤) ولقد نصت المادة ٢٢ من قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ على أنه " يجوز لمالكي الصكوك من كل إصدار تكوين جماعة يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها، ويكون لها ممثل

=

ويجب على مالكي الصكوك السيادية الانتهاء من تكوين جماعة مالكي الصكوك خلال ثلاثة أشهر من تاريخ الإصدار، ويتولى الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك إخطار الجهة المُصدرة بتكوينها خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ الانتهاء من إجراءات تكوينها.

واشترط المشرع أيضاً ضرورة صدور موافقة كتابية من أعضاء جماعة مالكي الصكوك السيادية الراغبين في تكوين جماعة مالكي الصكوك تفيد تحملهم كافة النفقات الخاصة بها، وتحمل المعاملة المالية للممثل القانوني لها.

وتظل جماعة مالكي الصكوك قائمة منذ تاريخ تكوينها، وتنتهي بانتهاء مدة الإصدار، ما لم توجد مصالح مشتركة لأعضائها تتطلب استمرارها.

وتتمتع جماعة مالكي الصكوك السيادية بالشخصية القانونية متى تأسست، ومن ثم يحق لها اتخاذ قراراتها بالأغلبية، وما تتخذه الجماعة من قرارات يكون ملزماً لجميع أعضائها^(١).

قانوني يتم اختياره وعزله وفقاً للشروط والأوضاع المبينة في اللائحة التنفيذية لهذا القانون. ويشترط ألا تكون له مصلحة مباشرة، أو غير مباشرة بالشركة ذات الغرض الخاص، وألا تكون له مصلحة متعارضة مع مصلحة أعضاء الجماعة، ويباشر ممثل الجماعة ما تقتضيه حماية المصالح المشتركة لها، سواء في مواجهة الشركة ذات الغرض الخاص أو الغير أو أمام القضاء وذلك في حدود ما تتخذه الجماعة من قرارات في اجتماع صحيح، وتحدد اللائحة التنفيذية أوضاع وإجراءات دعوة الجماعة للانعقاد، ومن له حق الحضور، وكيفية الانعقاد ومكانه، والتصويت، وعلاقة الجماعة بالجهة المستفيدة والشركة ذات الغرض الخاص."

(١) د/سعد عبد الحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٨٣.

أما عن عدد أعضاء جماعة حملي الصكوك، فلم يحدد المشرع بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ الحد الأدنى لعدد مالكي الصكوك السيادية الراغبين في الانضمام اللازم لتكوين الجماعة، وعلى ذات المنوال سارت اللائحة التنفيذية للقانون^(١).

وجاء المشرع بنصه على جواز تكوين جماعة مالكي الصكوك السيادية لحملة الصكوك من باب توفير الرقابة على عملية التصكيك السيادي. فخير الرقابة وأفضلها على الإطلاق، تلك التي تأتي من قبل أصحاب الحق أنفسهم، وذلك لكون حملة الصكوك هم أحرص الأشخاص على حماية مصالحهم^(٢).

- الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك السيادية:

ألزم المشرع جماعة مالكي الصكوك بتعيين ممثل قانوني لهم خلال ثلاثة أشهر من تاريخ الإصدار. ويجب أن يتوافر في الممثل القانوني شرط ألا يكون له أي علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة المصدرة، وألا تكون له مصلحة تتعارض مع مصلحة مالكي الصكوك^(٣). ويهدف المشرع من تلك الشروط ضمان حياد ونزاهة والتزام الممثل القانوني بالقيام بكافة الأعمال التي تحقق مصلحة جماعة حملة الصكوك كافة، دون التركيز على مصالح البعض دون البعض الآخر^(٤).

(١) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٩٢.

(٢) M. Kabir Hassan and Rasem Kayed, The global financial crisis and Islamic finance, Thunderbird International Business Review 53(5), September 2011, P.594.

(٣) أنظر في ذلك نص المادة ٢١ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٨٢.

والى جانب الشروط سالفه الذكر، يشترط أيضاً في الممثل القانوني^(١):

١ - أن يكون أحد مالكي الصكوك السيادية في الإصدار ذاته الذي تم تكوين جماعة مالكي الصكوك بشأنه.

وإن كان هناك جانب من الفقه يرى أنه ليس من الضروري أن يكون ممثل جماعة مالكي الصكوك السيادية من بين أعضائها، الأهم أن يكون هذا الشخص على علم وخبرة كافية بعملية الصكوك^(٢). إلا أننا نرى وإن كان عامل الخبرة والدراسة يجب توافره في ممثل مالكي جماعة الصكوك السيادية، إلا أنه يجب أن يكون الممثل القانوني من أحرص الناس على مصلحة الجماعة، وذلك لا يتأتى إلا من خلال توافر مصلحة أساسية ورئسية له، ويتجلى ذلك عندما يكون هو أحد أعضائها.

٢ - أن يكون شخصاً طبيعياً، كامل الأهلية، سواء بصفته الشخصية أو بصفته ممثلاً عن شخص اعتباري. وذلك على الرغم من جواز أن يكون حملة الصكوك السيادية أشخاصاً طبيعياً أو معنوية، إلا أن المشرع اقتصر أن يكون الممثل من الأشخاص الطبيعية دون غيرهم.

٣ - ألا تكون له أي علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة المُصدرة. وذلك لضمان حياده ونزاهته ورغبته بتحقيق مصالح مالكي الصكوك السيادية.

٤ - ألا تكون له أي مصلحة تتعارض مع مصلحة مالكي الصكوك السيادية. وذلك حتى لا يفضل مصلحته الشخصية على مصلحة مالكي الصكوك، الأمر الذي يضر بهم، كنتيجة لتعارض المصالح بينهم وبين الممثل القانوني عنهم.

(١) أنظر في ذلك المادة ٢٠ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) د/سعد عبد الحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٨٣.

٥ - ألا يكون قد سبق الحكم عليه بعقوبة جنائية أو في جنحة مخلة بالشرف أو الأمانة. وهذا شرطاً بديهيًا نظرًا للثقة التي تمنح للممثل القانوني، والاختصاصات والسلطات المخولة له من قبل المشرع، والتي تتعلق بمصالح جماعة مالكي الصكوك.

٦ - ألا يكون قد سبق الحكم عليه بالإفلاس، ما لم يكن قد رُد إليه اعتباره. وذلك من باب أن من لم يستطيع إدارة شؤونه التجارية، فلا يتصور بأي حال من الأحوال أنه جديرًا بتولي مصالح وشئون الغير.

ويتم اختيار الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك بطريق الانتخاب من بين المرشحين المستوفين للشروط سالفه الذكر، وذلك بموافقة مالكي الأغلبية المطلقة لعدد الصكوك السيادية التي أدلى مالكوها بأصواتهم^(١). ويعزل الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك إذا فقد أحد الشروط المنصوص عليها للتعيين^(٢).

(١) وبالنسبة لإصدارات الصكوك السيادية في الأسواق الدولية، يتم تعيين مفوض مستقل، أو وكيل، أو ممثل بأي صفة قانونية أخرى واجبة التطبيق، طبقًا للقوانين الأجنبية، ووفقًا للإجراءات والقواعد المعمول بها في هذه الأسواق.

ويتولى تمثيل مصالح مالكي الصكوك السيادية المُصدرة بالأسواق الدولية وفقًا للقوانين ذات الصلة بالإصدارات الدولية، ونشرة الإصدار، وعقود الإصدار، وصيغ التعاقدات الخاصة بإصدارات الصكوك السيادية.

أنظر في ذلك المادة ٢١ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) كما يعزل أيضًا في حالة الانحراف في استعمال السلطة، أو القيام بأي عمل من شأنه الإضرار بالمصالح المشتركة لمالكي الصكوك. ويصدر قرار العزل بموافقة الأغلبية المطلقة لعدد الصكوك السيادية التي أدلى مالكوها بأصواتهم. أنظر في ذلك المادة ٢١ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

وبالتالي يكون المشرع قد وضع عدة شروط شكلية أبرزها ما يتعلق بالمدد الواجب مراعاتها، والتي لا يجوز مخالفتها عند تكوين جماعة مالكي الصكوك السيادية من جانب، واختيار الممثل القانوني لتلك الجماعة، مع وجوب إخطار وزارة المالية بذلك^(١).

ويباشر ممثل الجماعة ما تقتضيه حماية المصالح المشتركة للجماعة سواء في مواجهة الجهة المصدرة، أو شركة التصكيك السيادي، أو الغير، أو أمام القضاء^(٢). وذلك في حدود ما تتخذه الجماعة من قرارات في اجتماع صحيح^(٣).

وتكون العلاقة بين جماعة مالكي الصكوك السيادية وشركة التصكيك السيادي والجهة المصدرة من خلال الممثل القانوني لكل من الجماعة والشركة والجهة المصدرة. وذلك بغرض متابعة وحماية مصالح مالكي الصكوك السيادية^(٤).

(١) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٨٧.

(٢) د/رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٩٢.

(٣) ويكون لممثل الجماعة عرض قرارات وتوصيات الجماعة على مجلس إدارة شركة التصكيك السيادي. أنظر في ذلك نص المادة ٢١ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) وعلى الأخص متابعة أي إجراءات أو تصرفات تتخذها شركة التصكيك السيادي أو الجهة المصدرة يكون من شأنها التأثير سلبًا على أي مما يأتي:

١ - حقوق مالكي الصكوك السيادية، أو القواعد والضوابط الواردة بنشرة الإصدار والعقود المرتبطة به.

٢ - توزيع الأرباح أو العوائد وفقًا للأحكام الواردة بنشرة الإصدار والعقود المرتبطة به.

٣ - إجراءات رد القيمة الاستردادية للصكوك السيادية المستحقة لمالكي هذه الصكوك عند انتهاء مدة الصك، أو عند حلول تاريخ السداد المعجل وفقًا للأحكام الواردة بنشرة الإصدار والعقود المرتبطة به.

أنظر في ذلك المادة ٢٣ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

وفي جميع الأحوال؛ يجب على ممثل جماعة مالكي الصكوك السيادية مباشرة جميع الأعمال اللازمة لحماية المصلحة المشتركة للجماعة، وذلك في مواجهة شركة التصكيك السيادي، والجهة المصدرة، والغير، والقضاء^(١).

- انعقاد جماعة مالكي الصكوك السيادية:

لم يرغب المشرع في ترك زمام الأمور كاملةً في يد ممثل جماعة مالكي الصكوك بدون ضوابط أو مشاركة من جانب حملة الصكوك أنفسهم. وبناءً عليه قيد المشرع الممثل القانوني في ممارسة أي إجراء يرغب في اتخاذه بما انتهى إليه رأي جماعة مالكي الصكوك من خلال اجتماع صحيح. وذلك حتى لا ينفرد الممثل القانوني بمباشرة اختصاصاتها دون مراقبة من حملة الصكوك الآخرين^(٢).

وتكون دعوة أعضاء جماعة مالكي الصكوك السيادية للانعقاد، بناءً على طلب الممثل القانوني للجهة المُصدرة أو لشركة التصكيك السيادي، أو بناءً على طلب أعضاء جماعة مالكي الصكوك، شريطة ألا تقل القيمة الاسمية للصكوك السيادية المملوكة لهم عن (٢٥%) من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار، وتقدم الدعوة من خلال الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك^(٣).

(١) د/سعد عبد الحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٨٣ وما بعدها.

(٢) د/سعد عبد الحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٨٤.

(٣) وفي جميع الأحوال، يشترط أن تتضمن الدعوة لجماعة مالكي الصكوك السيادية الغرض من الانعقاد. ويتولى الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك إعداد جدول أعمال اجتماعاتها.

ويكون الاجتماع صحيحاً بحضور الأعضاء الذين يملكون نسبة لا تقل عن (٢٥%) من إجمالي القيمة الاسمية للصكوك السيادية للإصدار، ويكون التصويت على القرارات بأغلبية هؤلاء الأعضاء. وتجتمع جماعة مالكي الصكوك السيادية في مقر الجهة المُصدرة، أو في أي مكان آخر تختاره الجماعة.

=

ثانياً: التزامات مالك الصك السيادي:

يلتزم مالك الصك السيادي بأداء قيمة الصكوك السيادية، والمشاركة في تحمل الخسارة، وذلك وفقاً للتفصيل الآتي:

١ - أداء قيمة الصكوك السيادية:

على الرغم من عدم نص قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ أو لائحته التنفيذية على هذا الالتزام بنص صريح^(١)، إلا أن هذا الالتزام يفهم ضمناً من خلال القراءة في نصوص قانون الصكوك ولائحته التنفيذية. وبالتالي يلتزم مالكي الصكوك السيادية بدفع قيمتها عند الاكتتاب فيها، فليس من المنطق أن يكون الاكتتاب بالصكوك السيادية أمر مجاني بدون مقابل^(٢).

فالغرض من إصدار الصكوك السيادية يتمثل في تمويل المشروعات، حيث تستخدم الأموال المتحصلة من جراء الاكتتاب، والمودعة في حساب خاص بها لدى البنك المركزي، في تمويل المشروعات التنموية والاستثمارية المدرجة بخطة التنمية الاجتماعية والاقتصادية بالموازنة العامة للدولة^(٣).

=

ويحق لمالك الصكوك السيادية حضور اجتماعات جماعة مالكي الصكوك متى كانت القيمة الاسمية للصكوك السيادية المملوكة له لا تقل عن (٥%) من القيمة الاسمية للإصدار.

أنظر في ذلك المادة ٢٢ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(١) ولا يفهم من عدم نص المشرع على هذا الالتزام أنه اقتصاداً في النصوص، أو أنه أغفله سهواً، وذلك لأن الالتزام هنا يفهم من المنطق العادي للأمور فلا يحتاج لنص خاص به، وإلا كان تكراراً دون ضرورة وتزييداً من جانب المشرع.

