

الصكوك الإسلامية بين القانون
والتطبيق
(دراسة مقارنة)

إعداد

—

١٤٤٤هـ / ٢٠٢٣م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

«وَعَلَّمَكَ مَا لَمْ تَكُنْ تَعْلَمُ..»

وَكَانَ فَضْلُ اللَّهِ عَلَيْكَ

عَظِيمًا»

صدق الله العظي



ملخص □

موضوع البحث: الصكوك الإسلامية بين القانون والتطبيق

قسم البحث إلى باب تمهيدي وبابين، أعقبهما خاتمة تتضمن النتائج والتوصيات.

حيث تناول الباب التمهيدي دراسة ماهية الصكوك الإسلامية ومدى تأثيرها على سوق المال في فصلين:

الفصل الأول: تناول الحديث عن ماهية الصكوك الإسلامية في مبحثين:

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية وخصائصها وأنواعها.

المبحث الثاني: تناول فلسفة استخدام الصكوك الإسلامية وأثرها على أسواق المال.

الفصل الثاني: تناول الحديث عن التمييز بين الصكوك الإسلامية وغيرها

من أدوات التمويل وأثرها في إنعاش الاقتصاد في مبحثين:

المبحث الأول: التمييز بين الصكوك الإسلامية وغيرها من أدوات التمويل.

المبحث الثاني: تمويل مشروعات الدولة عن طريق الصكوك السيادية والصكوك الخضراء.

كما تناول الباب الأول: دراسة الجوانب القانونية لإصدار الصكوك الإسلامية في فصلين:

الفصل الأول: تناول الحديث عن محل عقد الإصدار وأطرافه في مبحثين:

المبحث الأول: هيكل عملية التصكيك محل عقد الإصدار.

المبحث الثاني: أطراف عقد الإصدار.

الفصل الثاني: تناول الحديث عن الأطراف الأخرى المرتبطة بالإصدار والمشروع محله في مبحثين.

المبحث الأول: الأطراف الأخرى المرتبطة بالإصدار.

المبحث الثاني: المشروع محل الإصدار.

كما تناول الباب الثاني: دراسة المخاطر المرتبطة بالصكوك الإسلامية وطرق التحوط منها والرقابة عليها في فصلين:
الفصل الأول: تناول الحديث عن المخاطر المرتبطة بإصدار الصكوك الإسلامية وطرق التحوط منها في مبحثين:
المبحث الأول: المخاطر المرتبطة بالصكوك وإدارتها و ضمانات التوقي منها.

المبحث الثاني: حقوق والتزامات جماعة مالكي الصكوك.
الفصل الثاني: تناول الحديث عن الرقابة على الصكوك الإسلامية في مبحثين:

المبحث الأول: الرقابة الشرعية على الإصدار.

المبحث الثاني: رقابة شركة التصنيف الائتماني على الإصدار.

وقد انتهى البحث إلى عدة نتائج أهمها:

١- جواز النص على اشتغال إصدارات الصكوك الإسلامية على ضمانات حديثة للتأكد من القدرة على سداد مستحقات مالكي الصكوك، ومنها على سبيل المثال خطاب الضمان والشيكات أو الأوراق التجارية وغيرها من الضمانات.

٢- يمكن استخدام الصكوك السيادية كالأوراق المالية الحكومية كأذون الخزانة لتمويل مشاريع قومية وكذلك لسد عجز الموازنة العامة تجنباً لحدوث المشاكل الاجتماعية والاقتصادية المرتبطة بالعجز، وهذا ما طبقته التشريعات المقارنة؛ مثل السودان وماليزيا.

٣- يحق لمدير المشروع أن يتعاقد باسمه ولحساب الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك؛ حيث يعامل مدير المشروع وفق الطبيعة القانونية للوكيل بالعمولة طبقاً لما جاء بقانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ وكذلك أحكام النيابة الواردة بالقانون المدني.

٤- لابد أن يتم نقل ملكية الموجودات من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة، خاصة إذا كانت عقارات وفق ما نص عليه القانون الوضعي؛ تجنباً لحدوث مشاكل قانونية يترتب عليها عدم إمكانية قيام مالكي الصكوك بالتنفيذ على هذه الموجودات لاستيفاء مستحققاتهم.

٥- يتشابه دور وكيل السداد مع دور أمين الحفظ في أنشطة التوريق وصناديق الاستثمار والتخصيم؛ و لا يطلب المشرع المصري حصول الجهات المرخص لها بنشاط أمناء الحفظ الحصول على أية تراخيص أخرى لتمكينهم من مزاوله مهام وكيل السداد في إصدارات الصكوك الإسلامية.

وقد انتهى البحث إلى عدة توصيات أهمها:

١- أن يتم إيضاح مدى إلزامية القرارات التي تصدرها لجنة الرقابة الشرعية المركزية، ويجب النص على جواز أو عدم جواز التظلم من القرارات الصادرة من اللجنة الشرعية المركزية مع جواز الطعن عليها أمام أهل الخبرة بالأزهر الشريف.

٢- اتباع ما نص عليه قانون الصكوك الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ بشأن تملك الأجانب للعقارات لمنع الإخلال بالضوابط والأحكام التي تنظم تملك الأجانب للعقارات المبنية وفقاً للقوانين السارية.

٣- تقنين تملك مالكي الصكوك لموجودات عملية التصكيك على الشبوع.

٤- تخفيض نسبة الضرائب المفروضة على عوائد الصكوك الإسلامية بحيث لا يتم التفرقة بين ما إذا كانت مقيدة أو غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية.

٥- إطالة أمد برنامج الصكوك بحيث يتماشى مع طبيعة هذه الأداة المالية التي تتناسب الاستثمار المتوسط أو الطويل الأجل.

Summary

Subject of research

"Islamic Sukuk between law and practice"

The research divided into an introductory part and two parts, followed by conclusion and recommendation.

The introductory part explains the nature of Islamic Sukuk and its impact on the capital market, in two chapters:

Chapter 1: Discussing of the Islamic Sukuk under two sub-chapters:

Theme 1: What are the Islamic Sukuks and their characteristics and types.

Theme 2: Dealing with the philosophy of using Islamic Sukuk and its impact on financial markets.

Chapter 2: Discussing the distinction between Islamic Sukuk and other financing instruments and their impact on economic revival in two sub-chapters:

Theme 1: The distinction between Islamic Sukuks and other financial instruments

Theme 2: Financing of state's projects through sovereign and green Sukuk

The first part focuses on the legal aspects of the Islamic Sukuk issuance in two chapters:

Chapter 1: Handling the subject of the issuance contract and its parties in two sub-chapters:

Theme 1: The structure of the sukuk process which is the purpose of the issuance contract.

Theme 2: Parties to the issuance contract

Chapter 2: Other parties associated with the issuance and the project thereof in two sub-chapters.

Theme 1: Other parties involved in the issuance.

Theme 2: The project is the object of the issuance.

The second Part: Explains the study on risks associated with Islamic Sukuk and how to mitigate and supervise them in two chapters:

Chapter 1: Addressing the Risks of Islamic Sukuk Issuance and Mitigation in Two Sub-Chapters:

Theme 1: Risks associated with Islamic Sukuk, their management and protection measures.

Theme 2: Rights and duties of the Sukuk Holders Group.

Chapter 2: Addressing the supervision of the Islamic Sukuk into Two Sub-chapters:

Theme 1: Monitoring Shari'a Compliance in the issuance.

Theme 2: Monitoring the issuance by the Credit rating company.

The search ended with the following results:

1- The issuance of Islamic sukuk can provide modern guarantees to ensure the ability to pay the Sukuk holders' rights, such as a letter of guarantee, commercial papers, and other warranties.

2- Sovereign Sukuk, like government bonds, such as treasury bills, can be used to finance domestic projects and to reduce the government budget deficit in order to avoid social and economic problems associated with the deficit,

as enforced by comparative legislations, such as Malaysia and Sudan.

3- The project manager shall have the right to enter into contracts on his own behalf and on behalf of the SPV company as representative of the sukuk holders; where the project manager is processed according to the legal nature of the commercial agent under Commercial Law No. 17 of 1999 and the provisions of Agency contained in the Civil Law.

4- Ownership of the assets must be transferred from the beneficiary company to the SPV in accordance with the applicable laws, in particular if the property is a real estate; In order to avoid legal problems that result in the Sukuk holders being unable to execute on these assets to meet their contributions.

5- The role of the payment agent is similar to that of the custodian in securitization, mutual funds and factoring activities; the Egyptian legislature does not require the licensees of the custodian to obtain additional licenses to allow them to carry out the functions of payment agent in the issuance of Islamic Sukuk.

The research concluded with the most important recommendations:

1- The scope of the mandatory decisions taken by the Sharia Central Supervisory Committee must be clarified, and it must be stipulated that the decisions issued by the Sharia Central Supervisory Committee may be appealed by the expert scholars in Al-Azhar.

2- Comply with the provisions of the Sukuk Law No. 10 of 2013 repealed on the ownership of immovable property by foreigners to prevent breaches of the rules and

provisions governing the ownership of immovable property by foreigners in accordance with current legislation.

3- Limitation on the joint ownership of the project assets of sukuk holders.

4- Reduce the percentage of taxes imposed on the proceeds of Islamic sukuk so that there is no distinction between whether they are publicly traded or not.

5- Extend the sukuk program to match the nature of this financial instrument suited to medium- and long-term investment.

مقدمة

حظي تمويل المشروعات والأنشطة الاقتصادية عن طريق الصكوك الإسلامية بمزيد من الاهتمام من جانب المسؤولين والخبراء الاقتصاديين بجمهورية مصر العربية؛ لأنها من الأدوات التمويلية قليلة المخاطر، ويمكن استخدامها من الجهات الراغبة في تمويل مشروعاتها وأنشطتها دون تكيلها بفوائد و ضمانات ومتطلبات تعيق نموها أو تؤثر سلباً على مستقبل هذه الجهات.

وانتشرت الصكوك الإسلامية بعد أن استخدمتها دول إسلامية؛ مثل: البحرين وماليزيا والسعودية، ودول غير إسلامية؛ مثل: إنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، وقد قامت هذه الدول بتطبيقها دون تعديل قوانينها، بل طبقت عليها القوانين السارية بما لا يتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها، وشجّع نجاح الصكوك الإسلامية المشرّع المصري على إدخالها بالنظام القانوني؛ حيث أعاد التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأدخلها ضمن نصوص قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، وقد رغب - أيضاً- في استخدامها في تمويل المشروعات القومية لذلك سنّ قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ ليكون هناك قانون خاص يتماشى مع خصوصية تصكيك ممتلكات الدولة الخاصة وتأمينها من خطر تبديد الملكية أو الحجز عليها ومنع تملك مستثمرين أجانب للأصول الهامة بالدولة.

وقد برز استخدام الصكوك الإسلامية في العصور الحديثة بعد تأثر الاقتصاد العالمي بالسلب عقب التعرّض للأزمات؛ مثل انتشار الأوبئة، والتعرض للحروب السياسية والاقتصادية، وكان ظهور بعض هذه الأزمات نتيجة الاعتماد على الاقتصاد الورقي الذي يستند على مشروعات غير حقيقية، بل إن قوامه هو الاستثمار في الديون المركبة، كذلك تضاعفت الحاجة إلى الاستثمار في الصكوك الإسلامية بمبدئها القائم على الغنم بالغرم لحاجة المستثمرين الراغبين في تنمية مدخراتهم واستثماراتهم في أدوات

متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وفي الوقت ذاته لا تتسم بالمخاطرة العالية والتأرجح العنيف في تحقيق الأرباح.

والصكوك الإسلامية هي أوراق مالية متساوية القيمة، تصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه على أساس قاعدة الغنم بالغرم، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات مشروع (أعيان أو منافع أو حقوق أو تدفقات نقدية، أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون والتدفقات النقدية) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها لاحقاً من حصيلة الاكتتاب، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله، وتُحدّد مدتها وشروطها وفقاً لنشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال.

وقد أقرّ المشرع المصري استخدام بعض الصيغ الإسلامية في التمويل؛ منها: المرابحة والمضاربة والمشاركة وإجارة الموجودات والخدمات والوكالة بالاستثمار والاستصناع والمساقاة والمزارعة والسلم، وهي الصيغ التي حققت نجاحاً وانتشاراً، وقد سمح من قبل قانون صكوك التمويل رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣ الملغى باستخدام ذات الصيغ السارية بالقانون الحالي إلى جانب استخدامه لصيغ أخرى كالمغارسة وصكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية.

ومن خصائص الصكوك الإسلامية المتنوعة أنها تمثل حصة ملكية، كما أنها تُعطي لمالكيها نصيباً في الأرباح المحققة في المشروعات الحقيقية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وتكون فلسفة استخدام الصكوك الإسلامية في التمويل وهدفها هو تحريم الربا، ومن هذا المنظور كان التفكير في اللجوء لأدوات مشروعة لقوله تعالى: (الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ)^(١).

(١) سورة البقرة، الآية: ٢٧٥.

وتختلف طبيعة إصدارات الصكوك الإسلامية باختلاف طبيعة الموجودات محل التصكيك، فهناك إصدارات مدعومة بالأصول وبموجبها يتمتع مالكو الصكوك بامتياز وضمن في الاستحواذ على الأصول محل التصكيك في حالة إفلاس الشركة المستفيدة أو المصدرة، وبالتالي فهم يكونون في وضع أفضل من الدائن العادي؛ حيث يستطيعون الرجوع إلى الأصول محل إصدار الصكوك الإسلامية شريطة أن تكون الأصول مباحة من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة بيعاً حقيقياً بموجب عقود متسقة مع المتطلبات التي يضعها القانون الوضعي، كذا يوجد نوع آخر وهو الصكوك المبنية على الأصول وفيها تكون الأصول محل هذه الصكوك موجودة فقط لأغراض الشريعة الإسلامية، بحيث لا يمكن الاعتماد على هذه الأصول لكنها تكون مصدراً للتدفقات النقدية التي تكون المصدر الأساسي لسداد مستحقات مالكي الصكوك، وأخيراً توجد الإصدارات المخففة الدعم بالأصول؛ حيث يُستوفى دعم الصكوك بالأصول المحسوسة بالحد الأدنى الذي تتطلبه الشريعة الإسلامية ولكن لم يتم تعيينه، وقد ناقش المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في فبراير ٢٠٠٨ هذه النوعية من الأصول، وأصدر حكماً بتحريمها، إلا أن صيغة الحكم كانت متواضعة وفشلت في توضيح كافٍ لسبب حرمانيتها.

وأهمية إدراج الصكوك الإسلامية بوصفها أداة مالية بأسواق المال ترجع إلى كفاءة الأنشطة والاستثمارات التي تمولها، وينعكس ذلك على كفاءة سوق المال التي تُدرج به؛ حيث تقلُّ المضاربات على أسعار الصكوك الإسلامية لارتباطها بمعايير تقييم وتسعير حقيقية للموجودات محلها، ومن المفترض أن سهولة التداول هو ما يميز الأوراق المالية عموماً، ويحثُّ المستثمرين على الاحتفاظ بها؛ لأنهم بحاجة إلى استثمار أموالهم في أدوات مالية يسهل تسيلها، ومن ثمَّ يحتاج المستثمر إلى بيع الصكوك الإسلامية التي يحتفظ بها في السوق الثانوية، لذا تسعى الهيئة العامة للرقابة المالية لإصدار

القرارات التي تحفز تنشيط السوق الثانوية بالبورصة المصرية، وهو ما سيزيد من مميزات الاستثمار في الصكوك الإسلامية في المستقبل القريب.

وهناك أوجه تشابه بين الصكوك الإسلامية وغيرها من أدوات التمويل الأخرى المتمثلة في صكوك التمويل والسندات التقليدية وسندات التوريق، إلا أن هناك اختلافات بين استخدام كل هذه الأدوات مقارنةً بالصكوك الإسلامية؛ ويرجع ذلك إلى طبيعتها التي لا بد أن تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها التي تعتمد على مبدأ الغنم بالغرم، ولعل من أبرز أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل التقليدية هو أسس احتساب العائد المتغيرة، كذلك تلجأ المشروعات إلى إصدار الصكوك الإسلامية لتلافي الاقتراض من البنوك التي تتطلب الكثير من الضمانات، وغالبًا ما تعجز الشركات الراغبة في التمويل على توفير هذه الضمانات.

وحيث بدأ الاهتمام بمفهوم التنمية المستدامة منذ سنة ١٩٧٢ في مؤتمر ستوكهولم (السويد) الذي بموجبه تم إنشاء برنامج الأمم المتحدة للبيئة، الرامي إلى تعاون الدول في مجال حماية البيئة وتمويل خطتها، فقد ظهرت فكرة الصكوك الإسلامية الخضراء لأول مرة في فرنسا عام ٢٠١٢، واستطاعت أن تجذب الأنظار إليها منذ ذلك الوقت، وتعدّ الصكوك الإسلامية الخضراء إحدى أدوات التمويل الحديثة التي تساهم في تمويل مشروعات من أولويات المستقبل، وتعتمد على التنمية المستدامة؛ لأنّ الحاجة إلى مشروعات تحافظ على توازن البيئة أصبح ضرورة ملحة؛ ذلك لأنّ الكثير من الموارد الطبيعية غير متجددة، ولا بد من استخدامها بشكل متوازن لا يؤدي إلى اختلال البيئة .

وتبدأ عملية التصكيك من جانب الجهة المستفيدة؛ سواء كانت عامة أو خاصة، حيث تقوم بتحديد الغاية من التمويل، وطبيعة الأصول المصككة، وتحديد ما إذا كان التصكيك مدعومًا بالأصول أو مبنياً على الأصول، ويطلق المشرعون في التشريعات المقارنة المنظمة لإصدار الصكوك الإسلامية على

الشركة المستفيدة اسم الشركة المصدرة Originator؛ كالتشريع الأردني، أما في التشريع المصري فسند أن الجهة المستفيدة هي الجهة التي تحتاج إلى السيولة Originator لذا تقوم بإعداد دراسة جدوى معتمدة من مستشار مالي مستقل، وتُقدّمها للشركة المصدرة - أي شركة التصكيك - التي تنظم الإجراءات والتعاقدات اللازمة للبدء في اختيار صيغة الصك الإسلامي المناسب لتمويل المشروع، وتنظم إجراءات نقل ملكية الأصل المصكك أو منفعه من الشركة المستفيدة لشركة التصكيك بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك.