(٢) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٣٢٢. د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٤.

(٣) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٤.

والأصل أن يؤدي مالك الصك السيادي التزامه بالدفع نقدًا. وذلك يرجع لكون المشروع يتم إنشائه بعد تمام الاكتتاب من أجل الحصول على المال اللازم لشراء المعدات والآلات وكافة الأجهزة اللازمة لقيامه^(١). إلا أننا نرى أنه لا يوجد ما يمنع من أن يتم الاكتتاب من خلال دفع حصة عينية، بشرط أن تكون ضرورية للمشروع المزمع إنشائه، وأن يكون من الممكن تقدير تلك الحصة العينية تقديرًا سليمًا وحقيقيًا، وذلك قياسًا على الحصص في الشركات التجارية^(٢).

كما نرى أنه لا يوجد ما يمنع من الوفاء بقيمة الصك على صورة أقساط، وذلك لكون المشروع الذي تحصل أموال الصكوك من أجل إنشائه، لا يتم إنشائه وإتمامه في وقت قصير. ومن ثم يكون من الأفضل أن تكون الأموال في يد المكتتبين، الأمر الذي يسمح بعدم تكديس الأموال في يد الجهة المستفيدة دون استغلال، ويتيح الفرصة لاكتتاب العديد من المستثمرين، لما يمثله السداد في صورة أقساط دورية أو على فترات ولو متقاربة من توفير مزية هامة بالنسبة لهم.

ولم يتطرق المشرع لمسألة أداء قيمة الصك، فلم يحدد الطريقة أو الآلية لعملية الاكتتاب، وبناءً عليه يتم الرجوع إلى القواعد المنصوص عليها بقانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية والقرارات الخاصة ببورصة الأوراق المالية، وخاصة القرارات الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية^(٣).

(1) Muhammad Ayub, Op. Cit, P.193.

(٢) وتطبق على الحصة العينية في هذا المقام أحكام عقد البيع، وعلى رأسها الأحكام المتعلقة بإجراءات نقل الملكية، وضمان الاستحقاق، وضمان العيوب الخفية، وتبعية الهلاك.

(٣) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٥ وما بعدها.

٢- المشاركة في تحمل الخسارة:

تصدر الصكوك السيادية - كما ذكرنا من قبل - بعدة صيغ، فقد تصدر الصكوك بصيغ الإجارة أو الاستصناع أو المرابحة أو الوكالة في الاستثمار. ولقد منع المشرع أن تتضمن أيًا من هذه الصيغ نصًا يسمح بضمان حصة مالك الصك في الأصول أو بضمان ربح محدد أو مدفوعات دورية ثابتة ومحددة أو بنسبة معينة من قيمة الصك^(١)،^(٢).

وترتيبًا على ما سبق كما يشارك مالك الصك السيادي في الأرباح، يتحمل أيضًا في الخسارة، بما في ذلك نقص قيمة الصكوك في السوق الثانوية. وما سبق يعد نتيجة منطقية لكون هذه الصكوك وبحسب الأصل متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية^(٣). وانطلاقًا من قاعدة المشاركة في الأرباح المحققة والخسائر المحتملة التي يقوم عليها الاستثمار الإسلامي^(٤). كما يشارك جميع ملاكي الصكوك السيادية في الخسارة كما يشاركون في الأرباح كلُّ بقدر حصته^(٥).

(١) نص المشرع بالمادة ٢/٤ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ على أنه "ومع عدم الإخلال بالحق في التعويض في حالتي التعدي أو التقصير، لا يجوز أن تتضمن أي من تلك الصيغ نصًا بضمان حصة مالك الصك في الأصول، أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك".

أما المشرع في قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ بالمادة ١١ نص على أنه "يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب ما يأتي: (د) النص على مشاركة مالك الصك في الربح والخسارة، بحسب نوع وطبيعة الصك، وذلك بنسبة ما يملكه من صكوك".

(٢) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٥ وما بعدها.

(3) Mahmoud A. El-Gamal: Op. Cit, P.41.

(4) Muhammad Azhar and Junaid Haider, Op. Cit, P.96.

(٥) د/سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٣٢٩.

كما أنه وبالقياس على قانون الشركات التجارية نجد أنه لا يجوز أن يشترط شخص عدم تحميله للخسائر، وأن يقتصر دوره على المشاركة في الربح فقط، وهو ما يطلق عليه شرط الأسد^(١).

وأداء قيمة الصك يُعد هو المبرر وراء اقتسام حملة الصكوك لما ينشأ عن الاكتتاب في الصكوك من أرباح أو خسائر، ومن ثم فإن حصول المالك على أرباح أو تحميله خسائر يدور وجوداً وهدماً مع قيامه بأداء قيمة الصكوك السيادية.

ويجب الأخذ في الاعتبار أن مسؤولية حملة الصكوك السيادية في مال المشروع تكون محدودة بقدر ما اكتتبوا فيه، ومن ثم فلا تمتد إلى أموالهم الشخصية غير المكتتب بها في الصكوك^(٢). وبالتالي نجد أن مركزهم القانوني يشابه حملة الأسهم، والشركاء الموصيين دون المتضامنين في الشركات.

المطلب الثالث

الأطراف المتداخلة في عملية التصكيك

ومن الأطراف المتداخلة في عملية التصكيك، يوجد لدينا الجهة المصدرة، واللجنة العليا للتقييم، وهو ما سوف يتم تناوله بالتفصيل.

(١) ولكي يعد الشخص شريكاً في الشركة فيجب أن يتوافر لديه نية المشاركة في الأرباح والخسائر كلاهما معاً، ولذلك فقد نص المشرع على أنه إذا اتفق على أن أحد الشركاء لا يساهم في أرباح الشركة أو في خسائرها، كان عقد الشركة باطلاً. أنظر في ذلك مؤلفنا عن الشركات التجارية، المرجع السابق، ص ٤٤.

(٢) د/سعد عبد الحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٣٢٩.

أولاً: الجهة المصدرة:

الجهة المصدرة هي تلك الجهة التي رخص لها المشرع دون غيرها تأسيس شركة مساهمة مصرية أو أكثر للتصكيك السيادي. ويقصد بالجهة المصدرة وفقاً لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ وزارة المالية.

أما الجهة المستفيدة هي تلك الجهة التي تؤول إليها الأموال الناتجة عن عملية الاكتتاب في الصكوك للاستفادة منها^(١). والجهة المستفيدة قد تكون هي ذات الجهة المصدرة، وهو الوضع القائم في قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، حيث تكون وزارة المالية هي الجهة المصدرة والجهة المستفيدة في آن واحد، فدور شركة التصكيك السيادي محدد في إدارة وتنفيذ عملية إصدار الصكوك السيادية لصالح وزارة المالية، ومن ثم يقتصر دور شركة التصكيك على عملية تنظيم الإصدار^(٢).

أ- العلاقة بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك:

رخص المشرع لوزارة المالية باعتبارها الجهة المصدرة بمفردها في تأسيس شركة مساهمة مصرية أو أكثر للتصكيك السيادي^(٣). والعلاقة بين الجهة المصدرة – وزارة المالية – وشركة التصكيك تتميز من أوجه عدة، فالجهة المصدرة هي المخولة

(1) Emre Balibek , Op. Cit, P.6.

(٢) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٧.

(٣) وإعمالاً لذلك، فقد أسست وزارة المالية الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي، والتي تسرى عليها فيما لم يرد بشأنه نص في هذا النظام أو في قانون الصكوك السيادية، وبما لا يتعارض معه، أحكام قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الشخص الواحد ولانحته التنفيذية المشار إليهما. أنظر في ذلك نص المادة الأولى من القرار رقم ٢١٦ لسنة ٢٠٢٢ الصادر عن وزير المالية،

بصفة منفردة مهمة تأسيس شركة التصكيك السيادي، والتي يكون رأسمالها مملوگا لها بالكامل، فضلًا عن تعاملها معها بصفة مستقلة^(١).

وعقد الإصدار يعد بمثابة منظم للعلاقة بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك السيادي بصفقتها وكيًا عن مالكي الصكوك، فيتولى بيان لحقوق والتزامات الجهة المصدرة وشركة التصكيك السيادي، بما في ذلك مجالات استثمار حصيلة الصكوك ومدة الاستثمار وعوائده المتوقعة وطريقة توزيعها، وأجالها وإمكان تداولها واستردادها.

ب- التزامات الجهة المصدرة:

١- إصدار الصكوك السيادية:

يكون للجهة المصدرة، دون غيرها، إصدار الصكوك السيادية بصيغها الشرعية كافة^(٢). وتلتزم الجهة المصدرة باستخدام حصيلة الإصدار في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنموية المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة^(٣).

ومن سلطات التي خولها القانون للجهة المصدرة، سلطة الأخيرة في رد القيمة الاستردادية لمالكي الصكوك السيادية قبل نهاية مدة الصك وفقًا لنشرة الإصدار^(٤).

(١) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٨٣.

(٢) وذلك وفقًا للضوابط التي تضعها اللائحة التنفيذية لهذا القانون.

(٣) وذلك على النحو الذي يصدر به قرار من الوزير المختص بعد التشاور مع الوزير المعنى بشئون التخطيط، ويفتح بالبنك المركزي حساب خاص أو أكثر تودع فيه تلك الحصيلة أنظر في ذلك نص المادة ١٦ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) أنظر في ذلك نص المادة الثانية من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

٢- الالتزام بالإفصاح:

ويقع على عاتق الجهة المصدرة وفقاً لمقتضيات تنفيذ العقود بحسن نية، الإفصاح عن كل حدث جوهري، يكون من شأنه التأثير على معدل التدفقات النقدية للأصول والعوائد المستحقة لمالكي الصكوك السيادية، وذلك بالإضافة إلى التزامها بالإفصاح بشكل واجب عن كل تغيير يطرأ بشأن جودة وكفاءة الأصول المتخذة أساساً للتصكيك^(١).

٣- إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية بتأسيس الشركة:

يقع على عاتق الجهة المصدرة التزاماً بإخطار الهيئة العامة للرقابة المالية بتأسيس الشركة، ويجب أن يرفق بالإخطار المستندات الآتية:

- ١- النظام الأساسي للشركة وفقاً للنموذج الذي يصدره الوزير المختص.
 - ٢- شهادة من أحد البنوك المرخص لها تفيد تمام الاكتتاب في جميع أسهم الشركة.
 - ٣- شهادة من إحدى شركات الإيداع والقيود المركزي المرخص لها تفيد إيداع الأوراق المالية للشركة لدى شركة الإيداع والقيود المركزي.
- وعلى الهيئة العامة للرقابة المالية فور تقديم الإخطار مرفقاً به جميع المحررات سالفة الذكر تسليم مقدم الإخطار شهادة بذلك، ويتم قيد الشركة في السجل التجاري بموجب تلك الشهادة^(٢).

(١) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٨٧.

(٢) ويعرض الوزير المختص نتائج أعمال هذه اللجنة على مجلس الوزراء لاعتمادها. ويصدر بتشكيل اللجنة العليا للتقييم ونظام عملها والمعاملة المالية لأعضائها قرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على عرض الوزير المختص. أنظر في ذلك نص المادة ١٢ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

ثانياً: اللجنة العليا للتقييم^(١):

تكون اللجنة العليا للتقييم هي الجهة المنوط بها وبما يتوافق مع عقود الإصدار تقييم حق الانتفاع بالأصول أو تقدير قيمتها الإيجارية وغيرها، وذلك بما يتوافق مع معايير التقييم المالي والعقاري الصادرة عن وزارة المالية^(٢).

ويقصد بمعايير التقييم المالي تلك المعايير الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية بالقرار رقم ١ لسنة ٢٠١٧^(٣). وتكون تلك المعايير ملزمة لجميع المستشارين الماليين المستقلين ومعاونيهم وتسري على كافة الحالات التي يتطلب فيها قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية أو قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية إجراء عملية تقييم للشركات أو الأوراق المالية أو غيرها من الأصول التي تتخذ شكل منشأة أو مشروع^(٤).

(١) اللجنة العليا للتقييم هي لجنة من الخبراء المعنيين تختص بتقييم حق الانتفاع أو تقدير القيمة الإيجارية للأصول التي تصدر الصكوك السيادية بناءً عليها. أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ واللائحة التنفيذية له.

وتنشأ لجنة تسمى "اللجنة العليا للتقييم" تختص بتقييم حق الانتفاع بالأصول، أو تقدير قيمتها الإيجارية، أو غير ذلك بما يتفق مع عقود الإصدار، وذلك وفقاً لمعايير التقييم المالي للمنشآت ومعايير التقييم العقاري الصادرة عن الوزير المختص، ويجوز للجهة المصدرة، بناءً على عرض اللجنة، الاستعانة بإحدى الشركات أو المؤسسات الدولية المعنية بالتقييم أو التصنيف الائتماني كإجراء إضافي بالنسبة للصكوك التي تطرح خارج جمهورية مصر العربية. أنظر في ذلك نص المادة ١٠ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٨.

(٣) أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية أول معايير مصرفية للتقييم المالي للمنشآت، والتي تهدف إلى تحقيق موضوعية التقييمات ودراسات القيمة العادلة بما يعزز من حماية المستثمرين وثقة المؤسسات المالية وغيرهم من المتعاملين في السوق عند تقييم الأوراق المالية لأغراض الطرح والاستحواذ وزيادة رؤوس الأموال ومساهمات صناديق الاستثمار وغيرها من القرارات الاستثمارية والتمويلية.

(٤) وتطلبت المعايير الكفاءة المهنية والنزاهة والحيادية في من يقوم بالتقييم، وأن يتمتع بالاستقلالية الكاملة سواء عن الجهة طالبة التقييم أو أي أطراف مرتبطة بها أو عن المنشأة أو المشروع محل التقييم، بما في ذلك عدم وجود علاقة مصالح مشتركة أو متعارضة.

=

أما المعايير العقارية فيقصد بها المعايير الصادرة بالقرار رقم ٣٩ لسنة ٢٠١٥ الصادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، والخاص بإصدار المعايير المصرية للتقييم العقاري^(١). وألزم القرار المقيمين العقاريين المقيدين بسجلات الهيئة بتلك المعايير عند قيامهم بأعمال التقييم العقاري، وعلى كافة الشركات والجهات التي تمارس أنشطة مالية غير المصرفية خاضعة لأحكام القانون رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩ الالتزام بالمعايير المشار إليها عند تقييمها للأصول العقارية التي تمتلكها أو تمولها^(٢).

وحددت تلك المعايير خطوات عملية التقييم والتي تبدأ بفهم طبيعة نشاط المنشأة محل التقييم وأوضاع السوق والقطاع الذي تعمل به، ثم تقدير الأداء المستقبلي للمنشأة المستقبلي بناءً على افتراضات موضوعية ومبررة، يلي ذلك اختيار نموذج تقييم مناسب من ضمن منهجيات وأساليب التقييم المالي المتعارف عليها، والحالات التي تلائم تطبيق كل منها، وتنتهي بالمفاضلة بين النتائج للتوصل إلى رأى المقيم النهائي.

أنظر الرابط التالي؛ https://fra.gov.eg/fra_news/efsa_522. تاريخ الاطلاع؛ ٢٠٢٢/٤/١٨.

- (١) نشر في جريدة الوقائع الرسمية بالعدد ١٣٠، وتم العمل به اعتباراً من الأول من يوليو ٢٠١٥.
 - (٢) كما تلتزم الشركات المقيد لها أسهم بإحدى البورصات المصرية بمراعاة الالتزام بالمعايير المرفقة عند تقييمها للأصول العقارية التي تمتلكها أو تتعامل فيها.
- وتنقسم المعايير المصرية للتقييم العقاري إلى الأجزاء التالية:
- مقدمة المعايير والتي تهدف إلى تقديم الأساسيات والمفاهيم العامة لممارسة التقييم العقاري وميثاق قواعد السلوك بجمهورية مصر العربية.
 - معايير التقييم وتنقسم إلى ثلاثة معايير تختص بالتقييم لحساب القيمة السوقية، المعايير لحساب قيمة خلاف القيمة السوقية وإعداد تقرير التقييم، وكلها ملزمة لممارسة مهنة التقييم بجمهورية مصر العربية.
 - تطبيقات التقييم وتشمل منهج التقييم، التقييم لخدمة إعداد القوائم المالية، التقييم لخدمة حالات التمويل، وتقييم المشروعات والمنشآت تحت الإنشاء
 - المذكرات الاسترشادية وتشمل طرق التقييم: طريقة البيع المقارن، طريقة رسمة الدخل، طريقة التكلفة.

المبحث الثاني

التصكيك وآليات الرقابة عليه

تمهيد وتقسيم:

تعد فكرة التصكيك تطويعاً لفكرة التوريق^(١)، وظهرت فكرة التوريق بالولايات المتحدة الأمريكية، من أجل تمويل الشركات، وذلك باعتبارها إحدى القوى الرئيسية في سوق المال^(٢). ومصطلح التوريق يعد تعريباً لمصطلح "Securitization"، وهو مصطلح اقتصادي حديث نسبياً^(٣).

(١) التوريق هو عملية مالية يتم فيها إصدار صكوك تحمل قيمة أصول تدر عائد وتباع بعد ذلك إلى المستثمرين. أو هو تحويل أقساط القروض طويلة الأجل إلى سندات وبيعها في سوق الأوراق المالية بهدف الحصول على قيمتها فور إصدارها مما يتيح للشركات المصدرة توفير سيولة تمكنها من التوسع في تقديم مزيد من القروض دون انتظار مواعيد سداد الأقساط، ودون تحميل ميزانيتها مصروفات تمويلية مثل الاقتراض البنكي.

(٢) ولقد نص المشرع بالمادة الثالثة من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ على أن "يكون التصكيك داخل جمهورية مصر العربية وخارجها وفقاً للقواعد والإجراءات الآتية:

١ - نقل حق الانتفاع بالأصول بموجب عقد يتم إبرامه بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك السيادي.

٢ - تقسيم شركة التصكيك السيادي ملكية حق الانتفاع بالأصول إلى وحدات متساوية القيمة تعرف بالصكوك السيادية.

٣ - طرح الصكوك السيادية للمستثمرين للاكتتاب فيها.

وتصدر الصكوك السيادية بالجنيه المصري أو بالعملات الأجنبية عن طريق طروحات عامة أو خاصة بالسوق المحلية أو بالأسواق الدولية.

(3) Michael J. Cohn, "Asset Securitization: How Remote Is Bankruptcy Remote?," Hofstra Law Review: Vol. 26: Iss. 4, Article 4. (1998) Available at: <https://scholarlycommons.law.hofstra.edu>, P.929.

وفي هذا المبحث نتعرض لعملية التصكيك بمراحلها المختلفة، إلى جانب آليات الرقابة عليها، وذلك وفقاً للتفصيل الآتي:

المطلب الأول: التصكيك.

المطلب الثاني: آليات الرقابة على عملية التصكيك.

المطلب الأول

عملية التصكيك

تمر عملية التصكيك بمراحل عدة، ويأتي على رأسها عملية تحديد الأصول، والتي تعد بمثابة حجر زاوية لعملية إصدار الصكوك^(١).

ومن الفقه من عرف التصكيك بأنه " عملية إصدار صكوك ذات قيمة مالية متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان، أو منافع، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون في الذمة التي تصدر وفق عقد شرعي استناداً لصيغ التمويل الإسلامية"^(٢).

(١) ويقصد بالتصكيك الإجراءات التنفيذية لعملية إصدار الصكوك السيادية بغرض طرحها في سوق الإصدار للمستثمرين للاكتتاب فيها. أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) د/ فؤاد محمد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، دراسة مقدمة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص ١٥.

وينطوي التصكيك على عملية تحديد الأصول محل عملية التصكيك، ثم إعداد واعتماد تقرير اللجنة العليا للتقييم، مروراً بالإجراءات التمهيدية لإصدار الصكوك، وأخيراً؛ نقل حق الانتفاع والاكتتاب.

أولاً: تحديد الأصول:

تعد عملية تحديد الأصول محل التصكيك، والتي يتم نقل ملكيتها إلى شركة التصكيك السيادي جوهر عملية التصكيك، وتتم بمراحل ثلاث، تبدأ بالاقترح، ثم الإجازة، وأخيراً، صدور القرار.

١- الاقتراح:

تتولى الجهة المُصدرة عرض مقترح الأصول التي ستتخذ أساساً لإصدار الصكوك السيادية. ويجب مراعاة بعض الشروط الخاصة بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك السيادية، والتي من أبرزها أن تكون الأصول الصادرة على أساسها الصكوك السيادية ذات قيمة اقتصادية^(١). ويعد هذا أمراً منطقيًا، نظرًا لكون انعدام تلك القيمة سيؤدي حتمًا إلى عزوف المستثمرين عن الاكتتاب في الصكوك السيادية.

كما يشترط ألا ينتج عن استعمال حق الانتفاع بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك السيادية فناء هذه الأصول^(٢). وأن تكون تلك الأصول مملوكة للدولة أو لأي من الأشخاص الاعتبارية ملكية خاصة، وإن كان المشرع لم يمنع من أن تكون الأصول مملوكة للدولة ملكية عامة. كما يجب أن لا تكون الأصول من الموارد الطبيعية^(٣).

(١) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ١٠٤.

(٢) أنظر في ذلك نص المادة الثانية من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ١٠٥.

ولقد أحسن المشرع بالنص على كون الجهة المصدرة هي الجهة الوحيدة المنوط بها عملية اقتراح الصكوك، الأمر الذي يمنع من أن تتخذ عملية إصدار الصكوك وسيلة للاحتيال على المستثمرين للحصول على أموالهم. فضلاً عن كون عملية إصدار الصكوك تعد نظاماً جديداً على السوق المصري، الأمر الذي يحتاج قدر عالٍ من المرونة، يتحدد وفقاً لمجريات ومتطلبات السوق^(١).

٢- الإجازة:

إجازة لجنة الرقابة للأصول التي ستتخذ أساساً لإصدار الصكوك السيادية بما يفيد توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية. فالمشرع قد أسند للجنة الرقابة مهمة إبداء الرأي والتصنيف الشرعي لطلبات إصدارات الصكوك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية بحسب توافقها، إظهاراً لحجم المخاطر ومراعاةً لحقوق حاملي الصكوك السيادية، إلى جانب تقديم مقترحات عملية للجهة المصدرة لتصحيح طلبات الإصدار أو تغيير التصنيف إن أمكن.

٣- القرار:

صدور قرار من مجلس الوزراء بناءً على عرض الوزير المختص يتضمن تحديد الأصول التي تصدر على أساسها الصكوك السيادية. ويتبادر إلى أذهاننا تساؤل حول مدى إمكانية استبدال الأصول خلال مدة الصك السيادي بأصول أخرى من جانب الجهة المصدرة؟.

(١) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ١٠٩ وما بعدها.

لقد خول المشرع للجهة المصدرة -وزارة المالية - مكنة استبدال الأصول خلال مدة الصك السيادي بأصول أخرى^(١). حيثُ أجاز لها خلال مدة الصك السيادي استبدال أصول أخرى مساوية للأصول المصككة في قيمة حق الانتفاع، بدلًا من الأصول محل التصكيك. شريطة ألا يترتب على الاستبدال تأثير على العوائد والقيمة الاستردادية للصكوك السيادية، وذلك وفقا لما تحدده نشرة الإصدار، وبعد إجازة لجنة الرقابة، وموافقة مجلس الوزراء والأغلبية المطلقة لمالكي الصكوك السيادية^(٢).

ثانياً: إعداد واعتماد تقرير اللجنة العليا للتقييم:

١- إعداد التقرير:

تتولى اللجنة العليا للتقييم إعداد تقرير بشأن تقييم حق الانتفاع بالأصول، التي تم تحديدها لتصدر على أساسها الصكوك السيادية، أو تقدير قيمتها الإيجارية، أو غير ذلك بما يتفق مع عقود وصيغ إصدارات الصكوك السيادية.

وتلتزم اللجنة بأداء عملها وفقاً لمعايير التقييم المالي للمنشآت الصادر بقرار مجلس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١ لسنة ٢٠١٧، ومعايير التقييم العقاري الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية بالقرار رقم ٣٩ لسنة ٢٠١٥. وتعد المعايير سאלفة الذكر معايير وطنية وإلزامية للجنة العليا للتقييم^(٣).

وعلى الرغم من كون اللجنة العليا للتقييم هي صاحبة الاختصاص الأصيل بتقييم حق الانتفاع بالأصول، إلا أن المشرع قد أجاز للجهة المصدرة، و بناءً على عرض اللجنة العليا للتقييم، الاستعانة بإحدى الشركات أو المؤسسات الدولية المعنية بالتقييم أو

(١) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ١٠٥.

(٢) أنظر في ذلك نص المادة الثانية من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) د/رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٩٤.

التصنيف الائتماني^(١)، كإجراء إضافي بالنسبة للصكوك التي تطرح خارج جمهورية مصر العربية^(٢). وبذلك يكون المشرع قيد الاستثناء بأن يكون الأمر متعلقاً بالصكوك التي تطرح خارج جمهورية مصر العربية فقط، دون غيرها مما يطرح داخل الدولة^(٣).

٢ - اعتماد التقرير:

يتولى مجلس الوزراء اعتماد تقرير اللجنة العليا للتقييم الذي يتضمن نتائج أعمال اللجنة، بناءً على عرض الوزير المختص.

ونجد أن عملية إصدار الصكوك لا تقتصر على جهة واحدة، بل تمر بجهات عدة للحصول على الموافقة، أو القيام بدورها المنوط بها وفقاً لما نص عليه المشرع، وصولاً لإتمام عملية التصكيك^(٤).

(١) مؤسسات التصنيف الائتماني هي شركات خاصة تصدر تقييمات لما يسمى بالجدارة الائتمانية لدولة أو مؤسسة ما، وينعكس التصنيف الذي تصدره إيجاباً أو سلباً على ثقة المستثمرين في هذه الدولة أو المؤسسة وعلى كلفة استدانتها من الأسواق المالية. ومن أشهر مؤسسات التصنيف الائتماني، مؤسسات أميركية ثلاث هي "فيتش" و"موديز" و"ستاندر أند بورز"، والتي تهيمن على سوق التصنيفات في العالم.

وتسيطر كل من "ستاندر أند بورز" و"موديز" على تصنيف أكثر من ٨٠% من إصدارات الدين حول العالم سواء للشركات أو الحكومات أو البلديات والحكومات المحلية فيما تعد "فيتش" أقل سمعة نسبياً، مقارنة بالشركتين الأخرين. وبالعوموم، فإن الشركات الثلاث تسيطر على ما يراوح بين ٩٠ و٩٥% من سوق إصدارات الديون في العالم.

وترتب على توسع نطاق الصناعة المالية الإسلامية والتحاقها بركب العالمية، وزيادة المنتجات المالية المحسوبة على هذه الصناعة نتيجة لتنوع الأدوات الاستثمارية الإسلامية، ظهور الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA، والتي تمارس دوراً في دعم وتعزيز جودة المنتجات المالية الإسلامية من الناحية الشرعية.