وقد عرّف المشرع المصري عملية التصكيك بأنها "عملية مالية يتم من خلالها تملك أصول أو منافع أو مشروع محل التمويل، أو تملك حقوقه، وإصدار صكوك مقابلها"، كما عرّفها بعض الفقه بأنها "عملية تحويل المال المراد استثماره إلى صكوك من أجل طرحها للبيع في صورة أوراق مالية"، ومن أجل ضمان الحفاظ على مستحقات مالكي الصكوك فإن القانون يتطلب عدم مخالفة نشرة الطرح التي توضح بيان هيكل عملية التصكيك بالتفصيل، كما توضح الصيغ المستخدمة التي تتناسب والموجودات محل التصكيك، ولا بد أن ترتبط بنشرة الطرح العقود التي تنظم العلاقة بين الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك وأطراف عملية الطرح.

وعرّف المشرع المصري الجهة المستفيدة بأنها الشخص الاعتباري المستفيد من التمويل عن طريق استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك وما تتحول إليها من أموال، وتشمل الأعيان والمنافع والخدمات والنقود والديون وغيرها من الحقوق المالية، وقد حدّد القانون الجهات المستفيدة التي يمكنها تمويل مشروعاتها عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية بالمادة (١٤) مكرر (٦) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

كذلك اهتمت جميع القوانين التي تنظم الصكوك الإسلامية بتنظيم عمل شركة التصكيك؛ وذلك لأهمية دورها في نجاح الإصدار أو فشله، وشركة

التصكيك هي شركة ذات غرض وحيد ، وفي ظل قانون الصكوك الملغى رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣ كان يتطلب المشرع المصري أن يكون لكل إصدار شركة ذات غرض وحيد، وذلك أسوة بما تطلبته العديد من التشريعات الرائدة، إلا أنه عدل عن ذلك بالقوانين المنظمة للصكوك الإسلامية السارية حاليًا، حيث أعطى إمكانية للشركة المصدرة بأن تكون مسئولة عن أكثر من إصدار مع ضرورة تخصيص حسابات مستقلة لكل إصدار، كذلك أعطى للشركة المستفيدة أن تقوم بإصدار صكوك بذاتها بدون وجود الشركة المصدرة مع ضرورة وجود طرف مستقل.

وتكون الشركة المصدرة طبقاً للقانون المصري هي شركة التصكيك، وتعدُّ شركة التصكيك من الشركات الخاضعة لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢؛ لأنها شركات تمارس أنشطة مالية غير مصرفية، وتضطلع الشركة المصدرة بالقيام بالكثير من المهام التي تتمثل في تلقي حصيلة الاكتتاب في الصكوك، كما أنها تعمل بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك في متابعة استثمار حصيلة الصكوك واستخدامها في الأغراض التي صدرت من أجلها، ومتابعة توزيع عوائد الصكوك وتحديد قيمة استردادها في حالة الاستهلاك المبكر للإصدار، وإلى جانب الأطراف الأساسية لعملية التصكيك توجد أطراف أخرى لضمان نجاح الإصدار؛ وهذه الأطراف هي: أمناء الحفظ، ووكيل السداد، ومدير الاستثمار، وضامني التغطية والترويج للاكتتاب، ومتعهدي استرداد الصكوك، والمستشار المالي والمستشار القانوني للإصدار، والمستشار المالي المستقل.

ومن الممكن أن يعتمد هيكل التصكيك على استخدام صيغة واحدة من الصيغ الشرعية، كما يمكن استخدام أكثر من صيغة، وقد قامت الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري باستخدام صيغتي المضاربة والمرابحة في تمويل مشروع يخصص الشركة، كما يمكن أن يكون هيكل التصكيك عبارة عن برنامج لإصدارات الصكوك؛ بحيث يتم إعداد نشرة طرح رئيسية ثم يتم

إصدار إصدارات لاحقة بموجبها، ولكن يصعب استخدام برنامج الصكوك وفق الأحكام و الضوابط التي قضت بها الهيئة العامة للرقابة المالية بمصر التي استوجبت أن تكون مدة برنامج الإصدارات لا تزيد عن سنتين، وهي فترة قصيرة جداً بالنسبة لإصدارات الصكوك الإسلامية التي تتوافق طبيعتها مع الاستثمار المتوسط والطويل الأمد، وقد قامت حكومة المملكة العربية السعودية ممثلة بوزارة المالية بصفقتها المضارب بطرح برنامج إصدارات للصكوك الإسلامية، ولم يكن لهذا البرنامج مدة محددة، وهو الأنسب لطبيعة الصكوك التي غالباً ما تعتمد على الاستثمار طويل الأمد.

وقد نصَّ المشرع المصري على عدد من الخصائص التي ينبغي توفرها في المشروع أو النشاط الذي يتم تمويله؛ ومنها: أن يُدرَّ دخلاً وفقاً لدراسة جدوى تعدُّ لهذا الغرض، وأن تديره إدارة متخصصة تتمتع بخبرة عالية في نوع النشاط، وأن يكون النشاط أو المشروع داخل جمهورية مصر العربية ما لم تكن الشركة أو الجهة مصرية، وأن يكون له حسابات مالية مستقلة عن الأنشطة أو المشروعات الأخرى الخاصة بالجهة المصدرة والجهة المستفيدة تُستخرج منها القوائم المالية الدورية أو السنوية، وأن يتولى حسابات المشروع مراقب حسابات أو أكثر تُعيَّنه الجهة المصدرة من بين مراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة، وأن تصدر القوائم المالية للنشاط أو المشروع وتُراجَع وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المشار إليها في قانون سوق رأس المال.

كذلك استلزم المشرع المصري أن يُدير المشروع إدارة متخصصة تتمتع بالخبرة العالية، كما تنطبق أحكام الإنابة أو الوكالة على عمل مدير المشروع باعتباره وكيلاً عن الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، ولم يتطلب القانون تحديد جنسية مدير المشروع، وعليه: من الممكن أن يكون مصرياً أو أجنبياً، فرداً أو شخصاً اعتبارياً، ولم يحظر

المشرع أن تقوم الشركة المستفيدة بدور مدير المشروع، وربما يكون ذلك هو الأنسب؛ لأنها الأقدر والأعلم بطبيعة المشروع التي تريد تمويله عن طريق الصكوك الإسلامية، وفي الواقع العملي يتم تعيين الشركة المستفيدة لتكون هي مدير المشروع، وقد حدث ذلك في أغلب إصدارات الصكوك الإسلامية التي صدرت في جمهورية مصر العربية.

وتكون الصكوك الإسلامية بوصفها أداة تمويلية محلاً للتعرض للمخاطر، ويقصد بالمخاطرة هنا أنها المتغير الذي يؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري، والمخاطر من الوجهة المالية تعبر عن إمكانية حدوث انحراف بين العائد المتوقع أو المخطط له والنتائج الفعلية في المستقبل، وتعرض الصكوك الإسلامية لنوعين من المخاطر؛ هما: المخاطر العامة: كالمخاطر الائتمانية، ومخاطر التأخر والعجز في الوفاء، ومخاطر السوق، والمخاطر الخاصة: كمخاطر التحايل على الشريعة الإسلامية، ومخاطر عدم القدرة على استرداد قيمة الصك، ومخاطر تملك مالكي الصكوك للموجودات على الشيوخ، ويمكن توقّي حدوث هذه المخاطر عن طريق تضمين الإصدار لمجموعة من الضمانات الشرعية التي أقرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) بالمعيار الشرعي الخامس؛ كالكفالة، والاحتياطيات، والالتزام بالوعد، وضمان طرف ثالث، والرهن، وخطاب الضمان، واستخدام الشيكات والسندات الإذنية، والتأمين على الديون، وتجميد الأرصدة النقدية (إيقاف سحبها)، وضمان الاكتتاب في الأسهم (التعهد بالاكتتاب).

وتتم مراقبة إصدارات الصكوك الإسلامية عن طريق جماعة مالكي الصكوك التي نص القانون على جواز قيام مالكي الصكوك بالإصدار الواحد في تكوينها، ويطبق بشأن تلك الجماعة الأحكام والنصوص ذاتها المطبقة بشأن

جماعة حملة السندات، كما يسري على اجتماعات هذه الجماعة الأحكام والأوضاع المقررة لدعوة الجمعية العامة العادية للشركة والواردة باللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، وذلك فيما لم يرد بشأنه نص خاص، وتختص هذه الجماعة بمتابعة استخدام حصيلة إصدار الصكوك في الأغراض المحددة بنشرة الطرح، ومتابعة أي تصرفات تقوم بها الشركة المصدرة أو الجهة المستفيدة ولا تتفق مع نشرة الطرح وتؤثر سلباً على حقوق مالكي الصكوك، واتخاذ اللازم بشأنه، ومتابعة توزيع الأرباح أو العوائد، وإتمام استرداد مالكي الصكوك لحقوقهم في نهاية مدة الإصدار وفقاً لنشرة الطرح، والموافقة على أي تعديلات تطرأ على نشرة الطرح أو عقد الإصدار المبرم بين الجهة المصدرة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار من حيث أوجه استثمار حصيلة الصكوك، ومدة الاستثمار وعوائده المتوقعة، وطريقة توزيعها وفقاً لطبيعة الصكوك المكتتب فيها، وواجبات والتزامات الجهة المصدرة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار، وآجال الصكوك وإمكان تداولها أو استردادها.

ويرجع نجاح إصدارات الصكوك الإسلامية في مصر لدور الهيئة العامة للرقابة المالية باعتبارها الجهة الإدارية ذات الهيكل المؤسسي التي يحكمها نظم إدارية وتشريعية تمكنها من أداء دورها الرقابي بكفاءة، كما أن إصدار الصكوك الإسلامية ضمن نصوص قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ يضمن تطبيق آليات التعامل في السوق، ومنع المنافسة غير المشروعة، والاحتكار، وحماية حقوق المتعاملين من الغش والتلاعب؛ لوجوب إفصاح أطراف عملية التصكيك عن الجوانب المالية والمعلوماتية، كذلك ألزم المشرع المصري استمرار الرقابة الشرعية على الإصدار منذ بدايته وحتى نهاية أجله، لذا تطلب القانون المصري ضرورة قيام الشركة المصدرة بتعيين لجنة شرعية فرعية تابعة لها بحيث يكون من اختصاص هذه اللجنة مراقبة إصدارات الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركة من حيث

تماشيها وتطبيقها لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها منذ بداية كل إصدار الصكوك وحتى نهاية أجله، ويجب أن يتم تشكيل تلك اللجنة وفق المتطلبات والاشتراطات التي تقضي بها الهيئة العامة للرقابة المالية بعد موافقة الأزهر الشريف، كذلك تطلب القانون وجود لجنة شرعية مركزية تقوم بالإشراف ومتابعة الإصدار للتأكد من تطبيقه لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها من خلال مراجعتها للتقارير الربع سنوية الصادرة من اللجان الشرعية الفرعية لدى شركة التصكيك.

كما استلزم القانون ضرورة وجود شهادة التصنيف الائتماني للإصدار، وأن يتم تجديدها سنويًا؛ وذلك من أجل التأكد من أن الإصدار يسري على ما يرام، ولا يتعرض للمخاطر التي تؤثر على استيفاء مالكي الصكوك لحقوقهم حتى نهاية أجله، لذا تقوم جهة التصنيف الائتماني بدراسة المستندات التي يقوم بتوفيرها كل من الشركة المستفيدة والشركة المصدرة حتى تستوثق من الإصدار، حيث تبدأ بدراسة المشروع والنموذج المالي الخاص به والمخاطر المحتملة وطرق وضمانات التحوط منها، وعمومًا: يجب أن تكون الجهة مصدرة التصنيف الائتماني من الجهات التي تعتمد عليها الهيئة العامة للرقابة المالية، وألّا تقل درجة الإصدار عن BBB- التي تعني أنّ الجدارة الائتمانية للإصدار متوسطة.

إشكالية البحث:

يتناول البحث -بالتفصيل- طبيعة عمل الصكوك الإسلامية باعتبارها ورقة مالية استخدمتها العديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية لتمويل المشروعات والأنشطة التابعة للقطاع العام أو الخاص، ونوجّه التركيز من خلال هذه الدراسة على إيضاح الإشكاليات القانونية التي قد تعوق ثبوت ملكية مالكي الصكوك في الأصول محل التصكيك، في ظل عدم تماشي أحكام القوانين الوضعية مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، ومدى إمكانية

استخدام حصيلة الصكوك السيادية في تمويل عجز الموازنة العامة على المدى القصير.

وعلى الأخص: يجيب البحث عن التساؤلات الآتية:

أولاً: هل يمكن تمويل المشروعات بجمهورية مصر العربية عن طريق الصكوك الإسلامية؟

ثانياً: ما السبل لتأكيد ثبوت ملكية مالكي الصكوك للأصول محل التصيـك؟

ثالثاً: إمكانية استخدام الصكوك السيادية في تمويل عجز الموازنة العامة؟

منهج البحث:

يعتمد هذا البحث على المنهج الوصفي والتحليلي والتفسيري والتنبؤ في استنتاج الفرضيات، والمقارن بين ما جاء بالقوانين السارية بجمهورية مصر العربية التي تنظم الصكوك الإسلامية وما جاء بتشريعات الدول الأخرى؛ كالأردن وتونس والسعودية والبحرين.

أهمية الموضوع:

تبرز أهمية موضوع البحث في التطبيق العملي بعد ما حققته الصكوك الإسلامية من نجاحات لتمويل المشروعات الإنتاجية الحقيقية في الدول الإسلامية؛ كماليزيا والسودان والبحرين، وفي الدول غير الإسلامية؛ كإنجلترا وفرنسا وأمريكا، خاصة في أوقات الأزمات الاقتصادية التي لم يفلح التمويل عن طريق القروض؛ سواء من الداخل أو الخارج في حلها، وعلى الجانب الأكاديمي تقوم هذه الدراسة ببيان الجوانب القانونية بعد تضمين أحكام الصكوك الإسلامية ضمن نصوص قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولاتحته التنفيذية، وفي ضوء دراسة قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

خطة الدراسة:

الباب التمهيدي: ماهية الصكوك الإسلامية ومدى تأثيرها على

سوق المال.

الباب الأول: الجوانب القانونية لإصدار الصكوك الإسلامية.

الباب الثاني: المخاطر المرتبطة بالصكوك الإسلامية وطرق التحوط

منها والرقابة عليها.

الباب التمهيدي

ماهية الصكوك الإسلامية ومدى تأثيرها على سوق المال

للتعرّف على ماهية الصكوك الإسلامية ينبغي علينا التعرف على خصائصها وأنواعها، وكذلك يتعين علينا بيان أوجه التشابه وأوجه الاختلاف مع أدوات التمويل الأخرى، لذا ففي هذا الباب سنقوم ببيان هذه الموضوعات من خلال الفصلين الآتيين:

الفصل الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.

الفصل الثاني: التمييز بين الصكوك الإسلامية وغيرها من أدوات

التمويل.





الفصل الأول ماهية الصكوك الإسلامية

يتناول هذا الفصل التعرف على ماهية الصكوك الإسلامية وبيان خصائصها، والفلسفة التي قامت عليها، واستخدامها بوصفها أداة مستحدثة في ظلّ التمويل المعاصر؛ وذلك من خلال المبحثين الآتيين:

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية وخصائصها وأنواعها.

المبحث الثاني: فلسفة استخدام الصكوك الإسلامية وأثرها على أسواق المال.



المبحث الأول

ماهية الصكوك الإسلامية وخصائصها وأنواعها

في هذا المبحث سنلقي الضوء على تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها، والأنواع التي نصَّ القانون على استخدامها بوصفها أداة تمويلية في المطالب الآتية:

المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها.

المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية الواردة بالقانون المصري.

المطلب الأول

تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها

في هذا المطلب سنتناول بمزيد من التفصيل التعريفات التي ساققتها التشريعات القانونية والمؤسسات المهتمة بالتمويل الإسلامي والفقهاء، كذلك سنتعرف على الخصائص المرتبطة باستخدام الصكوك الإسلامية بوصفها أداة تمويلية، وذلك من خلال الفروع الآتية:

الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية.

الفرع الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية.

الفرع الأول

تعريف الصكوك الإسلامية

عرّفت المصادر الفقهية الصك لغويًا بأنه يتعلق بتوثيق الحق في كتاب يُكتب فيه المعاملات والتقارير، وعرف السرخسي الصك بأنه "اسم خاص لما هو وثيقة بالحق الواجب"^(١)، وبيّنه ابن عابدين بقوله: "والصك ما كتب فيه البيع، والرهن والإقرار وغيرها"^(٢)، وفسره النووي "بالورقة المكتوبة بدين"،

(١) معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، ص ٢٨١.

(٢) قاموس المصطلحات.

وعرفه المعاصرون في المعاجم الفقهية والاقتصادية كقلعجي وقنيبي بأنه " كتاب الإقرار بالمال"، والشرباصي^(١) بأن "الصك هو ما يكتب فيه ما مؤجل أو نحوه"^(٢).

وأضاف المعاصرون^(٣) المعنى الاقتصادي للصك، وبذلك وسَّعوا من مفهوم الصك؛ فلم يقتصر تعريفه على المعنى اللغوي بأنه وثيقة إثبات، بل أضافوا للصك الجانب الاقتصادي فأصبح التعريف يمتدُّ لتوضيح محل الصك، وعلى ذلك جاء التعريف الحديث للصكوك الإسلامية بأنها "وثيقة ثبوتية تشهد لحاملها بملكيته جزءاً مشاعاً لمحتويات وعاء هذه الصكوك من أصول ونقود وديون والتزامات ومنافع وخدمات".

وجاء تعريف مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي (IFSB) Islamic Financial Services Board مفصلاً بأن وصفها بأنها^(٤) "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".