(٢) أنظر في ذلك نص المادة ١٢ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٩٤.

(٤) د/ عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ١٠٣.

ولقد الزم المشرع الجهة المصدرة بأن يتم استخدام حصيلة الإصدار في تمويل المشروعات والاستثمارية والتنموية المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة. وبالتالي فلا يجوز استخدامها إلا في إنشاء مشروعات جديدة تضيف أصولًا إلى الأصول الموجودة^(١).

٣- الإجازة:

يجب صدور إجازة من قبل لجنة الرقابة لنشرة الإصدار وعقود الإصدار وجميع صيغ التعاقدات الخاصة بإصدار الصكوك السيادية بالسوق المحلية أو بالأسواق الدولية، وما يرتبط بها من عقود، بما يفيد توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية^(٢).

ولم يحظر المشرع استخدام الأصول الثابتة والمنقولة المملوكة للدولة ملكية عامة، أو منافعها لإصدار صكوك حكومية في مقابلها. وبذلك يكون للجهة المصدرة إصدار صكوك في مقابل حق الانتفاع بالأصول الثابتة المملوكة للدولة ملكية عامة وخاصة دون ملكية الرقبة^(٣).

ونرى أنه كان أحرى بالمشرع أن يقتصر على أن يكون إصدار الصكوك السيادية في مقابل حق الانتفاع بالأصول الثابتة المملوكة للدولة ملكية خاصة فقط، دون الملكية العامة.

(١) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ١١٦.

(٢) أنظر في ذلك نص المادة الثانية من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) وعلى النقيض نجد أن المشرع قد نص بالمادة الثالثة من قانون الصكوك الملغي رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ على أنه "يحظر استخدام الأصول الثابتة والمنقولة المملوكة للدولة ملكية عامة، أو منافعها لإصدار صكوك حكومية في مقابلها."

ثالثاً: الإجراءات التمهيدية لإصدار الصكوك:

تتولى الجهة المُصدرة الإجراءات التالية، تمهيداً لإصدار الصكوك السيادية داخل جمهورية مصر العربية وخارجها^(١):

١- إعداد برنامج الإصدار. وبرنامج الإصدار هو وثيقة المعلومات التي تتضمن بيانات وشروط صيغ الإصدار، ويتم من خلالها إصدار الصكوك السيادية.

٢- إعداد نشرة الإصدار. ونشرة الإصدار هي وثيقة المعلومات التي يتم الإعلان من خلالها عن ظروف إصدار الصكوك السيادية، وتتضمن جميع بيانات وشروط ومواصفات إصدار الصكوك السيادية، وطريقة توزيع العائد بين مالكي الصكوك السيادية والجهة المُصدرة وشروط وأوضاع التسوية المالية سواء أكان الاسترداد معجلًا أم في نهاية مدة الصك.

٣- إعداد مشروع عقد حق الانتفاع، والذي يتضمن تحديد الأجل الزمني لحق الانتفاع، وإعداد كافة العقود اللازمة لعملية الإصدار.

٤- تعيين البنوك المحلية أو الدولية، بحسب الأحوال، المعنية بإدارة عمليات الترويج والطرح للإصدار.

٥- تعيين مكاتب المحاماة المحلية أو الدولية، بحسب الأحوال، لتغطية كافة النواحي القانونية^(٢).

(١) أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، ونص المادة الثالثة من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية له.

(٢) يكون للجهة المُصدرة الحق في تعيين مكاتب محاماة محلية أو دولية حسب الإصدار إذا ما كان داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها، وتتولى هذه المكاتب تغطية كافة النواحي القانونية المتعلقة بعملية الإصدار. د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ٩٩.

كما تتولى الجهة المُصدرة بالإضافة إلى الإجراءات سالفه الذكر، تمهيداً لإصدار الصكوك السيادية في الأسواق الدولية، اتخاذ الإجراءات الآتية:

- ١- تعيين البنوك الدولية المعنية بالإيداع والحفظ والقيود المركزي.
- ٢- تعيين الوكيل أو الممثل بأي صفة قانونية أخرى واجبة التطبيق طبقاً للقوانين الأجنبية، والوكيل المالي والمفوض المستقل.

رابعاً: نقل حق الانتفاع:

يتم نقل حق الانتفاع بالأصول من الجهة المصدرة إلى شركة التصكيك السيادي عن طريق عقد يتم إبرامه بينهما، يستوي في ذلك أن يكون التصكيك داخل جمهورية مصر العربية وخارجها. وتأتي مرحلة نقل الانتفاع بالأصول محل الإصدار للشركة كمرحلة لاحقة لإنشائها وقيامها.

ولعل من أهم مراحل عملية التصكيك هي نقل حق الانتفاع بالأصول التي تمثل موجودات الصكوك لشركة التصكيك، وذلك كنتيجة مترتبة على كون الصكوك السيادية بوصفها أوراقاً مالية أهم ما يميزها صدورها مضمونة بأصول مختلفة^(١).

ويتم نقل حق الانتفاع بالأصول من خلال البيع الحقيقي للصكوك ونقل الصكوك تماماً إلى شركة التصكيك، وذلك حتى يتثنى لها إصدار الصكوك للمستثمرين^(٢).

(١) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ١١٥.

(٢) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ١٧٤.

ولا بُد أن يتم نقل الأصول من خلال البيع الحقيقي^(١)، نظراً لكون عملية نقل الصكوك لشركة التصكيك السيادي من المسائل الهامة. وأن آلية التصكيك بحسب الأصل استحدثت لعزل الأصول محل التصكيك عن أخطار الإفلاس والإعسار التي قد تتعرض لها الجهة المصدرة للصكوك، خاصة إذا كانت الأصول متمثلة في موجودات مملوكة للجهة المصدرة ملكية خاصة^(٢).

كما أن النقل عن طريق البيع الحقيقي هو ما يتماشى مع نص المشرع الذي يقضي بعدم جواز الحجز أو اتخاذ أي إجراءات تنفيذية على الأصول التي تصدر على أساسها الصكوك السيادية، أثناء مدة الصك، ويقع باطلاً أي إجراء يتم بالمخالفة لذلك^(٣).

خامساً: الاكتتاب:

تتولي شركة التصكيك السيادي تقسيم ملكية حق الانتفاع بالأصول إلى وحدات متساوية القيمة تعرف بالصكوك السيادية، وذلك من أجل طرحها للمستثمرين للاكتتاب فيها.

والاكتتاب هو قيام الشركة بطرح أسهمها في سوق البورصة، ليتمكن بعدها المتداولون شراء الأسهم وبيعها لأي شخص في أي وقت من خلال سوق البورصة. وبذلك يُصبح للشركة مُلاك من صغار وكبار المُستثمرين الذين غالباً ما يكونون مجهولين.

(١) ويقصد بالبيع الحقيقي ذلك البيع الذي يترتب عليه انتقال محل البيع من ذمة شخص لذمة شخص آخر، وذلك خلافاً لما يسمى بالبيع المحاسبي، والذي يقصد به البيع الذي لا تنتقل فيه سندات المديونية نقلاً حقيقياً من مالكةا لمشتريها، وإنما يكون عبر دفاتر الشركة فقط. د/ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، دار عماد الدين للنشر والتوزيع، ٢٠١٤، ص ٨٨.

(٢) المرجع السابق.

(٣) أنظر في ذلك نص المادة ١٣ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

ولقد نص المشرع على أن قيد وتداول الصكوك السيادية المطروحة للاكتتاب العام، يجب أن يكون من خلال بورصة الأوراق المالية في مصر^(١). كما يجوز إدراج الصكوك وتداولها بالأسواق المالية بالخارج، وذلك بعد موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية. ويحدد مجلس إدارة الهيئة قواعد وإجراءات قيد هذه الصكوك بالبورصة، وذلك بما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية^(٢).

ولا يوجد حد أدنى أو أقصى في الاكتتاب يجب أن يتم الالتزام به، فالمشرع لم يشترط عدد معين في المكتتبين. والسبب في ذلك يرجع إلى كون الهدف الأساسي من عملية إصدار الصكوك هو التمويل فحسب. ونتيجة لذلك يجوز أن يتم الاكتتاب من قبل شخص واحد معنوي أو طبيعي. إلا أنه يجب أن يتم الاكتتاب في الصكوك كاملة، بمعنى أن يوجد من يتعهد بدفع قيمة الصكوك بأكملها^(٣).

ويتم الاكتتاب وفقاً لنشرة الإصدار التي تتضمن جميع بيانات وشروط ومواصفات إصدار الصكوك السيادية، وطريقة توزيع العائد بين مالكي الصكوك السيادية والجهة المُصدرة وشروط وأوضاع التسوية المالية سواء أكان الاسترداد معجلًا أم في نهاية مدة الصك^(٤).

وتصدر الصكوك في شكل شهادة ورقية أو إلكترونية، سواء تم إصدارها داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها، ويبين بالصك مدته. ويشترط أن تتضمن هذه

(١) وتصدر الصكوك السيادية بالجنه المصري أو بالعملات الأجنبية عن طريق طروحات عامة أو خاصة بالسوق المحلية أو بالأسواق الدولية. أنظر في ذلك نص المادة ٢/٣ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز، المرجع السابق، ص ١٣٢.

(٣) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ١٥٧.

(٤) ونشرة الإصدار هي وثيقة المعلومات التي يتم الإعلان من خلالها عن طروحات الصكوك السيادية

الشهادة على؛ اسم الجهة المُصدرة، نوع وصيغة الإصدار، مدة الصك، عملة الإصدار، القيمة الاسمية للإصدار، تاريخ الإصدار، تاريخ الاستحقاق النهائي^(١). وتمثل البيانات سألقة الذكر الحد الأدنى لما يجب أن تشمل عليه نشرة الإصدار في الصكوك السيادية^(٢).

سادساً: استرداد قيمة الصك:

عند نهاية مدة الصك السيادي يسترد مالك الصك السيادي قيمته الاستردادية عند نهاية مدته، وينتهي حق الانتفاع المقرر على الأصول التي اتخذت أساساً لإصداره، طبقاً لنشرة الإصدار وعقد الإصدار والعقود المرتبطة به. ولقد أجاز المشرع للجهة المصدرة رد القيمة الاستردادية لمالكي الصكوك السيادية قبل نهاية مدة الصك وفقاً لنشرة الإصدار^(٣).

المطلب الثاني

آليات الرقابة على عملية التصكك

تمهيد:

نظراً لأهمية الدور المنوط بإصدار الصكوك السيادية والمتمثل في تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية واستثمارية، من خلال إصدار الصكوك التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ونظراً لخطورة الأسواق المالية ودورها في الاقتصاد المصري، ومدى فاعلية الدور الرقابي عليها. كان لزاماً على المشرع فرض نوعاً من الرقابة على

(١) أنظر في ذلك نص المادة الرابعة من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ١٥٨.

(٣) أنظر في ذلك نص المادة ١٠ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ والمادة ٩ من لائحته التنفيذية.

عملية إصدار الصكوك السيادية، والتأكد من قيام كافة أطراف عملية التصكيك بالدور المنوط بها. والوقوف على أن إصدار الصكوك السيادية أصدرت وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.

وتتمثل الرقابة على عملية إصدار الصكوك السيادية في الرقابة الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية، ومن لجنة الرقابة الشرعية، المركزية منها والفرعية.

الفرع الأول

الرقابة الخاصة بالهيئة العامة للرقابة المالية

الهيئة العامة للرقابة المالية هي هيئة حكومية عامة مصرية ذات شخصية اعتبارية تتبع وزير المالية، وتختص بتنظيم قطاع الخدمات المالية في مصر^(١). مع إقرار القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩، تم إنشاء الهيئة العامة للرقابة المالية ودخلت حيز العمل في ١ يوليو ٢٠٠٩^(٢).

(١) وتتطلع الهيئة لاستكمال منظومة التشريعات وتبني سياسات واستراتيجيات فعالة لتطوير الأسواق المالية غير المصرفية، والعمل على تعزيز نظام مالي غير مصرفي احتوائي ومحفز للنمو الاقتصادي، من خلال المساهمة في توفير التمويل اللازم للقطاعات الاقتصادية لتحقيق التنمية المستدامة. كما تتطلع الهيئة إلى العمل على تحسين معدلات الشمول المالي من خلال التمكين الاقتصادي للفئات المهمشة؛ بتسهيل نفاذهم إلى التمويل، مع دعم سياسات المساواة بين الجنسين وتمكين المرأة والشباب، بالإضافة إلى تعزيز دور الشركات الصغيرة والمتوسطة وزيادة قدرتها التنافسية من خلال انفتاحها على مصادر التمويل المختلفة. وتتركز فلسفة الهيئة العامة للرقابة المالية على أن تصبح ركناً فعالاً لإتاحة التمويل وزيادة الإفصاح والشفافية ومكافحة الفساد، خاصة وأن تبني استراتيجية قومية للقطاع المالي غير المصرفي يعد خطوة أساسية وهامة في بناء قطاع مالي متطور ومنفتح على العالم الخارجي وقادر على المساهمة بفاعلية في خطط التنمية المستدامة لتحقيق رؤية مصر ٢٠٣٠. أنظر الرابط التالي؛ <https://fra.gov.eg/fra>

(٢) وحلت الهيئة طبقاً لهذا القانون محل كل من؛ الهيئة المصرية للرقابة على التأمين (EISA)، الهيئة العامة لسوق المال (CMA)، الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري (MFA).