كما أضافت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية^(٥) Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) تعريفها بأن الصكوك هي "وثائق متساوية القيمة

(١) أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، ص ٢٥٥.

(٢) قذافي عزات عبد الهادي الغنائيم، تعريف المؤجر بالعين المؤجرة، وتطبيقاته في صكوك الإجارة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، مج ١٢، ع ٣، جامعة آل البيت، ٢٠١٦، ص ٤٨٨.

(٣) مرجع سابق، ص ٤٨٩.

(٤) قرار رقم ١٧٨ (٤/١٩) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة، الشارقة، دولة الإمارات المتحدة، ٢٠٠٩.

(٥) هيئة دولية تم إنشاؤها عام ١٩٩٠ في الجزائر، وتم تسجيلها في عام ١٩٩١ في البحرين بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية اعتبارية مستقلة، لا تسعى إلى الربح، وتضع معايير لتطوير الخدمات المالية الإسلامية.

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

وإلى جانب التعريفات التي ساقها المعاصرون والمنظمات المهمة بالاستثمار والتمويل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، فقد عرفها المشرع المصري بقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢؛ حيث قال إنها^(١) "أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد على ثلاثين عاماً، تمثل كل منها حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو حقوق أو مشروع معين أو حقوقه أو التدفقات النقدية له، وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال".

وقد سبق أن عرفها المشرع المصري بالقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ بشأن إصدار قانون الصكوك بأنها^(٢) "أوراق مالية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد عن خمسة وعشرين عاماً، على أساس عقد شرعي بالجنية المصري أو بالعملات الأجنبية، عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية موجوداتها وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب"، كذلك عرفها المشرع الأردني بقانون صكوك التمويل الأردني^(٣) 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.

كذلك عرفها المشرع التونسي بقانون إصدار الصكوك^(٤) بأنها: "هي أوراق مالية تمثل حصصاً شائعة، ومتساوية القيمة في ملكية موجوداتها،

(١) المادة (١٤) مكرراً من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (١) من قانون الصكوك المصري الملغى رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣.

(٣) المادة (٢) من قانون صكوك التمويل الإسلامي لسنة ٢٠١٢.

(٤) قانون عدد ٣٠ لسنة ٢٠١٣ يتعلق بالصكوك الإسلامية.

قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق أو خليط من المنافع والخدمات والنقود والديون من حصيلة الاكتتاب، وتصدر في إطار عقد وفق المعايير الشرعية وعلى أساس قاعدة الغرم بالغنم"، كما عرفها المشرع المغربي في قانون تسنيد الأصول بأنها^(١): "سندات ممثلة لحق انتفاع مشاع لكل حامل في أصول مؤهلة، تمّ تملكها أو في طور التملك أو في استثمارات منجزة أو في طور الإنجاز من طرف مصدر هذه السندات".

وفي معظم الأحوال سجد المشرعين القانونيين يضعون تعريفاً للصكوك الإسلامية، وتتشابه هذه التعريفات - إلى حد كبير - في كونها تعطي لحامل الصك الحق في تملك الأصول محل التصكيك، وكذلك توافق هذه الصكوك مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى الجانب الآخر سجد أنّ هناك مشرعين في دول أخرى لم يضعوا تنظيمًا محددًا للصكوك الإسلامية، وسرى على هذا النهج المشرع الكويتي؛ حيث إنه لم يحدّد تنظيمًا قانونيًا خاصًا للصكوك الإسلامية كما هو الحال في أغلب التشريعات العربية، ولكن جاء تعريف المشرع الكويتي للصكوك الإسلامية بموجب قرارات وزارية؛ حيث ورد بالمادة (٢) من القرار الوزاري رقم ٣٨٨ لسنة ٢٠٠٧^(٢) بأنها "الوثائق متساوية القيمة التي تصدرها الشركات، وذلك وفقاً لصيغ العقود المعمول بها طبقاً للشريعة الإسلامية؛ مثل: المشاركة أو المضاربة أو الإجارة أو الوكالة في الاستثمار في مشروع أو نشاط استثماري معين"، ووضع المشرع الكويتي تعريفاً مستقلاً للصكوك السيادية بالمرسوم رقم (٢) لسنة ٢٠٠٩ بأنها: "أداة مالية تصدرها وزارة المالية نيابة عن الدولة وفق أحكام الشريعة

(١) قانون تسنيد الديون سابقاً الصادر بموجب الظهير الشريف رقم (١، ١٤، ١٤) الصادر في ٢٥ شوال ١٤٣٥ (٢٢ أغسطس ٢٠١٤) بتنفيذ القانون رقم ٠٥، ١٤ المغير للقانون رقم ٣٣.٠٦ المتعلق بتسنيد الأصول الجريدة الرسمية عدد ٦٢٦٠ الصادر بتاريخ ١١/٩/٢٠١٤ الذي يعتبر التعديل والإقرار الأخير.

(٢) صدر القرار الوزاري رقم ٣٨٨ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للمرسوم بقانون رقم ٣١ لسنة ١٩٩٠ الخاص بتنظيم تداول الأوراق المالية، وإنشاء صناديق الاستثمار بالجريدة الرسمية الكويتية (الكويت اليوم)، يوليو ٢٠٠٩، العدد ٨٢٥، لسنة ٥٣.

الإسلامية"، ومن تعريف المشرع الكويتي سنجد أنه لم يتعرض لموضوع ملكية مالك الصك للموجودات، أو تطبيق مبدأ الغنم بالغرم، بل اكتفى بذكر أن تكون الصكوك الإسلامية وفق صيغة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ومن التعريفات الموضحة عاليه نجد أن جميع المشرعين لم يضعوا حدوداً للمدد المتعلقة بإصدارات الصكوك، وعلى الأخص لم يضع أي من المشرعين حداً أقصى لإصدارات الصكوك، ويُعد ذلك ميزة لم يأخذ بها المشرع المصري الذي اتجه لتحديد مدة قصوى لإصدارات الصكوك؛ حيث كانت المدة القصوى بقانون إصدار الصكوك الإسلامية رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ خمسة وعشرون عاماً، ثم زادت في التعريف الذي ساقه قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ إلى ثلاثين عاماً، ولا نعرف ما هو المعيار الذي أخذ به المشرع المصري حالياً لتحديد المدة بثلاثين عاماً، وإن كنا نرى أن مدة الـ ٢٥ سنة لها ما يبررها؛ حيث يتطلب قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ أن تكون مدة الشركة هي ٢٥ عاماً، ومن ثم فإن المشرع المصري بالقانون الملغى قد آثر أن تكون مدة النشاط الممول أو المشروع المصكك كالشركة، والتعقيب الثاني على تعريف المشرع المصري للصكوك الإسلامية أنه لم يتطلب أن تصدر الصكوك وفق عقد شرعي كما هو الوارد بتعريفات النظم المقارنة أو القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ الملغى، أو حتى ذكر أنها تصدر وفق أحكام الشريعة

الإسلامية ومبادئها، وقد أثار هذا الأمر خلطاً لدى المؤسسات المالية في بداية تعرفها على الصكوك الإسلامية عند دخولها في التشريع المصري مرة أخرى ضمن نصوص قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢؛ حيث تصوّر البعض أن هناك إمكانية لإصدار الصكوك وفق القواعد التجارية السارية شأنها شأن صكوك التمويل^(١)، وكان يتعين على المشرع المصري

(١) الفرع الرابع، السندات وصكوك التمويل، من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

تدارك ذلك الأمر بداية، وأن يذكر بالتعريف أنها تصدر وفق عقد شرعي، أو تصدر متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

والى جانب التعريفات السابقة فقد عرفها الفقهاء القانونيون بأنها^(١) "وثائق تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين"، وأضاف البعض^(٢) بأنها "تحويل مجموعة من الأصول المدرجة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول، ومن ثم بيعها في سوق الأوراق المالية مع مراعاة ضوابط التداول".

كذلك عرفها البعض بأنها^(٣) "أدوات مالية إسلامية في شكل وثائق أو شهادات اسمية أو لحاملها^(٤)، وتصدر بموجب عقود شرعية وضوابط تفصل مالكيها ومصدرها، ويحدد العقد شروط إدارتها وتداولها، وتصدر الصكوك مستندة إلى أصول حقيقية أو منافع أو خدمات، وتعطي لصاحبها ملكية جزئية في هذه الأصول والخدمات والمنافع (ملكية على الشبوع) وهي قابلة للتداول".

كذلك عرفها البعض بأنها^(٥) "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامها، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله".

(١) الضابط رقم (٥٤٣)، الضوابط المستخلصة من قرارات الهيئة الشرعية لبنك البلاد (أمانة الهيئة الشرعية)، ط١، الرياض، دار الميمان للنشر والتوزيع، ٢٠١٣، ص ١٦٢.

(٢) نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، العدد ٩، جامعة ورقلة، ٢٠١٠، ص ٢٥٣.

(٣) هشام كامل البهلوي قشوط، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، الجامعة الأسمرية الإسلامية، كلية الاقتصاد والتجارة، ٤٤، ٢٠١٤، ص ١٦٨، ١٦٩ نقلاً عن صابر محمد الحسن، دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والأدوات المالية الأخرى، (تجربة بنك السودان المركزي في إصدار وضبط الصكوك)، ط١، بحوث ندوة البركة الحادية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، ص ١٣١.

(٤) وفقاً للقانون المصري والأردني والسوداني لا تصدر الصكوك الإسلامية لحاملها، ولكن طبقاً للتشريع الكويتي فإنه مع تطبيق نص المادة ١٧٨ من قانون الشركات رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ يجوز أن تصدر الصكوك الإسلامية لحاملها؛ حيث نصّ على أنه "تكون الصكوك اسمية أو لحاملها، وذلك قيمة وفئات موحدة في الإصدار".

(٥) حمزة الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، جدة، جامعة الملك عبد العزيز بالتعاون مع المجمع، ٢٠١٠، ص ٣.

وقد عرّف البعض عملية التصكيك^(١) ذاتها بأنها "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 غالباً أعياناً، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد، ولكن ليس خالياً من المخاطر".

ومن التعريفات السابقة؛ سواء الواردة بالتشريعات المقارنة أو الهيئات الإسلامية، أو التي ساقها الفقهاء القانونيون؛ سواء المتعلقة بالصكوك الإسلامية أو بعملية التصكيك يمكننا الانتهاء إلى تعريفها بأنها: أوراق مالية متساوية القيمة، تصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه على أساس قاعدة الغرم بالغنم، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات مشروع (أعيان أو منافع أو حقوق أو تدفقات نقدية أو خليط من الأعيان والمنافع والنقد والديون والتدفقات النقدية)، قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها لاحقاً من حصيد الاكتتاب، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك ونقل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وتحدد مدتها وشروطها وفقاً لنشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال.

الفرع الثاني خصائص الصكوك الإسلامية

للصكوك الإسلامية العديد من الخصائص التي توضح فلسفتها القائمة على ضرورة الاستثمار في مشروعات حقيقية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، كما أن هذه الخصائص تبين طبيعة الصكوك الإسلامية وطبيعة الموجودات محلها وحقوق والتزامات مالكي الصكوك والشركة

(١) مجلة آراء للدراسات الاقتصادية والإدارية، أثر الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، المركز الجامعي أفلو، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مج ١، ٢٤، ٢٠١٩، نقلًا عن: فتح الرحمن على محمد الصالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنندى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، ٢٠٠٨.

المستفيدة (المضارب) والشركة المصدرة (شركة التصكيك)، كما أن أهم خاصية مرتبطة بالصكوك الإسلامية أنها أداة لتمويل المشروعات القائمة والجديدة للشركات والجهات السيادية؛ لأنها تُجنَّب الشركات التعرُّض لخطر الإفلاس الناتج عن ارتفاع معدلات مديونياتها، أو خطر تعديل هيكل ملكية مساهميتها، وبناء عليه: وللتعرف على خصائص الصكوك الإسلامية التي تميزها عن غيرها من أدوات التمويل التقليدية بمزيد من التفصيل، سنقوم بعرضها على النحو الآتي:

أولاً: أن الصكوك الإسلامية تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو حقوق أو مشروع معين أو حقوقه أو التدفقات النقدية له، ولا يستطيع أي مالك أن يتصرف في حصته في موجودات المشروع المصكك بشكل منفرد؛ وذلك لأن ملكية هذه الموجودات تتشابه مع ملكية الوعاء المشترك كالمحافظ، وبموجبها يكون حق التصرف في موجودات المشروع المصكك بيد الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، وبما لا يتعارض مع نشرة الطرح الموضحة لهيكل الإصدار حتى نهاية أجله.

ثانياً: تصدر الصكوك الإسلامية بفئات متساوية القيمة؛ لأنها تمثل حصصاً في أصول أو منافع أو حقوق أو مشروع معين أو حقوقه أو التدفقات النقدية له، وطبيعة الصكوك الإسلامية تتشابه مع طبيعة السهم في الشركات المساهمة؛ حيث يمتلك المساهمون أصول الشركة، كلٌ بحسب حصته في رأس مال الشركة، كذلك يمتلك مالكو الصكوك الموجودات، كلٌ بنسبة مساهمته، وفي كلتا الحالتين يكون لهم الحق في ممارسة حقوق التصرف على هذه الموجودات في نهاية المدة.

ثالثاً: تعطي الصكوك لمالكيها نصيباً في الأرباح، ويتحمل مالكو الصكوك المخاطر التي قد تلحق بموجودات عملية التصكيك وفق قاعدة الغرم بالغنم، وبذلك يكون لمالكي الصكوك حقان؛ أولهما: الحصول على الأرباح

على قيمة رأس المال المدفوع، أي حصيلة الاكتتاب في الصكوك بعد غلق باب الاكتتاب في الإصدار، كما يكون لهم الحق في ملكية موجودات المشروع المصكك، وبالتالي: فإنَّ هلاك هذه الموجودات - بسبب لا يرجع إلى المضارب (الشركة المستفيدة) - يقع على عاتق مالكي الصكوك، وهو ما يعني أنهم يحصلون على الربح كما يتحملون الخسارة؛ لأنهم يستثمرون أموالهم بغير ضمان لتماشيتها مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، أما المضارب (الشركة المستفيدة) فيستحق نصيبه في الأرباح المحققة من المشروع المصكك وفق ما يتفق عليه بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات أو عقد الإصدار، ويتحمل المضارب خسارة موجودات المشروع فقط في حالة إتيانه بعمل يوصم بالتقصير أو الإهمال.

رابعاً: تصدر الصكوك الإسلامية متماشية مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، بمعنى ضرورة ذكر نسبة العوائد التي سيتم توزيعها بين المضارب ومالكي الصكوك في نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات؛ لأن العلم بمحل التعاقد شرط عند التعاقد، لذا ينبغي معرفة قيمة رأس المال وحصصة كل من المضارب ومالكي الصكوك في العوائد التي سيتم تحقيقها بغير ضمان، وبالتالي: إذا كان الصك الذي يعطي مبلغاً محدداً لمالك الصك أو نسبة معلومة من القيمة الاسمية للصك أو حق في الربح، غير محدد في نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات، أو يقوم بتحديد المضارب في نهاية المشروع، أو في فترات دورية لاحقة، لا يكون الصك في هذه الحالة متماشياً مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها^(١).

خامساً: تقوم الصكوك الإسلامية على أسس المشاركات في القواعد المالية الإسلامية؛ بمعنى أن يتحمل مالكو الصكوك مخاطر الاستثمار كاملة مقابل استحقاقهم للربح، وذلك تحقيقاً لمبدأ الغنم بالغرم، ويتحمل مالكو الصكوك الربح والخسارة في حدود مساهمتهم في موجودات المشروع

(١) هشام كامل البهلول قشوط، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: مرجع سابق، ص ١٧١.

المصكك، بحيث لا تمتد الخسارة إلى أموالهم الشخصية، وبذلك تتشابه مسؤولية مالك الصك مع مسؤولية المساهم في الشركة المساهمة.

سادساً: تشجع الصكوك الإسلامية الاستثمارات والمشروعات التي تتماشى اجتماعياً وأخلاقياً مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وبذلك فإنها تزيل أيّ ارتباط محتمل لهذه المشروعات والاستثمارات بأنشطة غير مجازة شرعاً؛ كصناعة المشروبات الكحولية والتبغ والمقامرة والأسلحة، كذلك فإنها تحمي الشركات الممولة من الدخول في دائرة ارتفاع مستويات الديون ودفع الفوائد؛ لأن هذا التمويل يقوم على الاستثمارات الحقيقية^(١)، كما أن ارتفاع حجم الاستثمار في الصكوك الإسلامية في أي بلد يعتمد على ثقة المصدرين والمستثمرين بأن هذه الأداة متوافقة مع المعايير الأخلاقية ومعايير الشريعة الإسلامية أكثر من بحثهم لتحقيق أقصى قدر من الأرباح، وفي هذه الميزة ما يكمل النقص من عدم وضوح بعض المعلومات المرتبطة بإصدارات الصكوك الإسلامية^(٢).

سابعاً: يتحمل مالكو الصكوك كافة المصاريف الاستثمارية وانخفاض القيمة السوقية للأصول محل عملية التصكيك؛ حيث يكون مالكو الصكوك متحملين لتبعية هلاك المشروع، ولا يجوز للشركة المستفيدة أن تتحمل المصاريف الاستثمارية؛ لأنها مكلفة فقط بالحفاظ على الموجودات المملوكة لمالكي الصكوك واستمرار توليدها للمنافع، أما إذا كانت المصاريف تشغيلية دورية ومنضبطة فيجوز اشتراط دفعها من قبل الشركة المستفيدة (المضارب).

ثامناً: يكون تداول الصكوك الإسلامية مرتبطاً بضوابط شرعية متعلقة بطبيعة تداول موجودات عملية التصكيك التي من الممكن رهنها أو بيعها أو استغلالها إذا كانت أعيان أو منافع، وفق سعر وشروط تداول متفق

(1) Shawkat Hammoudeh and others, Dynamic Dependence of the Global Islamic Equity Index with Global Conventional Equity Market Indices and Risk Factors, Pacific Basin Finance Journal, Page No. 190

(2) Saqib Aziz, Dawood Ashraf, Rwan El-Katib, Societal trust and Sukuk Activity, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 2021, page 1.

عليها بنشرة الاكتتاب ، إلا أن هذا الأمر مقيد وفقاً للقانون المصري؛ حيث ورد النص صراحة بالقرار الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية^(١) على ضرورة وضع قيد في عقد الإصدار - عند نقل ملكية الأصول أو المنافع أو المشروعات من الجهة المستفيدة لها- يتضمن أن تكون تلك الأصول أو المنافع أو المشروعات تهدف فقط لإصدار الصكوك، ولا يجوز لها أو لأي طرف من أطراف تلك العلاقة التعاقدية التصرف في تلك الأصول عن طريق البيع أو الرهن أو نقل الملكية، أو أي من صور التصرف الأخرى، على أن تعود ملكية الصكوك للجهة المستفيدة بعد الحصول على الموافقة المسبقة للهيئة العامة للرقابة المالية في الحالات الآتية:

أ. عدم موافقة الهيئة على نشرة الإصدار مما يضر أو يخل باستقرار السوق أو مصالح المستثمرين المرتقبين، أو عدم اكتمال أو تغطية عملية إصدار الصكوك، وفي الأحوال كلها يسترد المكتتبون بالكامل جميع المبالغ التي قد قاموا بسدادها، وذلك خلال يومي عمل من التاريخ المحدد لانتهاء مدة تغطية الاكتتاب أو الطرح أو حدوث عدم التغطية، وخلال المدة التي تحددها نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات في غيرها من حالات عدم اكتمال عملية الإصدار.

ب. الاسترداد المبكر للصكوك.

ج. التصفية الاختيارية للمشروع أو الأصل المصكك وبشرط موافقة جماعة مالكي الصكوك.

د. الاسترداد النهائي للصك.

تاسعاً: يستند إصدار الصكوك الإسلامية على عقد شرعي (عقد الإصدار)، وتختلف أحكام عقد الإصدار وشروطه بحسب نوع الصك؛ فعلى سبيل المثال: إذا ما كان الصك مضاربة فإن عقد الإصدار يتضمن الضوابط الشرعية المتعلقة بالمضاربة، وعلى هذا المنوال: إذا كانت صيغة الصك

(١) قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠١٨ الصادر بتاريخ ٢٠١٨/١١/٢٢ بشأن متطلبات تأسيس وترخيص شركات التصكيك.

إجارة منتهية بالتمليك كان عقد الإصدار متضمناً للضوابط التي تحكم الإجارة المنتهية بالتمليك، وهكذا يكون الأمر مع صك المرابحة والسلم والاستصناع والمشاركة... إلخ.

عاشراً: خلو نشرة الاكتتاب في الصكوك الإسلامية من أي إشارة لضمان الشركة المصدرة أو المستفيدة أو المدير لسداد العوائد وأصل القيمة الاسمية لمالكي الصكوك، وذلك يرجع إلى نهى الرسول صلى الله عليه وسلم عن ربح ما لم يضمن، وبناء عليه: إذا تضمنت العقود شرط ضمان المضارب لمخاطر الاستثمار أصبح هذا الصك متنافراً مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها^(١)، وهذه الخاصية تجعل تمويل المشروعات عبر الصكوك الإسلامية محصنة ضد المخاطر المتزايدة والتغيرات غير المتوقعة في المؤشرات التقليدية في البورصات العالمية^(٢).

الحادي عشر: يكون تمويل المشروعات عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية أقل تكلفة من التمويل عن طريق إصدار أدوات التمويل العادية التي تعاني من خطر انخفاض تسعيرها، كذلك يمكن

للبنوك تمويل المشروعات عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية، وذلك سيساعدها على تخفيض تكلفتها في التمويل وتحسين معدل تحقيقها للأرباح^(٣)، كذلك تختار الشركات إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل المشروعات بدلاً من طرحها لأسهم تؤثر سلباً على هيكل ملكية مساهمي

(١) هشام كامل البهلول قشوط، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، مرجع سابق، ص ١٧٠: ١٧٤.

(٢) Shawkat Hammoudeh and others, Dynamic Dependence of the Global Islamic Equity Index with Global Conventional Equity Market Indices and Risk Factors, Supra, page No. 190.

(٣) Karim Mimouni and others, The impact of Sukuk on the performance of conventional and Islamic banks, Pacific -Basin Finance Journal, 2019, Page No. 45

الشركة، أو سندات تؤثر سلباً على معدلات المديونية بالشركة^(١).

الثاني عشر: تمويل المشروعات عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية لا يؤدي إلى زيادة معدلات الرافعة المالية لديون الشركات، وبالتالي لا يُعرضها لخطر الإفلاس المرتبط بالقروض الممنوحة من البنوك^(٢)؛ حيث إن التمويل عن طريق الاقتراض من المصارف أو غيرها من المؤسسات المالية يزيد من الرافعة المالية لديون الشركات، وبالتالي يعرضها لخطر الإفلاس في حالة فشل المشروعات الممولة^(٣)، كما أن تمويل الشركات عن طريق الصكوك الإسلامية يزيد من ربحية الشركات الممولة؛ حيث تكون المشروعات الممولة خارج ميزانية الشركة، وبالتالي لا تتحمل الشركة المستفيدة بتكلفة التمويل أو تكلفة إدارة المشروع^(٤).

وبعد التعرف على خصائص الصكوك الإسلامية وأثرها الإيجابي على تمويل المشروعات الحقيقية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، فإن الأمر -أيضاً- يتطلب وجود مقومات أساسية لإنجاح هذه الآلية؛ منها على سبيل المثال: الاستقرار السياسي في البلاد؛ لأن الاستثمار لا ينمو في بيئة غير مستقرة سياسياً وأمنياً، وستكون احتمالات الخسارة عالية جداً؛ نظراً لأن الاستثمارات عبر الصكوك الإسلامية غالباً ما تكون طويلة الأجل، حيث يحصل مالكو الصكوك على مستحقاتهم بعد أجل طويل قد يصل إلى ثلاثين

(1) Dawood Ashraf and others, Not one but three decisions in Sukuk issuance: Understanding the role of ownership and governance, Pacific Basin Finance Journal, 2021, Page No 5

(2) Walid Mensi & others, Does bitcoin co-move and share risk with Sukuk and world and regional Islamic stock markets? Evidence using a time frequency approach, Research in International Business and Finance, 2020, Page 2.

(3) Faisal Alnori & Faisal Alqahtani, Capital structure and speed of adjustment in non-financial firms: Does Sharia compliance matter? Evidence from Saudi Arabia, Emerging market review, 2019, Page No. 54

(4) صارة، زعيتري، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجاً، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، جامعة عاشور زيان الجلفة، مج ٣، العدد ٣، ٢٠٢٠، ص ٣٤٩.

عامًا وفق التشريع المصري، ومدد أطول بالممارسات الفعلية وفق التشريعات المقارنة، كذلك يحتاج التمويل عبر الصكوك الإسلامية إلى إرادة سياسية دافعة لاستخدام هذه الآلية، وإلى نشر الوعي بأهمية ترسيخ المنتجات المالية الإسلامية وتدعيمها، وتقديم الحوافز الاقتصادية والقانونية الداعمة لازدهارها واستخدامها، والمساعدة على إنجازها^(١).

وللخصائص الواردة عاليه فقد انتهت دراسة^(٢) إلى توقع التوسع في سوق الصكوك بشكل كبير، وأنها ستكون محل اهتمام الكثير من الشركات المصدرة في البلاد الإسلامية وغير الإسلامية، وذلك بالنظر إلى الكثافة الحالية للاهتمام بالاستثمار المتوافق مع الشريعة الإسلامية من قبل فئة لا يُستهان بها من المستثمرين، وهذا يؤدي إلى زيادة الفرص المتاحة للابتكار المالي، كما توقعت الدراسة جانبًا سلبيًا لإصدارات الصكوك، متمثلًا في ارتباطها ببعض المشاكل القانونية في بعض الأسواق كالولايات المتحدة الأمريكية؛ نظرًا لعدم وجود تقنين قانوني يتماشى مع الشريعة الإسلامية، وفيما يتعلق بالصكوك السيادية فإنها ستلقى قبولًا كبيرًا من الحكومات في البلاد الإسلامية وغير الإسلامية لإمكانية استخدام حصيلتها في تمويل عجز ميزانيات الحكومة، وهذا ما انتهجته العديد من الدول؛ مثل: ماليزيا والسودان.

المطلب الثاني

أنواع الصكوك الإسلامية الواردة بالقانون المصري

نصَّ المشرع المصري لأول مرة على إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات بقانون إصدار الصكوك الملغى رقم (١٠)

(١) أحمد بلخير، متطلبات تطبيق الصكوك في الاقتصاد الجزائري، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، مج ٧، ع ٢٤، دار المنظومة، ٢٠٢٠، ص ٢٧٧.

(٢) Andreas Jobst, Peter Kunzel, Paul Mills and Amadou Sy, Islamic bond issuance: what sovereign debt managers need to know, Monetary and Capital Markets Department (MCM)،

International Monetary Fund (IMF), Washington, DC, USA, ><http://www.emeraldinsight.com/1753-8394.htm>< 11 December 2022.

لسنة ٢٠١٣ ، إلا أنه في ظل هذا القانون اتجه المشرع المصري إلى تفصيل أنواع الصيغ الشرعية للصكوك الإسلامية على اختلاف أنواعها مع تفصيل طبيعة كل صك، أما بالنسبة للتشريعات المقارنة فلم يتجه المشرعون إلى شرح مفصل لأنواع الصكوك الإسلامية، واكتفوا فقط بذكر اسم صيغ الصكوك الإسلامية؛ كالتشريع الأردني^(١)، والتشريع التونسي^(٢)، والتشريع السوداني^(٣).

ومن الجدير بالذكر أنه بعد إلغاء قانون الصكوك المصري رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ تنبّه المشرع المصري إلى أهمية الصكوك الإسلامية فقام بإدخالها ضمن نصوص قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢^(٤)، واتجاه المشرع المصري لعدم سن قانون مستقل للصكوك الإسلامية هو اتجاه مشابه لما قام به المشرع الكويتي^(٥) والمشرع المغربي^(٦) اللذين قاما بإدخال النصوص المنظمة للصكوك الإسلامية ضمن نصوص القوانين السارية، وقد اختار المشرع المصري أربعة أنواع من صيغ الصكوك هي الأشهر والأكثر انتشاراً وتطبيقاً بعد نجاح تنفيذها في العديد من الدول الإسلامية؛ مثل: البحرين والسودان والأردن والسعودية والكويت وماليزيا، إلى جانب تطبيقها من جانب بعض الدول الأوروبية غير الإسلامية؛ كإنجلترا وفرنسا، وهذه الدول الأخيرة لم تقم بسنّ قانون مستقل للصكوك الإسلامية، كما لم تدخلها ضمن قوانينها السارية، بل اكتفوا بتطبيق النصوص القانونية المتعلقة بنظام

(١) المادة رقم (٩) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني، رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢ من قانون صكوك التمويل الإسلامي، رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢ منشور في الجريدة الرسمية الأردنية رقم ٥١٧٩ بتاريخ ٢٠١٢/٩/١٩.

(٢) قانون رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٣ بتاريخ ٣٠ يولييه ٢٠١٣، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية الصادر في ٢ من أغسطس سنة ٢٠١٣.

(٣) قانون صكوك التمويل الصادر في سنة ١٩٩٥.

(٤) المادة (١٤) مكرر من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، المادة (١٣) مكرر من اللائحة التنفيذية، وأدخلت هذه المادة بموجب التعديل الصادر بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٦٠ لسنة ٢٠٢٠، المنشور بالجريدة الرسمية بالعدد ٣٦ مكرر (ك) في ٧ سبتمبر ٢٠٢٠.

(٥) نظم المشرع الكويتي أحكام الصكوك الإسلامية في قانون هيئة أسواق المال رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، مع وجود بعض الأحكام العامة في قانون الشركات الجديد رقم (١) لسنة ٢٠١٦.

(٦) قانون تسنييد الديون رقم 33.06

الترست، مع الإقرار بأن إصدار الصكوك الإسلامية ينبغي أن يكون متوافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها؛ بمعنى أن يتم الاستثمار وفق مبدأ الغنم بالغرم، وألاً يكون الاستثمار مُنصباً على مشروعات محرمة شرعاً، وألاً يشتمل العقد على أي نوع من الغرر^(١)، كما استخدموا ذات تسميتها Sukuk، وفي بعض الأحيان كانوا يطلقون عليها^(٢) Islamic bonds.

واتجه المشرعون القانونيون إلى تقسيم أنواع الصكوك، مع الأخذ في الاعتبار أساس التقسيم الذي من الممكن أن ينصب على الصيغة الشرعية للإصدار، أو على الغرض من استخدام الصكوك الإسلامية، بحيث تتناسب مع المشروعات الصناعية أو التجارية أو الزراعية، أو يمكن تقسيمها على أساس طبيعة الأصول محل عملية التصكيك؛ حيث يكون إصدار الصكوك مدعوماً بالأصول أو مبنياً عليها.

وبعد أن كان المشرع المصري متبعاً تقسيم الصكوك الإسلامية بحسب نوعية النشاط المستخدم بالقانون الملغى رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣ الملغى، نجده قد اكتفى بسرد أنواع الصيغ الشرعية للصكوك الإسلامية بعد شرح كل صيغة منها بقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، وهناك رأي^(٣) أيّد ما اتجه إليه المشرع الأردني والمشرع السوداني اللذين اكتفيا بذكر الصيغ الشرعية للصكوك بدون الدخول في شرحها، ونؤيد هذا الاتجاه؛ لأن الشرح الوارد بالقانون؛ سواء الملغى أو الحالي، غير كافٍ من الناحية الشرعية والمالية لرسم الهندسة المالية لإصدارات الصكوك الإسلامية.

وللتعرف على أنواع الصكوك الإسلامية سنقوم بسرد هذه الصيغ كما جاءت بقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢؛ وذلك على النحو الآتي:

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠١٧، ص ٤٦.

(٢) مرجع سابق، ص ٤٦.

(٣) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٢.

١- **صكوك المضاربة(١):** تصدر على أساس عقد مضاربة بين مالكي الصكوك والجهة المستفيدة، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل نشاط اقتصادي أو مشروع محدّد تُديره الجهة المستفيدة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة، ويتم توزيع عائد الصكوك من الأرباح التي يحققها النشاط أو المشروع وفق النسبة المحددة في العقد، ورد قيمتها الاسمية في نهاية أجلها من النشاط أو المشروع.

٢- **صكوك المربحة:** تصدر على أساس عقد مربحة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء بضاعة المربحة لبيعها للواعد بشرائها، بعد تملكها وقبضها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها، وقبل بيعها وتسليمها لمشتريها، وفي ثمنها بعد بيعها للواعد بشرائها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المربحة و ثمن بيعها للواعد بشرائها.

٣- **صكوك المشاركة:** تصدر على أساس عقد مشاركة، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المشاركة، ويستحق مالكو الصكوك حصة من أرباح المشاركة بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

٤- **صكوك إجارة الموجودات أو الخدمات:** تصدر على أساس عقد إجارة موجودات أو خدمات بقصد إعادة تملكها، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل شراء الموجودات أو الخدمات لإعادة تأجيرها لمتلقيها،

(١) وهناك صيغتان للمضاربة؛ الأولى: المضاربة الحرة أو المطلقة، وفيها يكون للمضارب الحرية في استثمار الأموال في أي قطاع يراه مناسباً وفقاً لحاجة السوق، والثانية: المضاربة المقيدة أو المشروطة التي تقوم على اتفاق على الاستثمار في مشروع محدد بناء على دراسة جدوى، وهو ما أخذ به المشرع المصري؛ سواء في القانون الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣، أو بموجب قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، انظر: سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص٦٧.

بقصد تملكها لهم بعد سداد ثمنها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية الموجودات أو الخدمات، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء الموجودات أو الخدمات و ثمن بيعها.

ويعد وصف صيغة الإجارة بالقانون الملغى أكثر تفصيلاً مما نص عليه المشرع المصري بالقانون الحالي؛ حيث فرّق المشرع المصري بالقانون الملغى بين الإجارة القائمة على تمويل الملكية الكاملة من حق الرقبة وحق الانتفاع، والإجارة القائمة على تمويل شراء حق الانتفاع فقط للعقار أو المنقول القابل لذلك، والإجارة القائمة على تمويل شراء الخدمات.

وقد أعطى المشرع المصري إمكانية إدخال صيغ أخرى من الصكوك الإسلامية بموجب تعديل اللائحة التنفيذية؛ حيث ورد بالقانون^(١) على إمكانية إدخال أي صيغة أخرى لعقود الصكوك تحددها اللائحة التنفيذية للقانون، وهو ما تمّ بالفعل؛ حيث تمّت إضافة خمس صيغ أخرى للصكوك الإسلامية^(٢) على النحو الآتي:

أ. صكوك الاستصناع: تصدر على أساس عقد الاستصناع، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل تصنيع أصل مبيع استصناعاً لتسليمها إلى مشتريها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية العين المصنعة، وفي ثمنها بعد تسليمها لمشتريها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين تكلفة تصنيع العين و ثمن بيعها.

ب. صكوك الوكالة بالاستثمار: تصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال الوكالة بالاستثمار إلى الوكيل لاستثماره بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات الوكالة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو صكوك الوكالة عائد

(١) المادة (١٤) مكرر (١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٦٠ لسنة ٢٠٢٠، المنشور بالجريدة الرسمية بالعدد (٣٦) مكرر (ك) في ٧ سبتمبر ٢٠٢٠.

استثمار موجودات، ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجرًا معلومًا مضمونًا على مالكي الصكوك، ويجوز أن يستحق مع الأجر حافزًا هو كل أو بعض ما زاد من العائد عن حد معين، مضمونًا، وتحدد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بهما شروط عقد الوكالة في الاستثمار وأحكامها وأجر الوكيل.