وتلعب الهيئة العامة للرقابة المالية دوراً في المجال غير المصرفي يوازي الدور المناط بالبنك المركزي في المجال المصرفي، وذلك نظراً للدور الهام للهيئة فيما يتعلق بحماية حركة السوق بكافة جوانبها لذلك جعل المشرع النشاط المقرر قانوناً للهيئة العامة للرقابة حكراً عليها دون غيرها^(١).

أما عن الأساس التشريعي التي تسند إليه الهيئة العامة للرقابة المالية، يتضح من خلال نص المادة ٢٢١ من الدستور المصري لعام ٢٠١٤، والتي تنص على أن "تختص الهيئة العامة للرقابة المالية بالرقابة والإشراف علي الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، بما في ذلك أسواق رأس المال وبورصات العقود الآجلة وأنشطة التأمين، والتمويل العقاري، والتأجير التمويلي، والتخصيم والتوريق، وذلك علي النحو الذي ينظمه القانون".

وبالقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ تم النص على إنشاء الهيئة العامة للرقابة المالية لتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية^(٢). حيث نصت المادة

(١) د/ يسري محمد العصار، النظام القانوني لهيئة أسواق المال ومدى فاعليته في تحقيق أهدافها، دراسة مقارنة بين الكويت ومصر وفرنسا، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، السنة الرابعة، العدد ١٥، ٢٠١٦، ص ٢٤.

(٢) وألقى المشرع التزاماً على شركة التصكيك السيادي بموافاة الهيئة العامة للرقابة المالية بمتطلبات الإفصاح التالية الخاصة بنشاط الشركة:

- ١ - أي تغيير يطرأ على مستندات تأسيس الشركة.
 - ٢ - أي تغيير في رأس المال المصدر للشركة أو المرخص به.
 - ٣ - أي تغيير في عضوية مجلس إدارة الشركة أو مديريها.
 - ٤ - صورة معتمدة من القوائم المالية للشركة، والتي يتم إعدادها وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة الصادرة عن الجهاز المركزي للمحاسبات، ويتم اعتمادها من الجهاز.
- أنظر في ذلك نص المادة ١٣ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

الأولى على أن "تنشأ هيئة عامة للرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية تسمى (الهيئة العامة للرقابة المالية)، تكون لها شخصية اعتبارية عامة، وتتبع الوزير المختص، ويشار إليها في تطبيق أحكام هذا القانون بـ (الهيئة)"^(١).

وتختص الهيئة بالرقابة والإشراف على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية بما في ذلك أسواق رأس المال، وبورصات العقود الآجلة، وأنشطة التأمين، والتمويل العقاري، والتأجير التمويلي، والتخصيم، والتوريق^(٢).

وبالنظر إلى اختصاصات الهيئة العامة للرقابة المالية، نجد أن المشرع لم يخول الهيئة الحق في الموافقة أو الرفض على إصدار الصكوك. وبالتالي يقتصر دور الهيئة على رقابة عملية التصكيك، من خلال متابعة التزام شركة التصكيك السيادي وأطراف عملية التصكيك ككل بقواعد الإفصاح والقيود والتداول، إلى جانب متابعة الاستثمارات التي صدرت على أساسها الصكوك، والتأكد من استخدامها في الأغراض التي أصدرت من أجلها^(٣).

(١) ويصدر قرار من رئيس الجمهورية بالنظام الأساسي للهيئة بعد موافقة مجلس الوزراء، كما يصدر قرار من رئيس الجمهورية بتحديد الوزير المختص في تطبيق أحكام هذا القانون. ويحدد النظام الأساسي مقر الهيئة ويجوز بقرار من الوزير المختص بعد موافقة مجلس إدارتها إنشاء فروع ومكاتب لها.

(٢) أنظر في ذلك نص المادة الثانية من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية (انشاء الهيئة العامة للرقابة المالية).

(٣) وتتولى الهيئة العامة للرقابة المالية إعداد تقرير سنوي وفقاً لمتطلبات الإفصاحات والشفافية والحوكمة عن نشاط الشركة يقدم إلى رئيس الجمهورية ومجلس النواب ورئيس مجلس الوزراء. أنظر في ذلك نص المادة ٢/١٨ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١. ويجب أن يتضمن هذا التقرير العناصر الآتية:

- ١ - ملخص بالقوائم المالية الدورية للشركة.
- ٢ - متابعة الاستثمارات واستخدامها في الأغراض التي أصدرت من أجلها.

=

وفي المقابل؛ نجد أن المشرع الفرنسي جعل الرقابة على سوق المال الفرنسي لهيئة الأسواق المالية، والتي تم النص عليها بالقانون رقم ٧٠٦ لسنة ٢٠٠٣ الصادر الأول من أغسطس. وتهدف هيئة الأسواق المالية إلى التقريب بين القواعد المطبقة في السوق الأوروبية والسوق الفرنسية^(١).

وجاء نص المشرع الفرنسي على هيئة الأسواق المالية بالقانون رقم ٧٠٦ من أجل توحيد الرقابة في يد هيئة الأسواق المالية، بعدما كانت موزعة مجلس الأسواق المالية وشركات البورصات الفرنسية ومندوب الحكومة من جانب، والمختصين برقابة البورصات الفرنسية أو الرقابة الداخلية. وعلى الجانب الآخر كان يوجد لجنة عمليات البورصة، والمختصة بالرقابة الخارجية على سوق المال الفرنسي^(٢).

=

٣ - مدى التزام الشركة بقواعد الإفصاح والشفافية والحوكمة والرقابة الداخلية وإدارة المخاطر.

٤ - مدى التزام أطراف عملية التصكيك بقواعد الإفصاح، وقواعد القيد والتداول بالبورصات حال قيد الصكوك السيادية ببورصة الأوراق المالية المصرية.

٥ - مدى وجود أي تعديلات على نشرة الإصدار أو أطراف عملية التصكيك.

أنظر في ذلك نص المادة ١٧ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(1) Article L621-1, modifié par Loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière."L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international".Loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière.

(٢) د/ سعد عبدالحميد محمود صالح، المرجع السابق، ص ٢٦٤ وما بعدها.

وتتكون هيئة الأسواق المالية الفرنسية من ستة عشر عضواً؛ رئيس يعين بمرسوم، عضو مجلس دولة يعين من قبل نائب رئيس مجلس الدولة، مستشار بحكمة النقض يعينه الرئيس الأول لمحكمة النقض، كبير مستشاري ديوان المحاسبة يعينه الرئيس الأول لديوان المحاسبة، ممثل عن بنك فرنسا يعينه الحاكم، رئيس المجلس القومي للمحاسبة، يتم تعيين ثلاثة أعضاء، على أساس خبراتهم المالية والقانونية بالإضافة إلى خبرتهم في مسائل طرح العام واستثمار المدخرات في الأدوات المالية، على التوالي من قبل رئيس مجلس الشيوخ ورئيس الجمعية الوطنية ورئيس مجلس النواب. المجلس الاقتصادي والاجتماعي، ستة أعضاء يعينهم الوزير المسؤول عن الاقتصاد بعد استشارة المنظمات التي تمثل الشركات الصناعية والتجارية أوراقها المالية موضوع الاكتتاب العام، وشركات إدارة مخططات الاستثمار الجماعي والمستثمرين الآخرين، ومقدمي خدمات الاستثمار، والسوق، وغرف المقاصة، ومشغلي أنظمة التسوية، والجهات الإيداع المركزية، ممثل عن الموظفين المساهمين يعينه الوزير المسؤول عن الاقتصاد بعد التشاور مع النقابات والجمعيات التمثيلية^(١).

(1) Article L621-2, II. - Le collège est composé de seize membres : 1° Un président, nommé par décret ; 2° Un conseiller d'Etat désigné par le vice-président du Conseil d'Etat ; 3° Un conseiller à la Cour de cassation désigné par le premier président de la Cour de cassation ; 4° Un conseiller maître à la Cour des comptes désigné par le premier président de la Cour des comptes ; 5° Un représentant de la Banque de France désigné par le gouverneur ; 6° Le président du Conseil national de la comptabilité ; 7° Trois membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, respectivement par le Président du Sénat, le Président de l'Assemblée nationale et le président du Conseil économique et social ; 8° Six membres

الفرع الثاني

الرقابة الشرعية الخاصة بلجنة الرقابة

نعرض في هذا المقام لماهية لجنة الرقابة الشرعية، وقواعد تشكيلها، إلى جانب عرض لاختصاصاتها وسلطاتها، وشروط العضوية بها، وذلك على التفصيل الآتي:

أولاً: ماهية لجنة الرقابة الشرعية:

تعرف لجنة الرقابة الشرعية بأنها تلك اللجنة المختصة بالوقوف على مدى توافق كافة المعاملات بالصكوك السيادية بدءاً من إصدارها حتى استردادها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتشكل من خبراء في مجالات القانون والشريعة الإسلامية والتمويل والاقتصاد^(١).

désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'appel public à l'épargne, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux ; 9° Un représentant des salariés actionnaires désigné par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations syndicales et des associations représentatives.

(١) عرف المشرع بالمادة الأولى من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ بأنها "الجنة مكونة من المتخصصين في مجالات التمويل والاقتصاد والقانون والشريعة الإسلامية، تختص بالتحقق من التعامل على الصكوك السيادية منذ إصدارها وحتى استرداد قيمتها بما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وغير ذلك من الاختصاصات المنصوص عليها في هذا القانون".

ويكون تشكيل لجنة الرقابة من أجل الحفاظ على الهدف الذي أصدرت من أجله الصكوك السيادية، والمتمثل في إصدار أوراق مالية تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. فمناط عمل اللجنة يتمحور حول التحقق من التعامل في الصكوك السيادية بما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ليس عند إصدار الصكوك فحسب، بل يمتد عمل اللجنة حتى تاريخ استرداد قيمة الصكوك.

وقيام عمل اللجنة على التحقق من أن التعامل على الصكوك السيادية قام بما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية كاختصاص رئيسي، لا يمنع من قيام المشرع بإسناد اختصاصات أخرى.

والهيئات الشرعية في مجال التمويل نشأت بداية الأمر في صورة هيئات خاصة، يتم تأسيسها من قبل الجهة الراغبة في إتمام عملية تمويل بما يتفق مع مبادئ الشريعة

=

ونص المشرع الأردني على لجنة الرقابة الشرعية وذلك بالمادة الرابعة من قانون الصكوك رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢ حيث نصت على أن "تشكل بقرار من مجلس الوزراء بناءً على تنسيب مجلس الافتاء هيئة تسمى "هيئة الرقابة الشرعية المركزية" من خمسة أعضاء غير متفرغين من علماء فقه المعاملات ذوي الخبرة في التمويل الإسلامي المتصفين بالعدالة والنزاهة لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. ب- يشارك في اجتماعات الهيئة ثلاثة من ذوي الخبرة العملية في مجال الأوراق المالية بصفة مراقبين ليس لهم حق التصويت يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء بناءً على تنسيب مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

أما المشرع التونسي فقد نص بقانون الصكوك الإسلامية التونسي عدد ٣٠ لسنة ٢٠١٣ المنشور في الرائد الرسمي للحكومة التونسية في ٢٠١٣ بالفصل ٢٧ على أن "تعيين هيئة رقابة شرعية من قبل جهة الإصدار تتولى البت في كافة الجوانب الشرعية لعملية إصدار الصكوك والفتوى والتدقيق الشرعي". كما نص الفصل التالي له ٢٨ على أن "تتولى الوزارة المكلفة بالمالية تكوين هيئة رقابة شرعية للنظر في الجوانب الشرعية والفتوى والتدقيق الشرعي لعمليات إصدار صكوك لفائدة الدولة أو بضمنان منها أو لفائدة الجماعات المحلية. هذان الفصلان وإن بدا فيهما تكرار لكن يبدو أن المشرع قصد التركيز على وجوب أن يكون للصكوك هيئة رقابة شرعية تعينها جهة الإصدار الخاصة، أو الوزارة المكلفة بالإصدار في حال الصكوك السيادية".

الإسلامية، أما في الوقت الراهن اتجهت أغلب الدول الراغبة في إصدار الصكوك المتوافقة مع مبادئ الشريعة إلى إنشاء هيئة شرعية مركزية تتبع الدولة^(١).

ونص المشرع على ضرورة تشكيل لجنة مركزية للرقابة الشرعية، تتولى اعتماد إصدار الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المقدمة من الجهات المصدرة لها، وتشرف من الناحية الشرعية على إصدارات هذه الصكوك واستخدام حصيلتها. كما تقوم بمراجعة التقارير ربع السنوية التي تقدم للهيئة من قبل لجان الرقابة الشرعية الفرعية بالمؤسسات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية التي تجيز إصدار الصكوك التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة من إصدار الصكوك وحتى الاسترداد، وفقاً لقواعد ومعايير الإفصاح الصادرة عن الهيئة^(٢).

وتعد عملية إصدار الصكوك السيادية والصيغ الصادرة على أساسها الصكوك والاستثمار بها بمثابة معاملات مالية، ومن ثم فهي تتعلق بفقهاء المعاملات المالية الإسلامية. ومع ذلك لم يتبنى المشرع المصري مذهب معين في الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بضرورة موافقة عملية إصدار الصكوك السيادية لمبادئ الشريعة الإسلامية^(٣).

(1) Mohamed Ariff and Meysam Safari, Op. Cit, P.25.

(٢) أنظر في ذلك نص المادة الأولى من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠٢٢، الصادر بتاريخ ١١/٣٠/٢٠٢٢. والخاص بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٢ لسنة ٢٠١٩ بشأن ضوابط تشكيل واشتراطات عضوية لجان الرقابة الشرعية لإصدارات الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

(٣) د/عبدالباري محمد علي مشعل، إدارة المخاطر في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، تحليل المخاطر المالية الإسلامية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دورة الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية، بيروت، يونيو ٢٠١٠، ص٩.