ج. صكوك السلم(١): هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، والسلم هو أن يتم تسليم رأس المال من قبل المشتري للبائع حين انعقاد العقد، أو خلال ثلاثة أيام عمل تبدأ من تاريخ انعقاده، وقبل تسليم السلعة، على أن يتفقا على تسليمها في وقت محدد (بيع آجل بعاجل)، ويتفقا على تحديد وصفها ونوعها وقدرها ومكان تسليمها.

ويُعدُّ التعريف الوارد بقانون سوق رأس المال أكثر تفصيلاً من تعريف معنى صكوك السلم بقانون إصدار الصكوك الملغى؛ حيث تطلب ضرورة تعيين العين محل عملية التصكيك، كما وضَّح الهدف وهو البيع الآجل بعاجل وليس العكس، ويتطلب ذلك ضرورة تحصيل قيمة الصكوك من مالكي الصكوك مقابل حصولهم على العين محل صكوك السلم بعد ذلك، كما يتضح ضرورة تعيين سلعة السلم بذاتها، ومن مفهوم ما جاء بقانون سوق رأس المال يتضح أن المشرع لم يَصِفْ سلعة السلم بأوصاف المنقول، ومفاد ذلك إمكانية أن يكون محل صكوك السلم عقاراً أو منافع^(٢) طالما تمَّ وصفها في مجلس العقد.

(١) السلم في الاصطلاح الفقهي هو بيع آجل بعاجل، فالسلم نوع من البيع يتأخر فيه المبيع، ويسمى المسلم فيه، ويقدم فيه الثمن، ويسمى رأس مال السلم، فهو عكس البيع بثمن مؤجل، أما السلم المؤجل فإنه دين من الديون، وهو كالإبتياح بثمن مؤجل، فأى فرق بين كون أحد العوضين مؤجلاً في الذمة، وكون العوض الآخر مؤجلاً في الذمة، وقد قال تعالى: (إِذَا تَدَانَيْتُمْ بِذَيْنَ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ) [البقرة: ٢٨٢]، وقال ابن عباس: أشهد أن السلف المضمون في الذمة حلال في كتاب الله، وقد أشار إلى هذا المعنى ابن قدامة بقوله: "لأن بالناس حاجة إليه؛ لأن أرباب الزروع والثمار والتجارات يحتاجون إلى النفقة على أنفسهم وعليها لتكمل، وقد تعوزهم النفقة، فجزز لهم السلم ليرتفقوا ويرتفق المسلم بالاسترخاض".

(٢) اختلف الفقه حول إمكانية أن تكون سلعة السلم منافع؛ حيث اتجه الحنفية إلى أنه لا يجوز كون أي من البديلين في السلم منفعة؛ لأن المنافع لا تعتبر أموالاً في مذهبهم؛ إذ المال عندهم ما يميل إليه طبع الإنسان، ويمكن ادخاره لوقت الحاجة (م ١٢٦ من المجلة العدلية)، والمنافع غير قابلة

د. صكوك المزارعة: تصدر على أساس عقد المزارعة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل زراعة أرض يقدمها مالكوها بناءً على هذا العقد، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض، وفي الزرع بعد ظهوره، وفي ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالكو الصكوك بصفتهن المزارعين بأموالهم حصة معلومة من الزرع، ويستحق مالك الأرض الباقي، وتحدد نشرة اكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المزارعة، وحصة كل من مالكي الصكوك ومالك الأرض من ناتج البيع.

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

وبمقارنة ما جاء في القانون الملغى رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣ مع التنظيم الحالي للصكوك الإسلامية^(١) نجد أن القانون الملغى شمل جميع أنواع الصكوك الإسلامية، في حين أن المشرع المصري بالتشريع الحالي قد اكتفى بذكر الصيغ الأكثر انتشاراً في قانون سوق رأس المال، كما سنجد أن

للإحراز والادخار؛ إذ هي أعراض تحدث شيئاً فشيئاً، وتنتهي بانتهاء وقتها، وما يحدث منها غير الذي ينتهي، وعلى ذلك: فلا يصح جعل المنافع بدلاً في عقد السلم عندهم، وخالفهم في ذلك جمهور الفقهاء من الشافعية والمالكية والحنابلة الذين اعتبروا المنافع أموالاً بحد ذاتها، وأنها تحاز أصولها ومصادرها، وهي الأعيان المنتفع بها، ومن ثمَّ جاز عندهم أن تكون المنفعة رأس مال؛ كأن يقول: أسلمت إليك سكنى داري هذه سنة، أو خدمتي شهراً، أو تعليمي سورة كذا، في كذا إلى أجل كذا، صح ذلك السلم، كما جاز أن تكون المنفعة مسلماً فيه؛ كأن يقول: أسلمت إليك عشرين ديناراً في تعليمي سورة كذا بعد شهر، أو في منفعة موصوفة في ذمتك إلى أجل، صحَّ السلم.

(١) قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

المشرع المصري قد تناول صيغ الصكوك بالقانون الملغى على حسب الغاية من الاستثمار، ونرى أن ذلك كان أكثر وضوحاً للمساعدة في إيضاح الفرق بين الصكوك الإسلامية وهو ما يساعد في رسم الهندسة المالية لكل إصدار بحيث تتلاءم مع المشروع المصكك وأصوله محل التصكيك، حيث يحتاج قرار اختيار صيغة التمويل المناسبة مزيداً من الدراسة و التدقيق؛ لأن الاختيار الصحيح للصيغة الشرعية هو نقطة البداية تمهيداً لإعداد نشرة الطرح والعقود والمستندات المرتبطة والمؤيدة لحق مالكي الصكوك.

ولم ينص قانون سوق المال على إمكانية إصدار صكوك إسلامية بصيغة الصناديق والمحافظ الاستثمارية، وهو اتجاه محمود؛ حيث يصعب تطبيقها لوجود تنظيم أكثر شمولاً بالقانون فيما يخص صناديق الاستثمار على اختلاف أنواعها، التي من الممكن أن تصدر الصكوك الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

إلى جانب ما ذكر عاليه فقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية^(١) إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً هي الصيغ ذاتها التي تضمنها قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وقد أبرز الجانب العملي كنتيجة لحالات التعثر في سوق الصكوك الإسلامية على أهمية تقسيم الصكوك الإسلامية اعتماداً على طبيعة الموجودات محل التصكيك؛ حيث يمكن أن تصدر الصكوك مدعومة بالأصول Asset-backed، أو أن تصدر مبنية على الأصول Asset-based^(٢)، أو أن يكون إصدار

(١) المعيار الشرعي رقم (١٧)، البند الثاني، (البحرين: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠٢٢)، ص ٤٦٨، ٤٧٢. Accounting and Auditing Organization for

Islamic Financial Institutions (aaoifi.com)

(٢) عيسى يوسف بازيئة، إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا: حالة دراسية مقترحة لتمويل مشروع مصنع أعلاف الصويا بشركة المنطقة الحرة باستخدام صكوك الإجارة الإسلامية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، جامعة مصراته، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، العدد ١٤٦، ٢٠١٧، ص ٢٦.

الصكوك مخفف الدعم بالأصول Light Assets، والفرق بين الحالات الثلاثة السابق ذكرها يتلخص في الآتي:

بالنسبة للصكوك المدعومة بالأصول Asset-backed

يتمتع مالكو الصكوك بامتياز وضمان في الاستحواذ على الأصول محل التصكيك في حالة إفلاس الشركة المستفيدة، وبالتالي فهم يكونون في وضع أفضل من الدائن العادي؛ حيث يستطيعون الرجوع على الأصول محل إصدار الصكوك الإسلامية شريطة أن تكون الأصول مبيعة لهم بيعاً حقيقياً من الشركة المستفيدة بموجب عقود متسقة مع المتطلبات التي يضعها القانون الوضعي، وفي هذا الإصدار يكون تقييم الجدارة الائتمانية مقتصرًا فقط على تقييم الأصول محل الإصدار دون النظر في الجدارة الائتمانية للشركة المستفيدة، وفي هذه الحالة لا يحق لمالكي الصكوك الرجوع على الشركة المستفيدة أو أي جهة أخرى بدين شخصي؛ لأن ضمانهم يقتصر فقط على الأصول محل الإصدار، وهو ما يطلق عليه Off Balance Sheet؛ حيث تكون الأصول محل التصكيك هي المصدر الأساسي لسداد مدفوعات مالكي الصكوك، كما أن إفلاس الشركة المستفيدة لا يؤثر على حقوق مالكي الصكوك الذين يمكن استيفاء قيمة صكوكهم من تصفية الموجودات محل عملية التصكيك.

بالنسبة للصكوك المبنية على الأصول Asset-based:

تكون الأصول محل هذه الصكوك موجودة فقط لأغراض الشريعة الإسلامية؛ حيث لا يمكن الاعتماد على هذه الأصول، أو أن تكون مصدرًا لسداد مدفوعات مالكي الصكوك، كما لا تلتزم شركات التصنيف الائتماني بتقييم جدارتها الائتمانية؛ حيث يعتمد الإصدار على قيام الشركة المستفيدة بإصدار التزام وتعهد بشراء موجودات الصكوك بقيمة لا تزيد على قيمة التمويل المقدم من مالكي الصكوك في حالة الاستهلاك المبكر للصكوك، وفي

ظل هذا النوع من الإصدار تقوم شركات التقييم الائتماني بتقييم الجدارة الائتمانية للشركة المستفيدة للتحقق من قدرتها على السداد من أموالها الخاصة، أو من قدرتها على الحصول على تمويل وتكبد مصاريفه، وقدرتها على تحقيق المشروع محل التصكيك وفق دراسة الجدوى المقدمة منها، ومن الجدير بالذكر أن مالكي الصكوك في هذه النوعية من الإصدارات يكونون في وضع أضعف من مالكي الصكوك في إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول؛ لأنهم يتساوون مع مرتبة الدائن العادي عند تحقق حالة الإفلاس للشركة المستفيدة، ولا يمكن القول بأن لهم حق امتياز أو ضماناً على الأصول محل التصكيك؛ حيث يعتمدون فقط على تحقيق الربح من الجدوى الاقتصادية للمشروع، ووجود التدفقات النقدية للمستحقات المالية الآجلة^(١) من عملاء الشركة المستفيدة.

أ. الصكوك المخففة الدعم بالأصول Light Assets:

حيث يستوفي دعم الصكوك بالأصول المحسوسة بالحد الأدنى الذي لم يتم تعيينه، وقد ناقش المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في فبراير ٢٠٠٨ هذه النوعية من الأصول، وأصدر حكماً بتحريمها، إلا أن صيغة الحكم كانت متواضعة، وفشلت في توضيح سبب حرمانيتها بشكل كاف^(٢).

(١) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، المجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية، جامعة مؤتة، عمادة البحث العلمي، مج ١٠، ٢٤، ٢٠١٨، ص ١٩.

(٢) إيجاز حكم هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: "لكي تصبح الصكوك قابلة للمتاجرة ينبغي أن تمثل ملكية أصول محسوسة متقومة شرعاً؛ كالعقارات، و/أو أصول غير محسوسة؛ كالمنافع - منافع الإجارة مثلاً، أو الخدمات؛ امتيازات طريق مكسي مثلاً، ولكي تصبح الصكوك قابلة للمتاجرة ينبغي ألا تمثل أية حسابات قبض أو ديون ما لم تكن الصكوك تمثل: جميع أعمال المتاجرة المجازة شرعاً للشركة أو المؤسسة المالية الإسلامية، أو المحفظة الراهنة للأصول المحسوسة و/أو غير المحسوسة المتقومة شرعاً، وتشتمل - في أعيان عارضة- على بعض حسابات القبض المتقومة شرعاً، ولا يحق لوكيل الصكوك أن يقدم أو يطلب أية تسهيلات سيولة إذا لم تكف الأرباح المتحققة للقيام بالتوزيعات الدورية مستحقة الدفع لحاملي الصكوك، ولا يجوز للوكيل أو الشريك في الوكالة أو المضاربة أو صكوك المشاركة

كذلك اتجه البعض^(١) إلى تقسيم إصدارات الصكوك إلى إصدار تصكيك عام (تصكيك مباشر)، أو تصكيك خاص (تصكيك غير مباشر)، ويكون الغرض من التصكيك العام جمع الأموال لتمويل إنشاء مشروع استثماري معين يُراد إنجازُه، ويشكّل هذا النوع أوجه الخلاف بين التصكيك الإسلامي وبين التوريق التقليدي الذي يعتمد على وجود محفظة مستحقات مالية آجلة، أما بالنسبة للتصكيك الخاص فبموجبه تصدر الصكوك بغرض توفير السيولة للمشروعات القائمة، أو تمويل الأنشطة الحالية للشركات المستفيدة لجعلها أكثر جاذبية، ولتحويلها من أصول غير مدرة للدخل إلى أصول مدرة للدخل.

ويمكن تلخيص أنواع صيغ الصكوك الإسلامية الأكثر انتشاراً من خلال الأشكال البيانية الآتية^(٢):

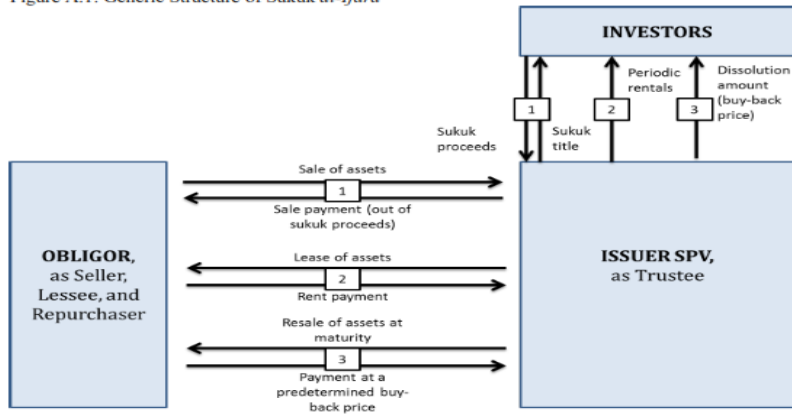
التعهد بشراء الحصص أو الأصول الأساسية للحصص من الشريك الآخر أو الشركاء الآخرين بالقيمة الاسمية الابتدائية، عند الاستحقاق أو عند وقوع التصفية المبكرة للصكوك، ومثل هذا التعهد جائز إذا بني السعر على القيمة السائدة في السوق، أو القيمة العادلة؛ إذا لم يكن هنالك سعر سوق، أو على سعر يتم الاتفاق عليه في ذلك الوقت، وفي صكوك الإجارة يجوز للمستأجر التعهد بشراء الأصول المؤجرة من المؤجر بالقيمة الاسمية الابتدائية، عند الاستحقاق أو عند الفسخ المبكر للإجارة، شريطة ألا يكون المستأجر شريكاً أو مضارباً أو وكيل استثمار للمؤجر، انظر: رفيع حنفي، من الهياكل المدعمة بالأصول إلى الهياكل المخففة الدعم بالأصول: التاريخ المعقد للصكوك، ترجمة: محمد مهدي، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دار المنظومة، ٢٠١١، ص ١٢٧.

^(١) زكريا عبد الحفيظ صيام، صكوك المضاربة ودورها في تمويل المشاريع الاقتصادية الفلسطينية، مجلة كلية فلسطين التقنية للأبحاث والدراسات، العدد ٢، يوليو ٢٠١٥، دار المنظومة، ص ٣٦.

^(٢) Ketut Ariadi Kusuma & Anderson Caputo Silva, Sukuk Markets A Proposed Approach for Development, World bank group, Finance and Markets Global Practice Group, 2014, page 22-31.