ثانياً: تشكيل لجنة الرقابة:

تشكل لجنة الرقابة من رئيس من ذوى الخبرة الاقتصادية وستة أعضاء غير متفرغين، على أن يكون من بينهم ثلاثة من ذوى الخبرة في مجال التمويل، وعضو قانوني، يرشحهم الوزير المختص، واثنان من ذوى الخبرة في الشريعة الإسلامية يرشحهما شيخ الأزهر الشريف.

ونجد أن المشرع لم يتطرق إلى حصول أعضاء لجنة الرقابة على درجات علمية معينة. واشترط المشرع الخبرة في هذا المجال في أعضاء لجنة الرقابة أمراً حسناً، نظراً لكون عملية الإصدار هي عملية تطبيقية بحته^(١).

ويجوز ضم خبير أجنبي من ذوى الخبرة في التمويل الإسلامي يرشحه شيخ الأزهر الشريف بالتشاور مع الوزير المختص. وبالتالي الأصل أن يكون جميع أعضاء اللجنة ممن يحملون الجنسية المصرية، إلا أنه يجوز بصفة استثنائية تعيين عضو أجنبي واحد فقط باللجنة بناءً على ترشيح شيخ الأزهر وبعد التشاور مع وزير المالية.

ويصدر بتشكيل لجنة الرقابة، ونظام عملها، وتحديد مقرها، والمعاملة المالية لأعضائها قرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على عرض الوزير المختص^(٢)، وتكون مدة عضوية اللجنة ثلاثة سنوات قابلة للتجديد^(٣).

(١) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ١١٥.

(٢) ويقصد بالوزير المختص وزير المالية.

(٣) وتصدر اللجنة قراراتها بأغلبية أعضائها، وفي حالة تساوى عدد الأصوات يرجح الجانب الذى منه الرئيس. وفي جميع الأحوال لا تصح قرارات اللجنة إلا بموافقة أحد العضوين المصريين من ذوى الخبرة في الشريعة الإسلامية على الأقل. أنظر في ذلك نص المادة ١٩ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

ثالثاً: الشروط الواجب توافرها في أعضاء لجنة الرقابة المركزية^(١):

يجب أن يتوافر في أعضاء لجنة الرقابة الشرعية المركزية الشروط الآتية:

- ١- أن يتم قيد أعضاء اللجنة في سجل خاص يعد لهذا الغرض لدى الهيئة للأعضاء الذين يوافق مجلس إدارة الهيئة على انضمامهم للجنة.
- ٢- ألا يكون مساهماً رئيسياً أو عضو مجلس إدارة في أي من الشركات التي تزاول أنشطة مالية غير مصرفية، خلال السنتين السابقتين على العضوية.
- وعلى مجلس إدارة الشركات المشار إليها ورئيس لجنة الرقابة الشرعية المركزية موافاة الهيئة بأي حالات تعارض في المصالح ممكنة أو محتملة.
- وإذا كان عضو لجنة الرقابة الشرعية المركزية عضواً بإحدى لجان الرقابة الشرعية الفرعية، يتم استبعاد تصويته على القرارات حال عرض موضوعات تخص اللجنة الفرعية التي يكون عضواً بها.

رابعاً: اختصاصات لجنة الرقابة:

تم النص على اختصاصات لجنة الرقابة بصفة عامة باللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، وإلى جانب هذه الاختصاصات صدر عن الهيئة العامة للرقابة المالية اختصاصات أخرى للجنة الرقابة المركزية.

أ- اختصاصات لجنة الرقابة وفقاً لقانون الصكوك السيادية ولائحته التنفيذية:

تختص لجنة الرقابة بما يأتي^(٢):

- ١ - إجازة الأصول محل التصكيك بما يفيد توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

(١) أنظر في ذلك نص المادة الثالثة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠٢٢.

(٢) ولرئيس مجلس الوزراء بناءً على عرض الوزير المختص تكليف اللجنة بأي اختصاصات أخرى وفقاً لأحكام هذا القانون. أنظر في ذلك نص المادة ٢٠ من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

٢ - إجازة نشرة الإصدار، وجميع صيغ التعاقدات الخاصة بإصدار الصكوك السيادية بما يفيد توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

٣ - التحقق من استمرار التعامل في الصكوك السيادية منذ إصدارها وحتى استرداد قيمتها وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، سواء بنفسها أو بناء على التقارير الدورية التي تطلبها من الجهات المعنية^(١).

واختصاص لجنة الرقابة في هذا المقام ليس شرط ابتداء فحسب، بل هو شرط بقاء أيضاً. فاللجنة تؤدي دوراً مصاحباً لعملية الهيكلة وإصدار الصكوك، فضلاً عن دورها الرقابي الممتد للقيام بالتدقيق والمراجعة لكافة مراحل عملية التصكيك، انتهاء بالاسترداد، بغية التيقن من الالتزام بالضوابط الشرعية^(٢).

٤ - إقرار الضوابط المتعلقة بالتصكيك، ونشرة الإصدار، وجميع صيغ التعاقدات الخاصة بإصدار الصكوك السيادية داخل جمهورية مصر العربية وخارجها بما يفيد توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية^(٣).

ويرى جانب من الفقه -نؤيده- إلى أن وبالنظر إلى كون اختصاصات لجنة الرقابة تتمحور حول التحقق من قيام عملية إصدار الصكوك السيادية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، فإنه كان من الأفضل والأوفق زيادة عدد الخبراء باللجنة من المتخصصين في مجال الشريعة الإسلامية بصفة عامة وخبراء الاقتصاد الإسلامي بصفة خاصة^(٤).

(١) د/عمر ناطق يحيى الحمداني، المرجع السابق، ص ١١٤.

(٢) د/رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٩٦ وما بعدها.

(٣) أنظر في ذلك نص المادة ٤/١٨ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) د/رشا مصطفى محمد أبو الغيط، المرجع السابق، ص ٤٩٧.

ب- اختصاصات لجنة الرقابة وفقاً للهيئة العامة للرقابة المالية:

تختص لجنة الرقابة الشرعية المركزية بما يلي^(١):

١- الاشتراك مع الهيئة في وضع نماذج العقود والاتفاقيات الخاصة بإصدار الصكوك والأدوات والعقود والمنتجات المالية غير المصرفية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية للتأكد من خلوها من المحظورات الشرعية.

٢- وضع المعايير والأطر والأحكام العامة للجانب الشرعي في إصدارات الصكوك والأدوات والعقود والمنتجات المالية غير المصرفية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

٣- 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، وكذا إبداء الرأي والتصنيف الشرعي في الطلبات والتقارير التي تقدم إليها دورياً من الهيئة أو لجان الرقابة الشرعية الفرعية.

٤- إبداء الرأي والمشورة فيما يعهد إليها من التقارير التي تقدم إليها دورياً من لجنة الرقابة الشرعية الفرعية بالمؤسسات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية للتحقق من استمرار التعامل في صكوك المصدرة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية من تاريخ الإصدار وحتى الاسترداد. وفقاً لمبادئ الشريعة

(١) أنظر في ذلك نص المادة الثالثة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠٢٢.

الإسلامية وأحكامها وطبقاً لمعايير وقواعد الإفصاح الصادرة عن الهيئة في هذا الشأن.

٥- دراسة المشاكل الشرعية التي تواجه إصدارات الصكوك خلال عمر الصك وكذا المنتجات المالية غير المصرفية (إن وجدت) وإبداء الرأي فيها واقتراح الحلول لها.

٦- مراجعة استفسارات لجان الرقابة الشرعية الفرعية بالمؤسسات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية وإصدار الفتاوى الشرعية في أحكام قيد وتداول أو استرداد أي من إصدارات الصكوك أو فيما يتعلق بالمنتجات المالية غير المصرفية أو غيرها من الموضوعات التي يطلب في شأنها فتوى شرعية.

٧- مساعدة الهيئة في وضع برامج تدريب أعضاء لجان الرقابة الشرعية الفرعية بالمؤسسات المالية غير المصرفية أو العاملين المختصين بما يؤدي إلى استيعاب الصيغ الإسلامية والجوانب الفقهية والشرعية في إصدارات الصكوك أو المنتجات المالية غير المصرفية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

٨- وضع ضوابط عمل وحوكمة اللجان الشرعية الفرعية^(١).

(١) يتم تشكيل لجان فرعية للرقابة الشرعية لإصدارات الصكوك أو المنتجات المالية غير المصرفية من عدد من الأعضاء لا يقل عن ثلاثة ولا يزيد على خمسة، تكون غالبيتهم من المتخصصين في الفقه والمعاملات ويفضل إمامهم بنواح الاقتصاد والمحاسبة والقانون . ويجب أن يكون عضو اللجنة من المقيدين بالهيئة بسجل أعضاء لجان الرقابة الشرعية. أنظر في ذلك نص المادة السادسة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠٢٢.

يعين أعضاء لجنة الرقابة الشرعية الفرعية من قبل الجمعية العامة لمساهمي الشركة أو السلطة المختصة في غيرها من الجهات لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، على أن يتم إخطار لجنة الرقابة الشرعية المركزية بذلك . أنظر في ذلك نص المادة السابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠٢٢.

تعرض على لجنة الرقابة الشرعية الفرعية للمؤسسات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية، المستندات أو المذكرات أو نشرات الاكتتاب أو مذكرات المعلومات أو العقود أو الأدوات

٩- إنشاء قاعدة بيانات عن الأنشطة المالية غير المصرفية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية بمصر والدول الإسلامية، وحصر الفتاوى والمراجع المرتبطة بها.

المالية الاستثمارية التي يطلق عليها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية أو غيرها من المستندات اللازمة لممارسة نشاطها، للاطلاع والدراسة الكاملة من كافة الجوانب الشرعية في ضوء فتاوى لجنة الرقابة الشرعية المركزية ومقرراته، ويكون للجنة إما إقرار ما هو معروض عليها كما هو بعد التأكد من الالتزام بالمعايير الشرعية أو بعد إدخال بعض التعديلات الضرورية أو رده أحياناً في حالة تعذر الإقرار أو التعديل، ويصدر قرار بأغلبية أعضائها. أنظر في ذلك نص المادة الثامنة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠٢٢.

يشترط فيمن يتقدم للقيد في سجل أعضاء لجان الرقابة الشرعية الفرعية بالهيئة، ما يلي :

١- أن يكون حاصلًا على درجة العالمية (الدكتوراه) من جامعة الأزهر أو ما يعادلها في أحد التخصصات ذات العلاقة .

٢- أن يكون له دراستين علميتين متخصصتين على الأقل منشورتين في دورية علمية في مجالات المعاملات المالية أو المحاسبية أو الاقتصادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

٣- ألا يكون قد سبق الحكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة أو إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة أو أحد القوانين الواردة بالمادة الثالثة من قانون تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية المشار إليه، ما لم يكن قد رد إليه اعتباره .

ويجوز الاستثناء من البندين الأول والثاني من شروط القيد الواردة بهذه المادة إذا توافرت إحدى الشروط التالية فيمن يتقدم للقيد:

١- أن يكون قد شغل منصب مفتي جمهورية مصر العربية.

٢- أن يأتي ترشيحه من فضيلة الإمام الأكبر شيخ الأزهر الشريف أو مفتي جمهورية مصر العربية.

٣- أن يقدم ما يفيد أنه قد سبق له عضوية لجان رقابة شرعية مماثلة في بنوك أو مؤسسات مالية أو صناديق استثمار لمدة ثلاث سنوات سابقة.

ويكون القيد في سجل الهيئة المشار إليه لمدة ثلاث سنوات، تجدد بناءً على طلب كتابي من المتقدم وبشرط استيفاء متطلبات استمرار القيد التي تحددها الهيئة. ويكون مقابل خدمات القيد أو تجديده مبلغ ثلاثة آلاف جنيه، تسدد مع تجديد الطلب. أنظر في ذلك نص المادة الثامنة مكرر من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠٢٢.

- ١٠- اتخاذ ما يلزم للتنسيق مع لجان الرقابة الشرعية المركزية بالدول الإسلامية.
- ١١- تقديم تقرير سنوي لمجلس إدارة الهيئة عن السلامة الشرعية لإصدارات الصكوك والمنتجات المالية غير المصرفية القائمة بالسوق بناءً على دراسة مستوفية لذلك الغرض ووفقاً للتقارير الدورية المقدمة إليها من قبل لجان الرقابة الشرعية الفرعية المعتمدة لتلك الإصدارات، كما يجب أن يتضمن التقرير ما قامت به اللجنة لتنشيط وتطوير المنتجات المالية غير المصرفية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- ١٢- إصدار لائحة لتنظيم أعمالها وتحديد اجتماعاتها.
- ١٣- النظر والبت في المنازعات المحالة إليها التي تنشأ بين المؤسسات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية ولجان الرقابة الشرعية الفرعية عن أي من الفتاوى أو الجوانب الفقهية وذلك للنظر في التفسيرات الخاصة بالمقررات الشرعية^(١).

خامساً: سلطات لجنة الرقابة:

- ويكون للجنة في سبيل تحقيق الاختصاصات المنصوص عليها في هذا القرار ما يلي^(٢):
- (أ) الاطلاع على أي مستندات أو وثائق أو سجلات أو عقود أو مكاتبات ترى أنها لازمة وضرورية لتمكينها من أداء مهامها للتوصل إلى مدى التزام اللجان الشرعية الفرعية مع الأحكام الشرعية.

(١) كما تختص اللجنة بأي أمور أخرى تتفق مع أغراضها وفقاً لما يسنده إليها رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية.