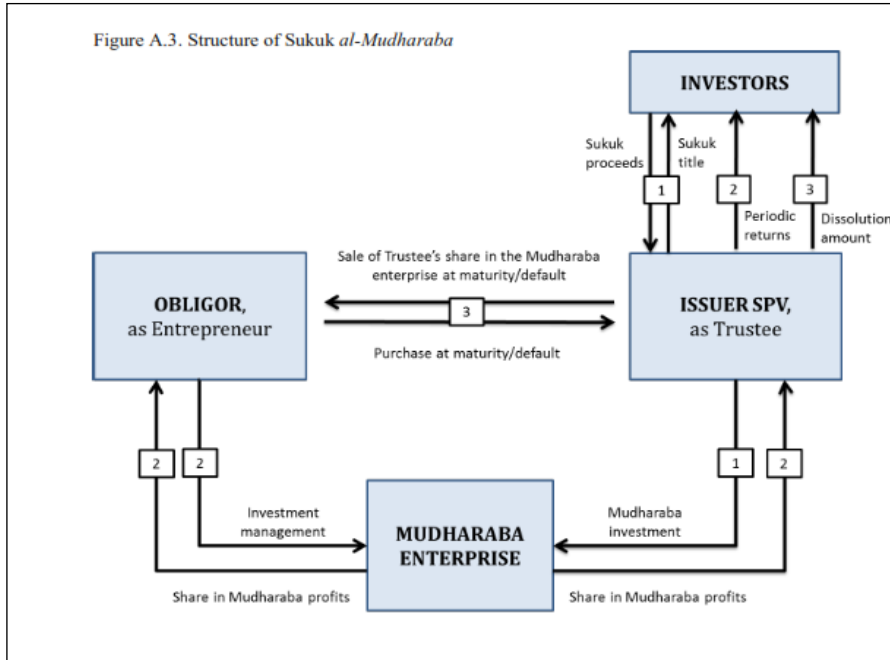
أ. هيكل إصدار صكوك الإجارة:

Figure A.1. Generic Structure of Sukuk *al-Ijara*

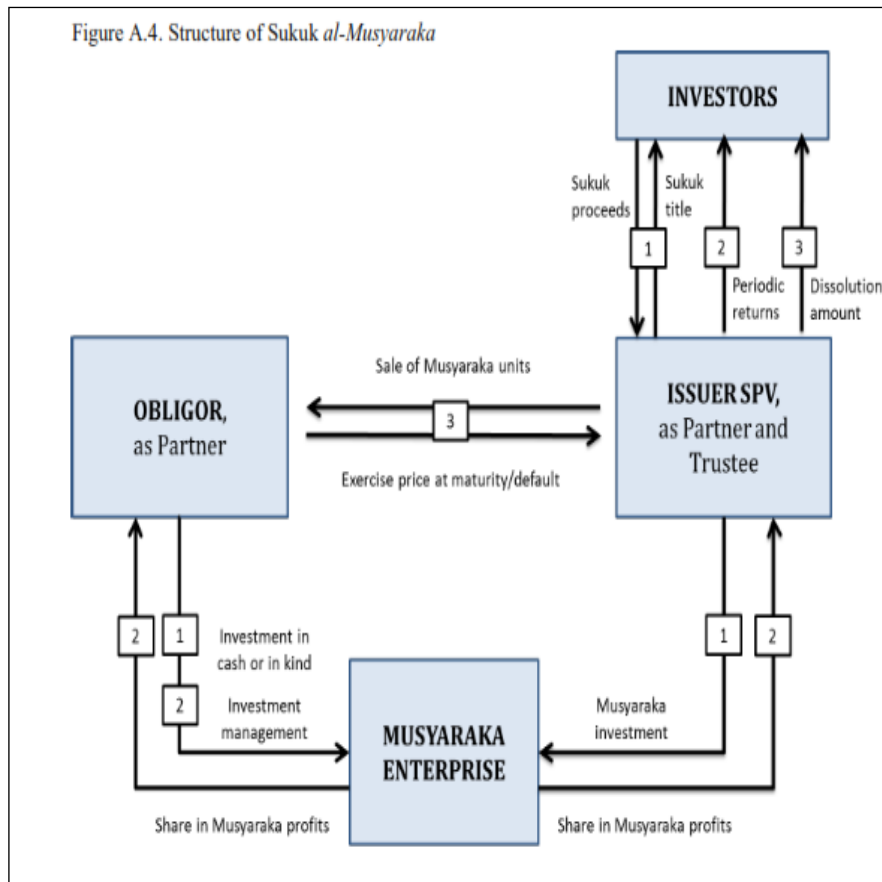


ب. هيكل إصدار صكوك المضاربة:

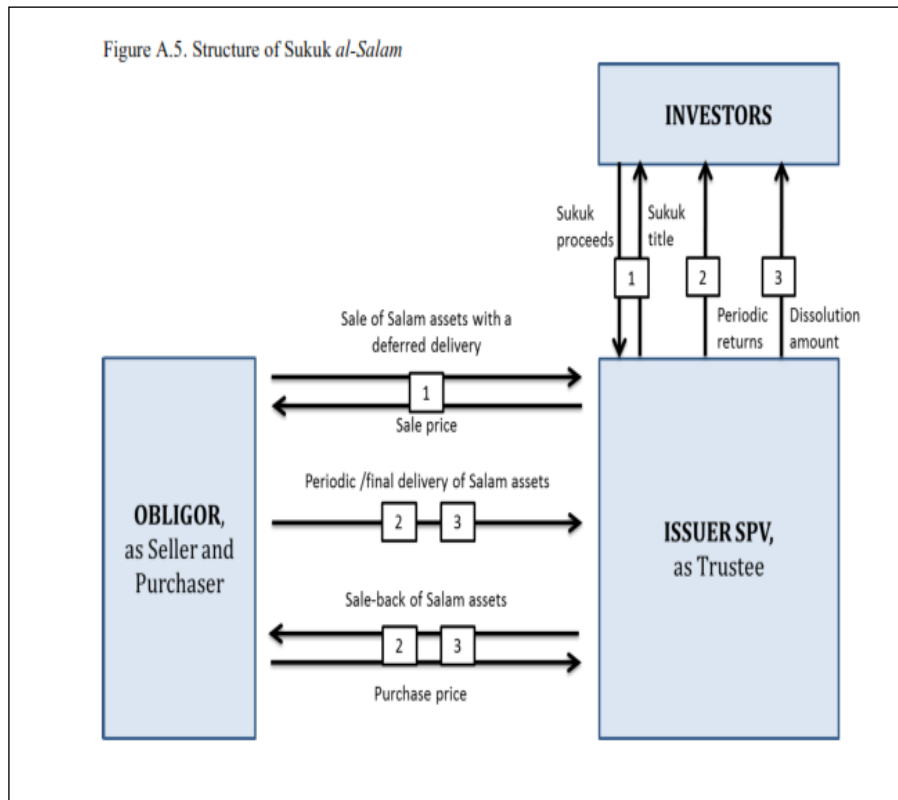
Figure A.3. Structure of Sukuk *al-Mudharaba*



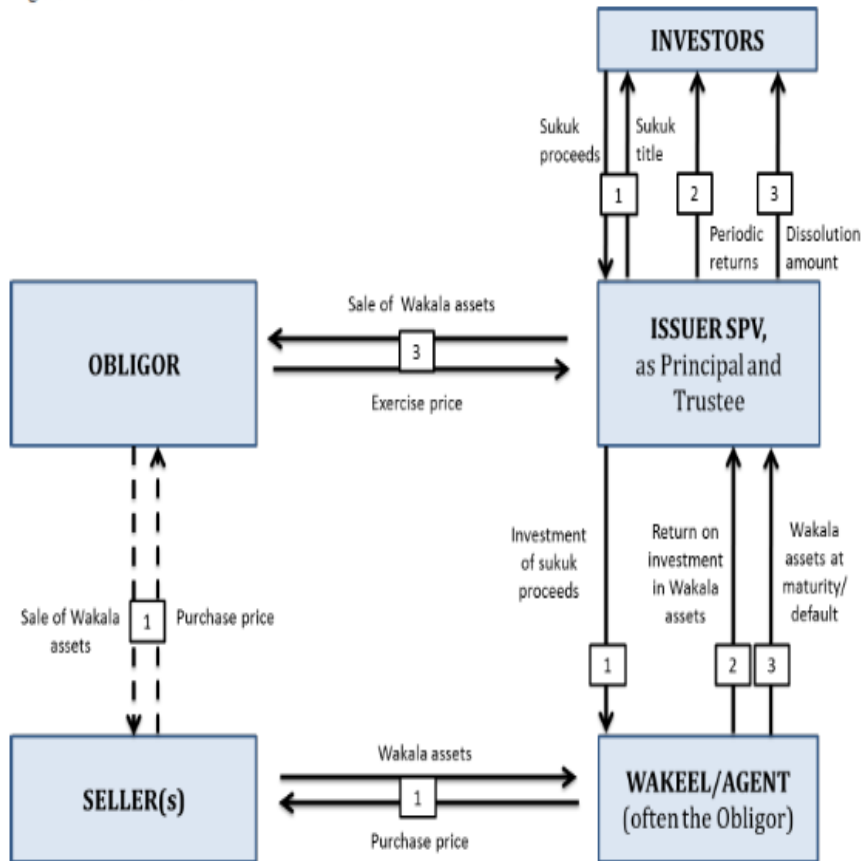
ج. هيكل إصدار صكوك المشاركة:



د. هيكل إصدار صكوك السلم:



هـ. هيكل إصدار صكوك الوكالة:

Figure A.7. Structure of Sukuk *al-Wakala*

المبحث الثاني فلسفة استخدام الصكوك الإسلامية وأثرها على أسواق المال

ويتكون هذا المبحث من مطلبين؛ هما:

المطلب الأول: فلسفة استخدام الصكوك الإسلامية وتاريخها.

المطلب الثاني: أثر استخدام الصكوك الإسلامية على أسواق المال.

المطلب الأول فلسفة استخدام الصكوك الإسلامية وتاريخها

تقوم فلسفة الصكوك الإسلامية على المشاركة بين أصحاب الأموال (مالكو الصكوك) والمضارب (الجهة المستفيدة) في تمويل المشروعات والأنشطة الاستثمارية المتوسطة والطويلة الأجل، وفقاً لمبدأ (الغنم بالغرم)؛ أي المشاركة في الربح والخسارة، ووفقاً لهذه القاعدة الشرعية تصدر الصكوك وفق أي صيغة من صيغ الصكوك الإسلامية؛ كالمضاربة والإجارة والسلم والمشاركة وغيرها، ويسمى الصك الاستثماري بالصيغة التي يُطرح بها^(١).

والفلسفة الأساسية التي تقوم عليها إصدارات الصكوك هي تحريم الربا، ومن هذا المنظور كان التفكير في اللجوء لأدوات مشروعقة لقول الله تعالى: (الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ)^(٢).

ويبتعد التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية عن القرض الإنتاجي

(١) كريم محمد عبد السميع الزهيري، دور الصكوك الإسلامية في تعزيز التنمية الاقتصادية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، مج ٢٥، العدد ٣، ٢٠١٧، ص ٥١.
(٢) سورة البقرة، الآية: ٢٧٥.

الربوي الذي كانت تعتمد عليه التجارة في الجاهلية قبل ظهور الشريعة الإسلامية، ومن ثمَّ ظهرت فكرة الاستثمار التي تقوم على المضاربة، وقد قام الصحابة بالاستثمار في شركة المضاربة التي أقرَّها النبي صلى الله عليه وسلم، والتي اعتمدت على عدم قيام المضارب بضمان المال المسلم له من أرباب المال، إلَّا إذا خالف الشروط التعاقدية أو أتى بفعل يتسم بالتقصير والإهمال، وقد كان النبي صلى الله عليه وسلم يضارب بأموال السيدة خديجة قبل الإسلام، وقد أقرَّ المضاربة بغير ضمان، وفيها تقسم الأرباح بين المضارب وأصحاب المال بنسبة معلومة، وفي حالة الخسارة يتحمَّل أصحاب المال خسارة المال، ويخسر المضارب جهده وعمله شريطة ألا يكون مخالفاً لأي شرط من الشروط التعاقدية، أو أن يكون قد أتى بأي تقصير أو إهمال^(١).

لذا فإنَّ المضارب في إصدارات الصكوك الإسلامية ملتزم باتباع التعليمات المنفق عليها بالتعاقدات المبرمة مع أصحاب المال، ومصدر ذلك ما رواه ابن الجارود عن حبيب بن يسار عن ابن عباس رضي الله عنه قال: كان العباس إذا دفع مال المضاربة اشترط على صاحبه أن لا يسلك بحراً ولا ينزل وادياً ولا يشتري به ذات كبد رطبة، فإن فعل ذلك فهو ضامن، فرفع شرطه إلى النبي صلى الله عليه وسلم فأجازها^(٢).

وقصد الاستثمار والتمويل عن طريق الصكوك الإسلامية وفلسفته هو إعمار الأرض، وتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، ومنع الممارسات الاحتكارية، وخلق قيمة مضافة للاقتصاد الكلي، ومكافحة التضخم^(٣)، كما أن النظم الاستثمارية المطبقة للنظام الرأسمالي تهدف بشكل أساسي لتحقيق أكبر قدر من الأرباح، وكان هذا سبباً في الكثير من الأزمات؛ كأزمة الكساد الكبير Great Depression، وقد نجحت الشريعة الإسلامية في التعامل بحذر مع

(١) علي أحمد السالوس، المضاربة، القرض الإنتاجي الربوي وشركة المضاربة، مجلة التوحيد، العدد ٣٩، ع ٤٦١، ٢٠١٠، ص ٣٠، ٣٢.

(٢) محمد رامتني، المضاربة في الفقه الإسلامي، هدى الإسلام، وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية، العدد مج ٤٨، ع ٢٤، ٢٠٠٤، ص ٥٥.

(٣) علي هلال الباقوم، صكوك الإجارة ودورها التسويقي في التنمية، المجلة العالمية للتسويق الإسلامي، العدد مج ٢، ع ٣٤، ٢٠١٣، ص ٩٨.

الفائدة على الإقراض^(١)، ورجحت كفة استخدام الصكوك الإسلامية القائمة على مبدأ الغنم بالغرم، بدلاً من الاعتماد على الفائدة التي تؤدي في النهاية إلى تآكل الأموال وتحث من التنمية الاقتصادية، وكل تلك الأهداف تنتج من سهولة تداول الثروات بين الدول، والمشاركة في تمويل المشروعات على نطاق إقليمي ودولي من خلال الاكتتاب في إصدارات الصكوك الإسلامية باختلاف الصيغ الشرعية الصادرة وفقاً لها، وقد خلص المجلس الاقتصادي والاجتماعي المنبثق عن الأمم المتحدة إلى أهمية التمويل عن طريق المشاركة إذا ما قورنت بخطورة المديونية والإقراض المفرط وتأثيره على الاقتصاد، بعد التعرض للأزمات المالية المتلاحقة^(٢).

وتعدُّ الأردن صاحبة إحياء فكرة الصكوك الإسلامية، بل إنها هي من وضعت اللبنة الأولى لسندات المقارضة^(٣) ضمن مشروع إنشاء مشروع قانون البنك الإسلامي المؤقت رقم (١٣) لسنة ١٩٧٨، وحاولت تطبيقها بالتعاون مع وزارة الأوقاف الأردنية لتنمية الممتلكات الوقفية، وكان نتيجة ذلك هو سن القانون رقم (١٠) لسنة ١٩٨١^(٤).

ومنذ ذلك الحين بدأ اهتمام البنك الإسلامي للتنمية الأردني بالصكوك الإسلامية، وعلى أثره قام مجمع الفقه الإسلامي بإصدار القرار رقم (٥) بتاريخ ١٩٨٨/٨/٤ بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، وكان هذا هو أساس انطلاق دول الخليج في إحياء الصكوك الإسلامية، كما شجّع ذلك القرار الشركات الإسلامية على استخدام الصكوك الإسلامية في التمويل،

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٩١.

(٢) مرجع سابق، ص ٤.

(٣) هي سندات قائمة على المشاركة في الربح المحقق فعلياً وليس العائد المحدد مسبقاً، وتعدُّ سندات المقارضة تطبيقاً حديثاً لصكوك المضاربة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٨٣.

(٤) زكريا عبد الحفيظ صيام، صكوك المضاربة ودورها في تمويل المشاريع الاقتصادية الفلسطينية، مرجع سابق، ص ٣٤.

وبناء عليه: قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) بإصدار معيار شرعي لصكوك الاستثمار؛ حيث حدّدت المبادئ لإصدار جميع صيغ الصكوك الإسلامية، وعن طريق هذا المعيار استطاعت المؤسسات المالية الإسلامية التغلب على ضرورة إعطاء عائد ثابت متفق عليه مسبقاً^(١).

كما قامت البحرين التي كانت -أيضاً- من أوائل الدول الخليجية في تبني هذا الاستثمار، ثم تلتها كل من الإمارات والسعودية والكويت^(٢)، ودخلت -أيضاً- في هذا السباق كل من تركيا وأندونيسيا؛ حيث قامت بعدة إصدارات للصكوك الإسلامية خلال السنوات الأخيرة، وقد وصلت حجم الإصدارات العالمية إلى ١٤٠ مليار دولار في عام ٢٠١٢، وجاءت غالبيتها من دول الخليج العربي وماليزيا^(٣).

كذلك كانت ماليزيا من أوائل الدول التي أدخلت الصكوك الإسلامية في نظامها المالي^(٤)؛ حيث بدأ ذلك في عام ١٩٨٣، وكان السبب وراءه هو عزوف بنك إسلام ماليزيا عن المشاركة في تملك سندات الخزنة أو السندات الحكومية؛ لأنها تخالف الشريعة الإسلامية، لذلك لجأ البنك المركزي الماليزي إلى إصدار شهادات استثمار لا تعتمد على الربا^(٥)، وفي عام ١٩٩٠ قامت شركة Shell MDS Sdn Bhd (SMDS) إلى إصدار صكوك مبنية على

(١) ولد الشيباني الصوفي، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، الناشر: صلاح الدين دكدك، مجلة الفقه والقانون، ع ٣٤، ٢٠١٥، ص ٨.

(٢) عبد الله بن محمد بن عبد الرحمن، الصكوك، مجلة البحوث الإسلامية، العدد ١٠٠، ٢٠١٣، ص ٣٥٠.

(٣) مرجع سابق، ص ٩.

(٤) يهتم البنك المركزي الماليزي بتوفير رأس المال البشري المؤهل لمباشرة أدوات التمويل والاستثمار المتماشية مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها؛ مثل: المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي (INCEIF) The Global University of Islamic Finance، والأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).

(٥) ولد الشيباني الصوفي، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ٨.

البيع الآجل بمبلغ ٥٠ مليون دولار أمريكي، وفي عام ١٩٩٧ قامت شركة Khazanah (جهاز الاستثمار التابع لحكومة ماليزيا) إلى إصدار صكوك مبنية على الدين والمرابحة بقيمة ٧٥٠ مليون دولار أمريكي لمدة خمس سنوات، وتعدُّ هذه الصكوك أول صكوك قابلة للتداول^(١)، وبعدها قامت ماليزيا في عام ٢٠٠٢ بإصدار ما يقارب المليون دولار من الصكوك الإسلامية، ووصلت حجم إصداراتها إلى قيمة تجاوزت الـ ٩٤ مليون دولار عام ٢٠٠٧، وقد شجع ذلك العديد من الدول العربية لاتباع نهج دولة ماليزيا التي ساهمت في ازدهار الاستثمار عبر إصدارات الصكوك الإسلامية.

ويرجع السبب وراء نمو إصدارات الصكوك الإسلامية في السنوات الأخيرة إلى قيام الكثير من النظم القانونية بتضمينها لقوانينها، وذلك مرجعه نجاحها في العديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية، حيث قامت ولاية ساكسوني Saxony Anhalt الألمانية بإصدار أول الصكوك الإسلامية في عام ٢٠٠٤، كذلك قام البنك الدولي بإصدار الصكوك الإسلامية في ٢٠٠٥، ثم توالى بعد ذلك العديد من الدول غير الإسلامية في إصدار الصكوك الإسلامية؛ مثل: المملكة المتحدة التي أصدرت في ٢٠١٤ صكوكاً إسلامية بقيمة ٤٠٠ مليون جنيه إسترليني^(٢)، وهناك من يرى^(٣) أن إصدارات الصكوك في الدول غير الإسلامية يقابله تحديات؛ منها: تفسير شروط الطرح بمنظور ضيق وفقاً لقواعد القوانين السارية، وبعيداً عن تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية، وحتى مع تطبيقها يتم ذلك بطريقة غير صحيحة.