(٢) أنظر في ذلك نص المادة الرابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠٢٢.

(ب) إجراء تفتيش على أعمال لجان الرقابة الشرعية الفرعية بالمؤسسات المالية غير المصرفية التي يوكل إليها مهام إبداء الرأي في إصدارات الصكوك أو المنتجات المالية غير المصرفية بغرض التأكد من سلامة تطبيق الجوانب الشرعية في أعمالها.

(ج) تلتزم لجان الرقابة الشرعية الفرعية بإمداد الأمانة الفنية^(١) للجنة الرقابة الشرعية المركزية بأي تقارير أو فتاوى صدرت منهم للمؤسسات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية خلال ثلاثة أشهر على الأكثر من إصدارها.

وعلى الأمانة الفنية للجنة الرقابة الشرعية حصر وجمع الفتاوى التي تخص الأنشطة المالية غير المصرفية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من المنظمات والمؤسسات الإسلامية.

وللجنة أن تستعين في ذلك بمن تراه ضروريًا من العاملين بالهيئة، وذلك بعد موافقة رئيس الهيئة أو من يفوضه في ذلك.

(١) ويكون للجنة أمانة فنية من موظفي الهيئة الذين يحددهم رئيس الهيئة، ويكون رئيسها أمينًا عامًا للجنة، وتتولى الأمانة الفنية للجنة تدوين محاضر جلساتها ومتابعة تنفيذ قراراتها وحفظ قيودها وسجلاته، والتنسيق بين الإدارات المختلفة بالهيئة وطلب البيانات والأبحاث في الموضوعات المرتبطة بعمل لجنة الرقابة الشرعية المركزية وفقًا للقواعد والإجراءات التي يعتمدها رئيس الهيئة، وكذا التنسيق والاتصال مع المؤسسات ولجان الرقابة الشرعية بالدول الإسلامية في ضوء المهام التي يحددها رئيس لجنة الرقابة الشرعية المركزية. أنظر في ذلك نص المادة الثانية- الفقرة الثالثة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠٢٢.

الخاتمة

تعد الصكوك السيادية من قبيل الأوراق المالية القابلة للتداول وفقاً لشروط وصيغ التمويل الإسلامي، تتلاقى مع غيرها من الأوراق المالية الأخرى في بعض الخصائص، وتختلف عنها في بعض الخصائص الأخرى. تصدر الصكوك السيادية عن طريق وزارة المالية بصفتها الجهة المصدرة لتمويل المشروعات التنموية والاقتصادية للدولة. تعطي لحاملها ملكية حصة في أصول مملوكة للدولة ملكية خاصة، أو في ملكية أصول مشروع محدد أو نشاط استثماري.

وتقدم الصكوك السيادية نافذة جديدة للمستثمرين الراغبين في استثمار فوائض أموالهم بالشكل الذي يتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، إلى جانب مكنة استرداد أموالهم عند الحاجة إليها بشكل يتسم بالسهولة. فقابلية الصكوك السيادية للتداول بسوق الأوراق المالية، جعل من السهل تحويل الصكوك إلى أموال نقدية من خلال قيام المستثمر ببيع ما يملكه من صكوك كلها أو بعض منها وفقاً للقيمة السوقية المقدرة لها حينئذ، ومن ثم يحصل على ثمن الصكوك والذي يمثل الأصل والربح معاً.

وتساهم الصكوك السيادية في جذب المزيد من رؤوس الأموال إلى سوق الأوراق المالية، وتوسيع قاعدة الأوراق المالية في الأسواق الإسلامية. الأمر الذي يشكل لها دوراً هاماً في تدعيم سوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص. وما تمتاز به الصكوك من ميزات، جعل منها حلًا للعديد من المشاكل التي كانت تعترض تطور ونمو سوق الأوراق المالية في بعض الدول العربية.

و يتم إنشاء شركة التصكيك السيادي يكون غرضها الوحيد هو إدارة وتنفيذ عملية إصدار الصكوك السيادية، وإدارة وتنفيذ عملية التصكيك لصالح الجهة المُصدرة –

وزارة المالية- داخل جمهورية مصر العربية وخارجها. ومن أجل ذلك تنقل إليها الأصول من قبل الجهة المستفيدة الراغبة في الحصول على التمويل. واقتصار شركة التصكيك على تنفيذ عملية التصكيك لصالح الجهة المُصدرة داخل وخارج جمهورية مصر العربية هو التزام منوط بها طوال مدة بقائها.

وتتولي شركة التصكيك السيادي تقسيم ملكية حق الانتفاع بالأصول إلى وحدات متساوية القيمة تعرف بالصكوك السيادية، وذلك من أجل طرحها للمستثمرين للاكتتاب فيها.

وبنهاية البحث توصلنا إلى عدة نتائج وتوصيات تتمثل في الآتي ذكره.

النتائج

أولاً: وظائف الصكوك السيادية هي ذات الوظائف التي تؤديها السندات، إلا أن الأولى تكون بطريقة متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية على العكس من الأخيرة. ويعد القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ ولائحته التشريعية بمثابة الإطار التشريعي المنظم لعملية إصدار الصكوك السيادية وتداولها، إلى جانب تحديد كل من حقوق والتزامات أطراف عملية التصكيك، وتفعيل الدور الرقابي عليها.

ثانياً: يعتبر سوق التمويل الإسلامي من أسواق التمويل الكبيرة في العالم؛ حيث بلغ حجم التعاملات داخله نحو ٢,٧ تريليون دولار حتى نهاية يونيو الماضي. كما أنه يوفر تمويلًا وسيولة إضافيتين لأسواق المال الحكومية، علاوة على خفض تكلفة تمويل عجز الموازنة العامة للدولة وإطالة متوسط عمر محفظة الدين. وتستحوذ أربع دول إسلامية على أكثر من ٨٧% من حصة الصكوك المتداولة عالميًا، وهي؛ ماليزيا والسعودية وإندونيسيا والإمارات.

ثالثاً: خضوع الصكوك السيادية لمبادئ الشريعة الإسلامية لا يمنع من الاعتماد على الأدوات المالية الأخرى الغير خاضعة لمبادئ الشريعة، وذلك لأن اختلاف أحكام وإجراءات إصدار الأوراق المالية، لا يمنع من الاعتماد عليها في تمويل المشروع الواحد، خاصة إذا كان المشروع من المشاريع التنموية الضخمة، الأمر الذي يجعله في احتياج للعديد من الأوراق المالية التمويلية له.

رابعاً: تساهم الصكوك السيادية في حل مشكلة المديونية من خلال إتاحة الفرصة أمام الأشخاص للمشاركة في سد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، الأمر الذي يؤدي إلى حل مشكلة المديونية في معالجة الموازنة العامة.

خامساً: تقوم فلسفة الصكوك السيادية بوصفها تابعة للنظام المالي الإسلامي على أنه ليس بالإمكان الحصول على أرباح، دون توافر استعداد لتقبل وجود بعض المخاطر التي قد تحيط بالعملية الاستثمارية.

سادساً: يجب أن تكون الصكوك السيادية إلى جانب كونها صكوك اسمية، أن تكون صكوك متساوية القيمة، إلا أنه يجوز تعديل قيمتها الإسمية بقرار من وزير المالية، بناءً على اقتراح من الجمعية العمومية العادية لشركة التصكيك السيادي. ولا يجوز تجزئة الصك قياساً على السهم في الشركات. وتمثل الصكوك السيادية حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار. وتكون الصكوك السيادية شأنها في التداول شأن الأوراق المالية الأخرى الصادرة عن شركات المساهمة.

سابعاً: تنقسم الصكوك السيادية إلى أنواع عدة بحسب الزاوية التي ينظر منها، فمن حيث الصيغة التي تنعقد بها الصكوك السيادية، فنجد أنها تنقسم إلى صكوك

المرابحة، صكوك الإجارة، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة. أما من حيث الهدف فنجد أنها تنقسم إلى الصكوك الخضراء، وصكوك التنمية المستدامة.

ثامناً: تعد شركة التصكيك السيادي بمثابة الطرف الأهم والرئيسي في عملية التصكيك، نظراً لأهمية الدور المنوطة به في هذه العملية. فلها دور بارز في الإجراءات التنفيذية لعملية إصدار الصكوك السيادية بغرض طرحها في سوق الإصدار للمستثمرين للاكتتاب فيها. ولقد اشترط المشرع أن تكون شركة التصكيك مملوكة بالكامل لوزارة المالية المصرية حصراً. ووفقاً لقرار وزارة المالية رقم ١١٦ لسنة ٢٠٢٢ يطلق على الشركة اسم "الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي"، شركة مساهمة مصرية وفقاً لأحكام القانون المصري.

تاسعاً: يكتسب صفة مالك الصك السيادي، كل شخص اكتتب في الصكوك السيادية التي تم طرحها، يستوي في ذلك أن يكون فرداً أو بنكاً أو مؤسسة مالية تتمتع بمعدل مرتفع من السيولة الغير مستغلة. ويرتبط مالك الصك السيادي بالجهة المستفيدة بعلاقة تتجدد على أساس وثيقة المعلومات التي يتم الإعلان من خلالها عن ظروفات الصكوك السيادية وتسمى بنشرة الإصدار.

عاشراً: أجاز المشرع لمالكي الصكوك السيادية ذات الإصدار الواحد تكوين جماعة مالكي الصكوك لحماية المصالح المشتركة لأعضائها. ونجد أن المشرع قد جعل من تكوين جماعة مالكي الصكوك اختياريًا وليس إجباريًا. وألزم المشرع جماعة مالكي الصكوك بتعيين ممثل قانوني لهم خلال ثلاثة أشهر من تاريخ الإصدار. ويجب أن يتوافر في الممثل القانوني شرط ألا يكون له أي علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة المصدرة، وألا تكون له مصلحة تتعارض مع مصلحة مالكي الصكوك.

الحادي عشر: الجهة المصدرة هي تلك الجهة التي رخص لها المشرع دون غيرها تأسيس شركة مساهمة مصرية أو أكثر للتصكيك السيادي. ويقصد بالجهة المصدرة وفقاً لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ وزارة المالية. أما الجهة المستفيدة هي تلك الجهة التي تؤول إليها الأموال الناتجة عن عملية الاكتتاب في الصكوك للاستفادة منها. والجهة المستفيدة قد تكون هي ذات الجهة المصدرة، وهو الوضع القائم في قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

الثاني عشر: اللجنة العليا للتقييم هي الجهة المنوط بها وبما يتوافق مع عقود الإصدار تقييم حق الانتفاع بالأصول أو تقدير قيمتها الاجارية وغيرها، وذلك بما يتوافق مع معايير التقييم المالي والعقاري الصادرة عن وزارة المالية. ويجب صدور إجازة من قبل لجنة الرقابة لنشرة الإصدار وعقود الإصدار وجميع صيغ التعاقدات الخاصة بإصدار الصكوك السيادية بالسوق المحلية أو بالأسواق الدولية، وما يرتبط بها من عقود، بما يفيد توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

التوصيات

أولاً: نوصي المشرع التدخل لتنظيم مسألة تملك الأجانب للممتلكات، من خلال نصوص واضحة وصريحة، أو على الأقل النص على عدم مخالفة قانون الصكوك السيادية لما هو ساري من قوانين خاصة للأموال الثابتة والمنقولة داخل الأراضي المصرية.

ثانياً: نوصي الدولة بوضع آليات خاصة بما يتعلق بالمخاطر التي قد تتعرض لها عملية إصدار الصكوك. وتوفير الحماية القانونية للصكوك السيادية من المخاطر التي قد تتعرض لها، من خلال الوقوف على نوعية

المخاطر ومصدرها، الأمر الذي يسهل من عملية اتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها.

ثالثاً: نوصي المشرع بالنص على إلزامية إتباع شركة التصكيك السيادي لمعايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وإن تعارضت مع معايير المحاسبة والمراجعة المصرية، وليس العكس.

رابعاً: نوصي المشرع بالنص على أن يكون إصدار الصكوك السيادية في مقابل حق الانتفاع مقتصرًا على الأصول الثابتة المملوكة للدولة ملكية خاصة فقط، دون الملكية العامة.

خامساً: نوصي الدولة بالقيام بحملة توعوية بأهمية الصكوك ودورها، وما يميزها عن شركات توظيف الأموال، والتي أصبحت في الآونة الأخيرة مصيدة للراغبين في الاستثمار وفقًا لمبادئ الشريعة الإسلامية، الأمر ذلك يرسخ الصلة بين النص القانوني المكتوب والواقع العملي له.

سادساً: نوصي المشرع بوضع أحكام قانونية خاصة لتداول الصكوك السيادية بالبورصة، تتفق مع خصائصها، وعدم إخضاعها للأحكام العامة لتداول الأسهم.

المراجع

المراجع العربية:

المراجع العامة:

- د/ حمدي عبدالعظيم: غسيل الأموال في مصر والعالم، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، ٢٠٠٢.
- د/ سارة عماد الدين غيث: الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية، دار النهضة العربية، ٢٠١٠.
- د/ سامر مظهر قنطجبي: صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، ٢٠١٠.
- أ.د/ سامي عبدالباقي أبو صالح: صناديق استثمار الملكية الخاصة: التمويل من المهد إلى اللحد، دار النهضة العربية، ٢٠١٣.
- أ.د/ سامي عبدالباقي أبو صالح: الشركات التجارية، دار النهضة العربية، ٢٠١٥.
- أ.د/ سميحة مصطفى القليوبي: الشركات التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة السابعة، ٢٠١٦.
- د/ عبد الفضيل محمد أحمد: الشركات، دار الفكر والقانون، ٢٠١١.
- علي أحمد السالوس: القضايا الفقهية المعاصرة، الطبعة الثانية عشر، دار الثقافة، ٢٠١٠.