وتعدُّ السودان من أهم الدول الداعمة لأسلمة النظام الاقتصادي من خلال استخدام أدوات لتوفير السيولة وإدارتها، وتعتمد هذه الأدوات في

(١) عيسى يوسف بازيمة، إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا: حالة دراسية مقترحة لتمويل مشروع مصنع أعلاف الصويا بشركة المنطقة الحرة باستخدام صكوك الإجارة الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٩.

(٢) ولد الشيباني الصوفي، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ٦.
(٣) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٣٧٨.

نشأتها على مبادئ الشريعة الإسلامية، لذا قامت في ١٦/٥/١٩٨٨ بتأسيس شركة تسمى "شركة السودان للخدمات المالية المحدودة"، وهي شركة مملوكة لبنك السودان المركزي بنسبة ٩٩% ومؤسسة وفقاً لقانون الشركات الصادر عام ١٩٢٥، واضطلعت هذه الشركة بتسويق الأدوات المالية الاستثمارية الإسلامية الصادرة من وزارة المالية والبنك المركزي السوداني، وقد سعى الأفراد للاستثمار في هذه الأدوات؛ لأنها مغطاة بأصول عينية حقيقية، كما أنها تمتاز بسهولة تسيلها عن طريق تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية أو أي أسواق إقليمية^(١).

كذلك تنبّهت دولة المغرب إلى أهمية الاعتماد على المعاملات الإسلامية في التمويل، لذلك أدخل المشرع المغربي في عام ٢٠١٤ تنظيمها ضمن نصوص قانون تسديد الديون رقم 33.06^(٢).

ومن مفاد ما تقدّم يتضح أن استخدام الاستثمار الإسلامي قد حقق نجاحاً كبيراً منذ بدايته عهده، كما أن صيغ الصكوك الإسلامية المطبقة حالياً تعتمد على أشكال المشاركات المتشابهة مع ما كان معمولاً به منذ عهد الرسول صلى الله عليه وسلم كالمضاربة والمشاركة والسلم وغيرها، وكذلك تعدّ الصكوك الإسلامية أداة تمويل ناجحة في العصر الحديث بعد قيام العديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية بتطبيقها لتمويل المشروعات السيادية وغير السيادية، وبذلك فقد أثبتت أنها أداة تمويل مناسبة للعصور كلها، والأنظمة القانونية الوضعية كلها؛ سواء أكانت إسلامية أم غير إسلامية، التي أدخلتها في نظمها القانونية القائمة التي استوعبتها بدون أن تلفظها أو تتنافر معها؛ وذلك مرجعه اتسام الصكوك الإسلامية بالسلاسة والمرونة في التطبيق

(١) منير عثمان أحمد البيلي، نحو آفاق جديدة للاقتصاد الإسلامي، الشهادات والصكوك البديل الإسلامي لعمليات السوق المفتوحة، بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد ٥٨، ع، ٢٠٠٨، ص ٤٠، ٤١.

(٢) عبد الإله المحبوب، قانون الصكوك بالمغرب: بين الحتمية الاقتصادية والإكراهات الواقعية، مجلة القانون التجاري، العدد ٤٤، ٢٠١٧، ص ٣.

في الواقع العملي، بحيث لا يوجد ما يمنع من تطبيقها بتشريع مستقل، أو أن يتم تضمينها بأحكام التشريعات القائمة.

المطلب الثاني

أثر استخدام الصكوك الإسلامية على أسواق المال

حافظت الصكوك الإسلامية على قدرتها على اجتذاب رؤوس الأموال المعطلة، ووجهتها لتنمية المشروعات في الأسواق العربية والأجنبية عن طريق إصدارات قصيرة وطويلة الأجل، كما أنها ساهمت في حل مشاكل عديدة متعلقة بنمو سوق الأوراق المالية بوجه خاص في الدول العربية والإسلامية، فقد أدت إلى رفع كفاءة سوق رأس المال، وحجّمت دور الوساطة، وذلك نتيجة لكفاءة التشغيل والتسعير المرتبطة بإصدارات الصكوك التي تخلق ممارسات متوازنة عليها في سوق التداول، وتظهر كفاءة التسعير من جدية المعلومات المتعلقة بالموجودات التي تصدر على أساسها الصكوك الإسلامية والإفصاح عنها بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات^(١).

وترجع أهمية إدراج الصكوك الإسلامية بوصفها أداة مالية بأسواق المال إلى كفاءة الأنشطة والاستثمارات التي تمولها؛ حيث تقل المضاربات على أسعار الصكوك الإسلامية لارتباطها بمعايير تقييم وتسعير حقيقية للموجودات محلها، بل إن البعض^(٢) يشجع على ضرورة الاهتمام بإدراج الصكوك الإسلامية بالسوق الأولية بدلاً من إدراجها في السوق الثانوية؛ لأن ذلك سيؤدي إلى زيادة تمويل مشروعات جديدة، ولكننا نرى أن ذلك قد يؤدي إلى نتيجة عكسية؛ لأن عدم تشجيع السوق الثانوية للصكوك سيؤدي إلى ضعف تداولها، كما أن المستثمر سيكون مجبراً على الاحتفاظ بالورقة المالية حتى نهاية أجلها الممتد وفقاً للقانون المصري إلى ثلاثين عاماً، ومن

(١) رمضان عبد الله الصاوي، صكوك الاستثمار ودورها في التنمية الاقتصادية، مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد مج ٢٠، ع ٥٩، ٢٠١٦، ص ٣٠٨ وما بعدها.

(٢) مرجع سابق، ص ٣١٤.

المفترض أن سهولة تسهيلها هو ما يميز الأوراق المالية عموماً، ويشجع المستثمرون على الاحتفاظ بها؛ وذلك لأنه قد يحتاج في أي وقت من الأوقات إلى السيولة، ومن ثمَّ يحتاج إلى بيع الصكوك الإسلامية في السوق الثانوية، والبعض يرى^(١) أن تداول الصكوك الإسلامية ببورصة الأوراق المالية سيكون له أثر طيب على تحريك عجلة النمو، واستقطاب أفراد كان لديهم عزوف عن التعامل في الأوراق المالية المتداولة بالبورصة؛ لخوفهم من عدم شرعيتها وتوافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، أو عدم الثقة في آلياتها.

فضلاً عما سبق: تستطيع البنوك؛ سواء أكانت إسلامية أم تجارية، الدخول في الاستثمار عبر الصكوك الإسلامية القائمة على الربح والخسارة، ومن ثمَّ القيام بتمويل مشروعات حقيقية بدلاً من اعتمادها على تمويل الديون فقط، كما أن إدراج الصكوك الإسلامية بأسواق المال من شأنه أن يُنعش أنشطة شركات ضمان الاكتتاب، وتغطية الأوراق المالية التي يكون لها دور مميز في إصدارات الصكوك الإسلامية وإدارتها وترويجها؛ لضمان نجاح الإصدارات وقدرتها على تغطية أي عجز في الاكتتاب، وبيع هذه الصكوك مرة أخرى للغير.

وفي نهاية المطاف يمكن القول إن زيادة تمويل المشروعات عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية؛ سواء بالدول الإسلامية أو غير الإسلامية، والتوجه بقيدتها في بورصة الأوراق المالية، أدى لخلق مؤشرات مالية لمعرفة معدل أدائها في الأسواق العالمية؛ ومن هذه المؤشرات: مؤشر Dow Jones Citigroup، ومؤشر Thomson Reuters^(٢)، كذلك أدخلت ماليزيا لأول مرة في ١٩٩٩ مؤشراً يرصد حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة على اللوحة الرئيسية

(١) يوسف تبزي، متطلبات العمل بالصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، مج ٦، ع ٤٤، دار المنظومة، ٢٠٢٠، ص ٣٤٩.

(٢) عيسى يوسف بازينة، إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا: حالة دراسية مقترحة لتمويل مشروع مصنع أعلاف الصويا بشركة المنطقة الحرة باستخدام صكوك الإجارة الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٨.

لبورصة ماليزيا، وأطلقت عليه مؤشر الشريعة Shariah Index، وذلك لأن أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في بورصة ماليزيا هي أسهم متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وكانت هذه خطوة إيجابية ورائدة لبناء سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وتنظيمه^(١).

كما أصدر اتحاد ماليزيا في عام ٢٠٠٢م أول إصدار لصكوك إسلامية عالمية قيمته ٦٠٠ مليون دولار أمريكي بصيغة الإجارة، وفق نصوص قانون الأوراق المالية الأمريكي الصادر في عام ١٩٣٣ (U.S Regulation S)، و (Rule 144A)، وهي القواعد القانونية ذاتها التي تحكم إصدار السندات العالمية التقليدية، وقد تمّ تصنيف إصدار الصكوك من قبل استاندرد آند بورز (Standard & Poor's) وموديز (Moody's)، وطرح هذا الإصدار للمستثمرين الإسلاميين والتقليديين والمؤسسات المؤهلة للشراء في الولايات المتحدة الأمريكية، كما أدرجت هذه الصكوك لأول مرة في بورصة لوكسمبورج (Luxembourg Stock Exchange)، ومن الملاحظ أن عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا كانت مزدهرة؛ حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في عام ٢٠٠١ نحو ٦٤٠ شركة من أصل ٨٢٠ شركة، وقد ازداد هذا المعدل في عام ٢٠٠٦؛ حيث وصلت الشركات الإسلامية المدرجة بالبورصة نحو ٨٨٦ شركة من أصل عدد ١٠٢٩ شركة، وأرجع البعض السبب في هذا الازدهار إلى ظهور الطفرة النفطية التي عرفتها دول الخليج، مما ولد الكثير من الأرباح، وأصبحت المؤسسات تسعى للبحث عن فرص استثمارية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، ووجدت ضالتها في شراء الصكوك الإسلامية.

ومن الملاحظ أن الاستثمار في الصكوك الإسلامية قد طاله التراجع بعض الشيء خلال الفترة من ٢٠١٣ وحتى ٢٠١٦؛ حيث قيدت نحو ٦٧١

(١) صارة، زعيتري، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجًا، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، مرجع سابق، ص ٣٥٣.

شركة إسلامية من أصل ٩٠٤ شركة، وكان سبب هذا التراجع زيادة إصدارات الأدوات المالية الأخرى غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وهناك من يرى^(١) أن هذا التراجع مصدره التشيع الذي عرفه السوق الماليزي من الصكوك الإسلامية، وانخفاض أسعار النفط، وسياسات البنك المركزي الماليزي التي اتجهت إلى التوقف عن إصدار الصكوك الإسلامية القصيرة الأجل، ولكن ذلك لا يشكل تراجعاً عاماً لإصدارات الصكوك الإسلامية، إنما يؤدي إلى استمرار وتيرة تزايدها مع إمكانية إصدار الصكوك الإسلامية في أوروبا وأفريقيا.

كذلك احتلت مملكة البحرين وبروني دار السلام وأندونيسيا وماليزيا وتركيا وبعض الدول الأفريقية الصدارة في إصدارات الصكوك القصيرة الأجل في ٢٠٢٠، وقد طرحت البحرين في عام ٢٠٠١ إصداراً افتتاحياً لصكوك الإجارة بقيمة ٢٥٠ مليون دولار أمريكي وأجله خمس سنوات، ودعمت هذا الإصدار بأصول حكومية بقيمته ذاتها، وكان هذا الإصدار بداية الطريق للتمويل الإسلامي، كما أنه شجع على القيام بطرح إصدارات سيادية تعتمد على بيع الأصول الحكومية.

وقد انتهت الدراسات^(٢) التي تناولت صيغ الصكوك ومخاطرها ودورها في تمويل الشركات، إلى أنه قبل الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨ كانت ردود فعل المستثمرين سلبية تجاه إدراج الصكوك بأسواق المال، ولكن هذه النظرة اختلفت بعد أن نصح الاقتصاديون المستثمرين بتنوع محافظهم وتضمينها الصكوك الإسلامية؛ لانخفاض تقلبات أسعارها، كما أثبتوا -أيضاً- أن هناك تكاملاً بين سوق الصكوك الإسلامية وسوق السندات التقليدية، وانتهوا

(١) رفيع حنيف، من الهياكل المدعومة بالأصول إلى الهياكل المخففة الدعم بالأصول: التاريخ المعقد للصكوك، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، العدد مج ١٧، ع ١٤، ٢٠١١، ص ١١١.

(٢) Houcen Smaoui, Hatem Gouma, Sukuk market development and Islamic banks capital ratios, Research in International Business and Finance, 2020, pages 50,51.

إلى أن أداء الصكوك الإسلامية في أسواق المال في المستقبل سيفوق أداء السندات التقليدية، ولم يؤيد آخرون^(١) الرأي السابق على إطلاقه، بل انتهوا إلى أن فوائد تنويع المحفظة وتضمينها الصكوك الإسلامية تختلف باختلاف التقلبات السعرية والوقت، وكلاهما من العوامل التي يجب على البنوك الإسلامية ومديري الاستثمار مراعاتها حتى لا تتعرض قيمة محافظهم للمخاطر.

كذلك انتهى رأي^(٢) بعد دراسة أداء الصكوك الإسلامية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٤^(٣)، وهي الفترة التي تلت الأزمة المالية عام ٢٠٠٨، وبدأ فيها ارتباط أداء الصكوك الإسلامية بمؤشرات البورصة العالمية في وقت الأزمة، إلى أنه من الممكن أن تكون بديلاً للأسهم؛ حيث تشجع المستثمر الذي يرغب في الاستثمار طويل الأجل؛ مثل: صناديق المعاشات وشركات التأمين وصناديق الثروة السيادية على اقتنائها لتنويع المحافظ، كما تعين عليهم دراسة الأسواق التي تتداول بها هذه الصكوك، خاصة المنخفضة السيولة التي تحقق هامشاً عالياً نتيجة لتداولها بالبيع والشراء، وهي عوامل تدفع إلى الاحتفاظ بالصكوك الإسلامية حتى نهاية أجلها.

وقد انتهى رأي آخر^(٤)، بعد دراسة حوالي ١٣١ إصدار للصكوك الإسلامية لثمان دول خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٣، إلى أن إصدار الصكوك كان له تأثير إيجابي على أسعار أسهم الشركات المصدرة للصكوك في أسواق المال، كما أضافت هذه الدراسة أن أكثر الصيغ نجاحاً هي صيغة

(1) Chaker Aloui, Shawkat Hammoudeh, Co- movement between sharia stocks and sukuk in the GCC markets: A time frequency analysis, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 2015, Page 78.

(2) Alex Scip, Alberto Dreassi & others, Dynamic correlations and volatility linkage between stocks and Sukuk: Evidence from international markets, Review of Financial Economics, 2016, pages 40-44.

(٣) شملت الدراسة أداء الصكوك الإسلامية في العديد من الدول؛ نحو: ماليزيا وأندونيسيا وقطر والإمارات وتركيا.

(4) Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, Do the type of Sukuk and choice of shari'a scholar matter? Journal of Economic Behavior & Organization, 2016, page 63,64.

الإجارة والمرابحة، وأن اختيار علماء الشريعة المعنيين بالإصدار يساعد على تشجيع المستثمرين لشراء الصكوك الإسلامية من خلال سوق المال؛ وذلك لأن الشهادة الصادرة منهم تكون لها ثقة وصدى لدى المستثمرين الذين يريدون الاستثمار في أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

فضلاً عما سبق: فإنه وفقاً للتقرير الصادر من السوق المالية الإسلامية الدولية IIFM في ٢٠١٧^(١) يتضح أنه لم تعد صيغة الإجارة والمرابحة فقط هما الصيغتان الأكثر شيوعاً في التداول في أسواق المال العالمية، إنما تصدرت صكوك الوكالة الإصدارات؛ حيث بلغت قيمتها ١٩٢٥٥ مليون دولار أمريكي، وتليها صكوك المرابحة والمضاربة بقيمة ٩٠٠٠ مليون دولار أمريكي، وقد تراجعت صكوك الإجارة حيث بلغت قيمتها ٤٦٥٠ مليون دولار أمريكي^(٢)، كذلك ترغب الدول في السعي ناحية إصدار الصكوك الإسلامية السيادية لتمويل مشروعاتها القومية، ويلقى ذلك صدًى واسعاً نتيجة لوصول إصدارات الصكوك السيادية بالسوق العالمية عام ٢٠١٧ بقيمة تصل إلى ١٨١٠٠ مليون دولار، تليها الإصدارات شبه السيادية ١٤٠٥٥ مليون دولار، ثم إصدارات الشركات بقيمة ٢٨٧٥ مليون دولار، وأخيراً إصدارات المؤسسات المالية بقيمة ٢٦١٨ مليون دولار^(٣)، ويرجع السبب وراء تأخر مساهمة الشركات والمؤسسات المالية في إصدارات الصكوك الإسلامية إلى الظروف الاقتصادية والسياسات الحكومية تجاه هذه الشركات، بالإضافة إلى وجود مسائل متعلقة بالدخل والضرائب.

وتدرجياً فيما بعد: زادت قيمة الإصدارات من الصكوك الإسلامية؛ فوفقاً للتقرير الصادر من السوق المالية الإسلامية الدولية IIFM^(٤) في عام ٢٠٢٠، فقد ارتفع حجم إصدارات الصكوك الإسلامية السيادية وشبه السيادية

(١) عبد العزيز قتال، صناعة الصكوك الإسلامية: واقع وتحديات ومقترحات، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مج ١٠، ع ١، ٢٠٢٠، ص ٣١٨.