- د/ طارق عبدالعال: إدارة المخاطر "أفراد – إدارات – شركات- بنوك"، الدار الجامعية، ٢٠٠٣.
- محمد بن أحمد أبي القاسم محمد: القوانين الفقهية، تحقيق وتخريج عبدالله المنشاوي، القاهرة، دار الحديث، ٢٠٠٥.
- د/ محمد علي سويلم: الصكوك المالية، دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار المطبوعات الجامعية، ٢٠١٤.
- د/ محمود سمير الشرقاوي: القانون التجاري، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، ١٩٨٦.
- د/ مصطفى كمال طه: الوجيز في القانون التجاري، دار النهضة العربية ١٩٨٦.
- د/ مصطفى كمال طه: مقدمة الأعمال التجارية والتجار- الشركات التجارية- الملكية التجارية والصناعية، منشأة المعارف، ١٩٨٢.
- د/ ناشد محمود عبدالسلام: إدارة أخطار المشروعات الصناعية والتجارية- الأصول العلمية، دار الثقافة العربية، الطبعة الأولى، ١٩٨٩.
- د/ نزيه حماد: في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، دار القلم، دمشق، ٢٠٠٧، الطبعة الأولى.

المراجع الخاصة:

- د/ أحمد محمد أحمد كليب: الضوابط لصكوك المضاربة إصدارًا وتداولًا، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠١٥.
- د/ أشرف محمد دوابة: الصكوك الإسلامية – بين النظرية والتطبيق، دار السلام، الطبعة الأولى، ٢٠٠٩.

- د/ زاهرة علي محمد بني عامر: التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، دار عماد الدين للنشر والتوزيع، ٢٠١٤.
- د/ زياد جلال الدماغ: الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠١٢.
- د/ عبدالحميد منصور عبد العظيم : الصكوك ما لها وما عليها، دار النهضة العربية، ٢٠١٥.
- د/ عمر ناطق يحيى الحمداني: النظام القانوني للصكوك السيادية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ٢٠٢٣.

الرسائل

- د/أسامة الجوزية: صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، ٢٠٠٩.
- د/ تركي بن عبدالعزيز بن عبدالكريم: صكوك المرابحة – دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، رسالة ماجستير، المعهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ٢٠٠٨.
- د/ سعد عبدالحميد محمود صالح: صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٧.
- د/ صفاء شفيق الهادي عبد الرحمن: سوق الأوراق المالية الحكومية وأدوات الدين المتداولة فيه، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الزقازيق، ٢٠٢١.
- د/ عصام حنفي محمود مرسي: صكوك التمويل التي تصدرها شركات المساهمة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ١٩٩٥.

- د/محمد علي محمد: إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرفية، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠٠٨.
- د/ لبنى عماد محمد عبدالعزيز: الصكوك كأداة للتمويل وفقاً للقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣، رسالة ماجستير، كلية الحقوق – جامعة القاهرة، ٢٠١٦.

بحوث ومقالات:

- د/ أحمد بدران: الصكوك كأداة للتمويل، مجلة المسلم المعاصر، العدد ١٥٢، ٢٠١٤.
- د/ أحمد شوقي سليمان: الصكوك السيادية أحد أهم الأدوات لتمويل الموازنة العامة، مقال منشور على <https://www.bankygate.com>
- د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد: الصكوك الإسلامية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية : دراسة مقارنة، بحث بمجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد ٤٠، مجلد ٢٣، ٢٠١٤.
- د/ الطيب داودي و د/ صبرينة كردودي: كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، بحث مقدم إلى مؤتمر منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ٢٠١٤.
- د/ المكاشفي طه الكباشي: بيع المرابحة والتسيط ودورها في المعاملات المصرفية في الفقه الإسلامي، بحث مقدم للدورة الثامنة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، ٢٠٠٨.

- د/ أنس خالد الشبيب: صكوك الاستثمار : دراسة فقهية معاصرة، مجلة ربحان للنشر العلمي، العدد ٨، ٢٠٢١.
- د/ بوعبد الله علي: تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد ١٤، ٢٠١٥.
- د/ حازم حسنين محمد: فرص وتحديات التمويل الإسلامي في مصر، بحث مقدم لجمعية المسلم المعاصر، المجلد ٤٣، العدد ١٦٩، ٢٠٢١.
- د/ حسين حامد حسان: صكوك الاستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر بالإمارات العربية المتحدة، ٢٦-٣٠/٤/٢٠٠٩.
- د/حماده مصطفى عزب: التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ملحق خاص، العدد (٤)، الجزء الأول، ٢٠١٩.
- د/خديجة عرقوب و د/فريد كورتل: دور الصكوك السيادية في تحقيق التنمية المستدامة في ماليزيا، بحث بمجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، الأردن، العدد ١٨، ٢٠١٦.
- د/ ربيعة بن زيد و د/ سليمان ناصر: الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، بحث مقدم إلى مؤتمر منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، ٢٠١٤.

- د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط: الصكوك السيادية كآلية لتمويل المشروعات الاستثمارية والتنموية" دراسة تحليلية"، مجلة الدراسات القانونية، العدد الرابع والخمسون، الجزء الأول، ديسمبر، ٢٠٢٠.
- د/ ساجي فطيمة: آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، بحث بمجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد الثالث، ٢٠٢٢.
- د/ سعاد البدري: دور الصكوك السيادية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، بحث مقدم لمركز الدراسات والبحوث الإنسانية والاجتماعية، جامعة محمد الأول، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، المجلد التاسع عدد خاص، ٢٠١٨.
- د/ صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية: بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، ٢٠٠٩.
- د/عبدالباري محمد علي مشعل: إدارة المخاطر في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، تحليل المخاطر المالية الإسلامية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دورة الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية، بيروت، يونيو ٢٠١٠.
- د/ عبد الله أحمد محمد عليوه: الطبيعة القانونية للصكوك التجارية - دراسة مقارنة، بين القانون الوضعي والشريعة الإسلامية، مجلة حقوق دمياط للدراسات القانونية والاقتصادية كلية الحقوق جامعة دمياط، العدد السابع، يناير ٢٠٢٣.
- د/عبد القوي ردمان محمد عثمان: الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠٠٩.

- د/عبدالمجيد عبيد حسن صالح: الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة في واقع ٢٠١٩، بحث مقدم إلى مؤتمر نهج الشريعة والقانون في حل القضايا المعاصرة المنعقد في كلية الشريعة والقانون جامعة دمشق، ٢٠٢٠.
- د/ عصام القرني: مساهمة الصكوك السيادية في تمويل ميزانية الدولة - قراءة في التجربة المغربية وباقي الأقطار الإسلامية، بحث بمجلة استشراف للدراسات والأبحاث القانونية، العدد ١١، ٢٠٢١.
- د/ علاء الدين زعتري: الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصدارتها، تحديات الإصدار، بحث إلى ورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان "الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، بتاريخ ١٨-١٩/٧/٢٠١٠.
- د/ علي محي الدين القره: صكوك الاستثمار تأصيلها وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، ٢٠١٠.
- د/ فؤاد محمد محيسن: الشركة ذات الغرض الخاص، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد ٢١، العدد ١، ٢٠١٣.
- د/ فياض عبدالمنعم حسانين: أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة، مقال بنودة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، جامعة الأزهر الشريف، ٢٠١٢/٣/١٤.

- د/ محمد إبراهيم السحبياني: هيكلية الصكوك الإسلامية - عرض مقدم حلقة نقاش الصكوك الإسلامية التي تنظمها وحدة البحوث بكلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، ٢٠٠٨.
- د/ محمد إبراهيم نقاشي: عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة الإسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة، الجامعة الإسلامية المعاصرة، ماليزيا، ٢٠٠٦.
- د/ محمد إسماعيل إسماعيل أحمد: الفرق بين صكوك التمويل والسندات، بحث بمجلة بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس - مركز بحوث الشرق الأوسط، العدد الستون، ٢٠٢١.
- د/ أشرف محمد دوابة: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية " الواقع وتحديات المستقبل"، ٢٠١١.
- د/ محمد تقي العثماني: الصكوك كأداة لإدارة السيولة، بحث مقدم إلى للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، ٢٠١٠.
- د/ محمد عبدالحليم عمر: الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة بحثية منشورة في الدورة التاسعة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، ٢٠٠٦.
- د/ محمد علي القرني بن عيد: الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاته المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمؤتمر الفقه الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، الإمارات العربية المتحدة.

- د/ نوال بن عمارة: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، مجلة الباحث، العدد التاسع، ٢٠١١.
- د/ هناء محمد الحنيطي: دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية - دراسة حالة بنك دبي الإسلامي، مجلة دراسات- العلوم الإدارية، المجلد ٤٢، العدد الثاني، ٢٠١٥.
- د/ هيثم محمد حرمي محمود محمد: صكوك التنمية: دراسة اقتصادية فقهية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد ٦٠، ٢٠١٦.
- د/ يسري محمد العصار: النظام القانوني لهيئة أسواق المال ومدى فاعليته في تحقيق أهدافها، دراسة مقارنة بين الكويت ومصر وفرنسا، مجلة كلية القانون، الكويتية العالمية، السنة الرابعة، العدد ١٥، ٢٠١٦.

المراجع الأجنبية :

Ahmed Khalid AL-Maghlouth:

"An inside study of its background, structures, challenges & Cases, Open University of Malaysia, 2009.

Andi Dugi & Hussein Al-Tamimi:

Factors affecting investor's decision regarding investment in Islamic Sukuk, Emerald, QRFM, Vol.11, No. 1,2019.

Emre Balibek :

Establishing a Legal Framework For Sovereign sukuk issuance : A Public Debt Management Perspective ، Discussion Paper ، World Bank Group ، No.18 ، Jun 2017.

Eitan Avneyon:

Dictionary of Finance, Macmillan publishing company, NY, 1988.

Frederic S.Misbink:

The economics of money banking and financial markets, 5Th ed, SDION WESLEY, 2008.

FSA and HM Treasury:

Legislative Framework for the Régulation of Alternative Finance Investment Bonds (Sukuk), October, 2009, P. 3.

James Chen:

Government Bond, 29 NOV 2020,

<https://www.investopedia.com>.

JOHN C.HULL:

Options, Futures and Other Derivatives 9th edition, New Jersey, Prentice Hall, 2014.

Kevin C. Smith, Mirko S. Heinle:

A theory of risk disclosure, Springer Science+Business Media, LLC, part of Springer Nature December 2017 Vol. 22 Issue 4.

M. Kabir Hassan and Rasem Kayed:

The global financial crisis and Islamic finance, Thunderbird International Business Review 53(5), September 2011.

Michael J. Cohn:

"Asset Securitization: How Remote Is Bankruptcy Remote?," Hofstra Law Review: Vol. 26: Iss. 4, Article 4. (1998). Available at:

<https://scholarlycommons.law.hofstra.edu>,

Mohamed Ariff and Meysam Safari:

Valuation of Islamic debt instruments, the sukek, lessons for market development, paper was presented at the 23rd Global Finance conference, Chicago, USA, 2011.

Mohammed Obaidullah:

« Islamic Risk Management: Towards greater ethics and efficiency », International Journal of Islamic Financial Services, Volume 3, Number 4.

Muhammad Ayub:

understanding Islamic Finance, www.wiley.com, 2007.

Muhammad Azhar and Junaid Haider:

Islamic Capital Market, Sukuk and Its Risk Management,
Lambert academic Pupliching, 2012.

Nabil A. Salah:

nlawful Gain and Legitimate Profit in Islamic Law: Riba,
Gharar and Islamic Banking, Journal of King Abdulaziz
University: Islamic Economics, Vol. 3, 1991, Posted: 21 Feb
2018.

Naveed Mohamed:

Islamic finance in France, Islamic finance foundation,
www.sukuk.com/article/france.

Oberat Nyawata:

"Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing
Surplus Liquidity: The Main Considerations, working paper
issued by International Monetary Fund, 2012.

Obiyathulla Ismath Bacha& Abbas MiraKhor:

Islamic Capital Markets. A comparative Approach ،Wiley،
2013،p.21 ،No.1.14. - Rodney Wilson، Innovation in the
structuring of Islamic Sukuk Securities، Emerald, H.Vol. 24،
No.3،2008.

Omar Salah:

- Islamic finance: the impact of the AAOIFI Resolution on equity-based sukuk structures, Law and Financial Markets Review, 2010.
- "structuring sukuk al-i jara in Netherlands "Tisco working 2paper series on booking finance and services No7/2011.

Rubaiyat Ahsan Bhuiyan & Maya Puspa & Burhan Saiti & Gariuzazmi Mat Ghani:

Comparative analysis, between global Sukuk and Bond indices: Value -at-risk -approach , Emerald, JIABR, Vol.11 No.6.2020.

Rodney Wilson:

Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk market, www.euromoneybooks.com.

Simon David:

"markups, quantity risk, and bidding strategies in treasury coupon auctions", journal of financial Economics, 1994.

Sole, J:

Prospects and challenges for developing corporate sukuk and bond markets, international journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol !. no 1, 2008.

Tahmoures A. Afsha:

compare and contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?, The Journal of Global Business Management Volume 9 , Number 1, February 2013.

Volker Nienhaus & Abdullah karatas :

Market perceptions of liquid sovereign sukuk : A new asset class, Emerald, International Journal of the Islamic and Middle Eastern Finance and Management (IMEFM) Vol. 9 No.1, 2015, No.1. www.emeraldinsight.com..