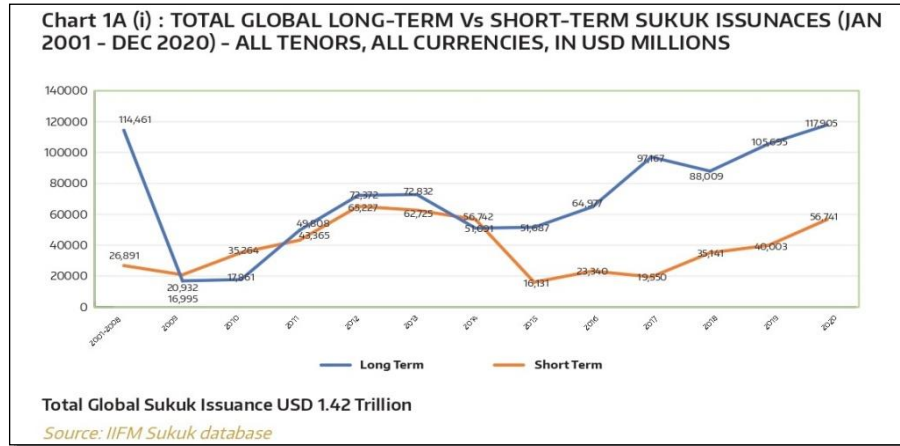
(٢) رسم بياني رقم (٥) المرفق بالبحث.

(٣) رسم بياني رقم (٦) المرفق بالبحث.

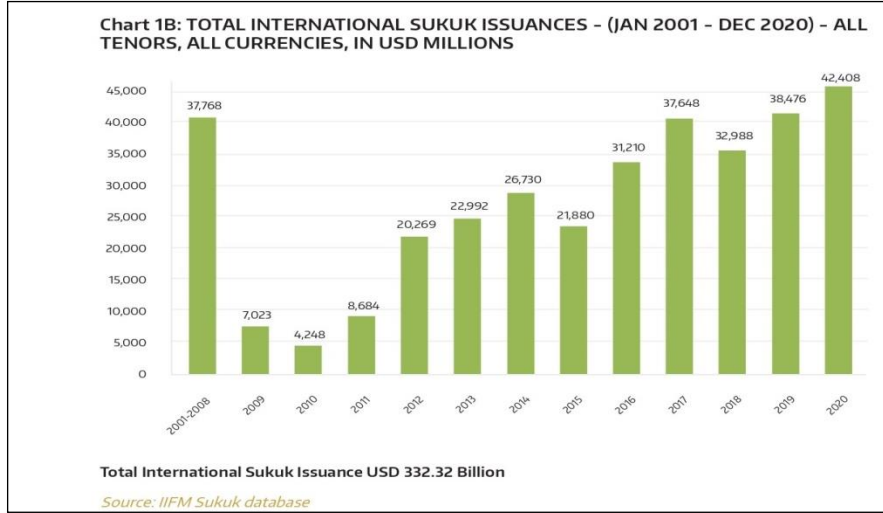
(٤) [Sukuk Report 2021 IIFM.pdf](#).

مقارنة بعام ٢٠١٩؛ حيث بلغت الإصدارات شبه السيادية في السوق الدولية نسبة ٤٥% (١٩.٢٧ مليار دولار أمريكي)، في حين بلغت مساهمة الإصدارات السيادية ٢٣% مقابل مساهمة ٢٠١٩ بنسبة ٣٠%، كما ارتفعت إصدارات المؤسسات المالية إلى ٢٣% (٩.٥٥ مليار دولار أمريكي) مقارنة بإصدارات عام ٢٠١٩ بنسبة ١٦% (٦.٢٧ مليار دولار أمريكي)، ويتضح بالرسم البياني (١) الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل من ٢٠٠١ وحتى ٢٠٢٠، وفي الرسم رقم (٢) يظهر إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية بجميع العملات، وفي الرسم رقم (٣) يتضح إجمالي الإصدارات العالمية قصيرة الأجل للصكوك الإسلامية بالدولار الأمريكي، وفي الرسم رقم (٤) يظهر إجمالي الإصدارات العالمية طويلة الأجل للصكوك الإسلامية بالدولار الأمريكي، كذلك يوضح الرسم البياني رقم (٥) توزيع الصكوك الإسلامية الصادرة بالسوق العالمي حسب النوع خلال عام ٢٠١٧، وأخيراً يوضح الرسم البياني رقم (٦) توزيع الصكوك الإسلامية المصدرة عالمياً حسب جهة الإصدار خلال عام ٢٠١٧ أيضاً.

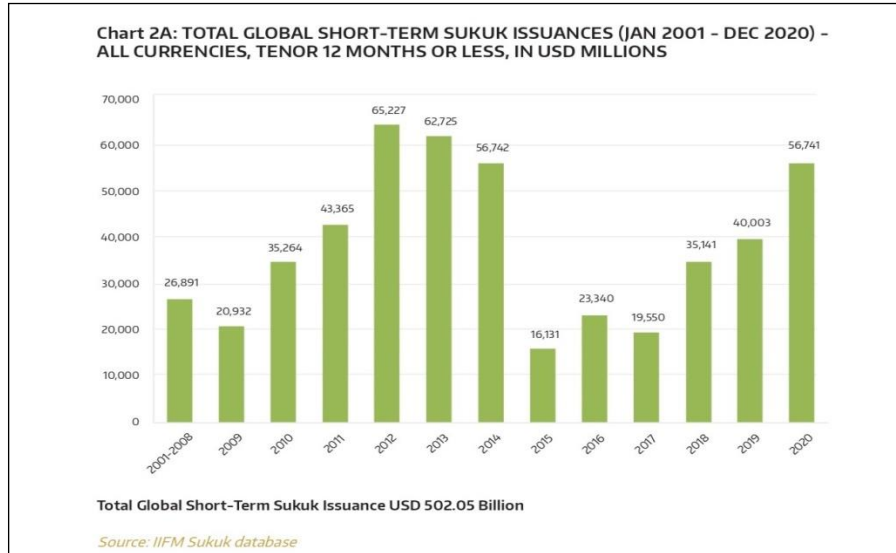
رسم بياني رقم (١): يوضح إجمالي الإصدار العالمية للصكوك الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل من ٢٠٠١ حتى ديسمبر ٢٠٢٠.



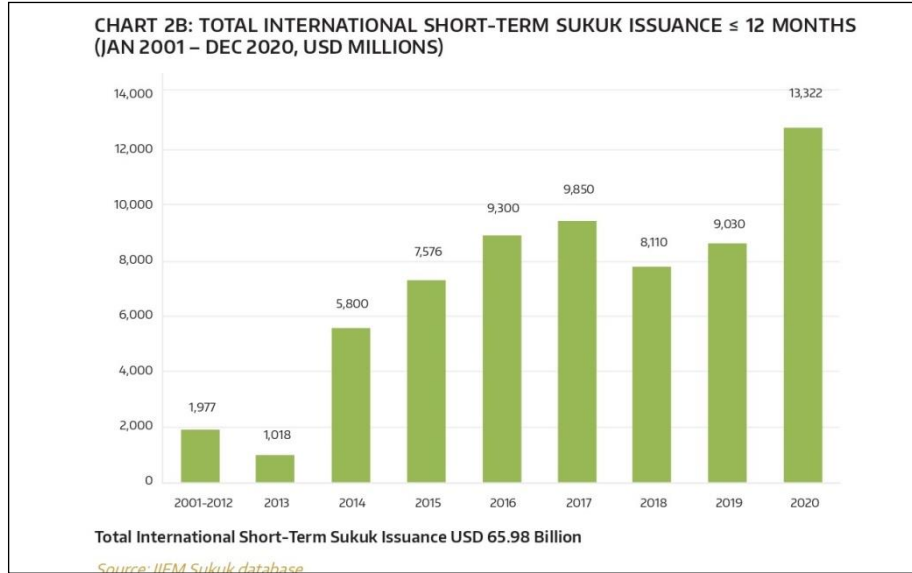
رسم بياني رقم (٢): يوضح إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية بجميع العملات.



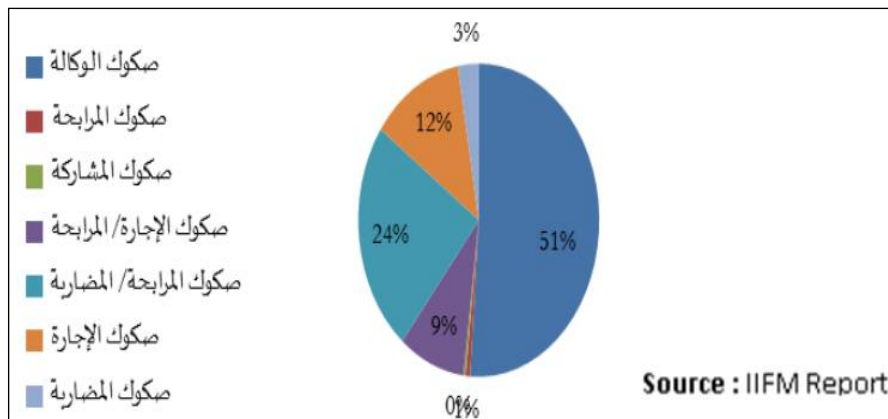
رسم بياني رقم (٣): يوضح إجمالي الإصدار العالمية قصيرة الأجل للصكوك الإسلامية بالدولار الأمريكي.



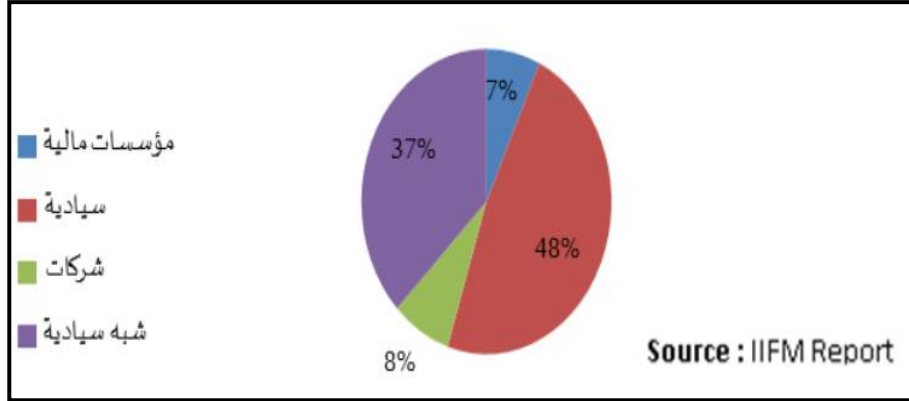
رسم بياني رقم (٤): يوضح إجمالي الإصدار العالمية طويلة الأجل للصكوك الإسلامية بالدولار الأمريكي.



رسم بياني رقم (٥): يوضح توزيع الصكوك الإسلامية الصادرة بالسوق العالمي حسب النوع خلال عام ٢٠١٧.



رسم بياني رقم (٦): يوضح توزيع الصكوك الإسلامية المصدرة عالميًا حسب جهة الإصدار عام ٢٠١٧.



وكان هناك احتمالات أن الشركات المستفيدة التي عانت من تداعيات فيروس (Covid- 19)، والأوضاع السياسية المتدهورة في العالم، ستتقاعس عن إصدار الصكوك الإسلامية للخوف من عدم إمكانية الوفاء بالتزاماتها تجاه مالكي الصكوك، ولكن على الرغم من جسامه هذه الظروف سنجد أن عام ٢٠٢٠ وما تلاه من سنوات قد شهد بدء صناعة الصكوك في جمهورية مصر العربية لأول مرة؛ حيث قامت شركة المجموعة المالية هيرمس للتصكيك بطرح الإصدار الأول لصكوك الإجارة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لتمويل مشروع الشركة العربية للمشروعات والتطوير العمراني ش.م.م، وبلغت قيمة هذا الإصدار ٢,٥ مليار جنيه مصري ومدته ٨٤ شهرًا، كما قامت الشركة ذاتها بطرح الإصدار الثاني لصكوك الإجارة لتمويل مشروع شركة القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية ش.م.م بقيمة ٦٠٠ مليون جنيه مصري ومدته ٨٢ شهرًا ، كذلك قامت ثروة للتصكيك ش.م.م بطرح إصدارها الأول وفق صيغة المضاربة لتمويل مشروع شركة كونتكت

للتمويل ش.م.م^(١)، وبلغت قيمة الإصدار ٢.٥ مليار جنيه مصري ومدته ٨٤ شهراً، ثم تلا هذا الإصدار إصداراً ثانياً عام ٢٠٢١ وفق شروط الإصدار الأول ذاتها وأحكامه، وذلك في غضون ستة أشهر بعد نجاح إصدارها الأول، وتوالت إصدارات الشركة حتى عام ٢٠٢٢.

وجدير بالذكر هنا أن إصدارات الصكوك الإسلامية التي طُرحت في مصر كانت جميعها ظروفات خاصة بموجب مذكرة معلومات؛ حيث اقتصر طرحها على أشخاص من ذوي الملاءة المالية ومؤسسات مالية^(٢)، وقد نصّت القرارات^(٣) الصادرة من الهيئة على تحديد الحد الأدنى للاكتتاب في إصدارات الصكوك الإسلامية، فتطلّبت أن يكون الحد الأدنى للاكتتاب المستثمرين من الأفراد من ذوي الملاءة المالية بنسبة (٠.٥%) من قيمة الطرح أو مليون جنيه أيهما أقل، وبالنسبة للمؤسسات المالية نسبة (١%) من قيمة الطرح أو ١٠ مليون جنيه أيهما أقل، وقد أدى ذلك إلى اقتصار مشاركة الأفراد الطبيعيين على هؤلاء الذين يملكون أوراقاً مالية وأدوات تزيد قيمتها عن خمسمائة ألف جنيه، صادرة عن شركتين على الأقل فقط، ونرى أن هذا الأمر سيكون له تأثير سلبي على تداول الصكوك الإسلامية بالسوق الثانوية؛ حيث إنَّ الغالب والواقع الذي يحدث هو احتفاظ المستثمر المؤهل كالبانوك

(١) شركة كونتكت للتمويل هي شركة مرتبطة بشركة ثروة للتصكيك.

(٢) المادة (١٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ " ... يقصد بالأشخاص من ذوي الملاءة المالية: الأشخاص الاعتبارية العامة، صناديق التأمين والمعاشات العامة والخاصة، شركات الأموال التي لا يقل رأس مالها المدفوع عن مليون جنيه مصري، الأشخاص الطبيعيين ذوي الخبرة التي لا تقل عن ثلاث سنوات في أعمال الائتمان وإدارة الأموال والاستثمار، الأشخاص الطبيعيين المالكين لأوراق وأدوات مالية تزيد قيمتها على خمسمائة ألف جنيه صادرة عن شركتين على الأقل، ويقصد بالمؤسسات المالية: البنوك المصرية وفروع البنوك الأجنبية الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري، شركات التأمين وإعادة التأمين، شركات رأس المال المخاطر، شركات الاستثمار المباشر، شركات التمويل العقاري، شركات التأجير التمويلي، شركات التخصيم، صناديق الاستثمار، المؤسسات المالية الأجنبية".

(٣) قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٧) لسنة ٢٠٢٠، الصادر بتاريخ ٢٠٢٠/١/١٣، المعدل لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨) لسنة ٢٠١٩ بشأن ضوابط وإجراءات الطرح العام والخاص؛ حيث إنه كان يستلزم اكتتاب الأفراد من ذوي الملاءة المالية بما لا يقل عن مليون جنيه، واكتتاب المؤسسات المالية بما لا يقل عن ١٠ مليون جنيه.

والمؤسسات المالية بالصكوك الإسلامية حتى نهاية أجلها ضمن استثمارات محافظهم؛ لتقتهم بأن هذا الاستثمار قليل التقلبات السعرية، كما أنه استثمار متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

وعدم اتخاذ الهيئة التدابير لتنشيط السوق الثانوية لتداول الصكوك الإسلامية سيرتب أثرًا في تقليص حجم تداولات الصكوك الإسلامية بأسواق المال المصرية والعالمية، وقد قامت الهيئة بمبادرة سعت فيها إلى تشجيع التداول في السوق الثانوية للسندات باستلزام تخصيص شريحة بنسبة (١٠%) من إجمالي السندات المطروحة في اكتتاب عام أو خاص لأشخاص طبيعية أو اعتبارية، ولا يتقيد هؤلاء الأشخاص عند اكتتابهم بالنسبة المذكورة للحد الأدنى للاكتتاب المشار إليه، ونجد أن القرارات الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية لتشجيع تداول السندات لها وجاهاتها؛ حيث يعاني سوق التداول منذ زمن بعيد وحتى الآن من ضالة معدلات التداول في السندات، على الرغم من أن سوق تداول السندات بالبورصات العالمية يتراوح ما بين ٧٠% إلى ٨٥% من إجمالي التداول^(١)، ونرى أنه يجب تعميم ذلك القرار ليشمل الطروحات العامة والخاصة لإصدارات الصكوك الإسلامية وكذا أدوات التمويل جميعها، وعلى إثر هذا التعديل سيُقبل الأفراد على الاكتتاب في الصكوك السيادية التي تنوي الدولة طرحها لتمويل المشروعات القومية التي ستساعد على النهوض بالاقتصاد المحلي، بدلًا من الاقتراض من الخارج بفوائد دين عالية لتقتهم في امكانية تسهيلها في السوق الثانوية.

وعلى عكس الدراسات التي أوضحت الجانب الإيجابي لتداول الصكوك الإسلامية بأسواق المال العالمية، انتهى رأي معاكس^(٢) إلى وجود ردود فعل سلبية على إصدارات الصكوك؛ وكان ذلك نتيجة انعدام التناسق

(١) ندوة صكوك التمويل ودور البنوك في تنميتها وإدارتها، مجلة الاقتصاد والمحاسبة، نادي التجارة، ع ٤٩٦، دار المنظومة، ١٩٨٩، ص ٢.

(٢) Paul-Olivier Klein, Laurent Weill, Why do companies issue sukuk?, Review of Financial Economics, 2016, page 33.

والمصادقية في المعلومات المنشورة بشأنها، مقارنة بما يتم نشره بشأن إصدارات السندات، وانتهت الآراء لضرورة وجود جهة تُشدد في المراقبة على سوق الصكوك الإسلامية؛ بسبب احتمالية الاختيار السيء لصيغ الصكوك للمشروعات، ولاحتمالية وجود مخاطر التأثير المعنوي على قرار المستثمرين كي يستثمروا في الصكوك الإسلامية بدلاً من السندات.

ونرى أن ذلك الخطر قد لا يظهر في مصر في ظل إدراج النصوص المنظمة للصكوك الإسلامية ضمن قانون سوق رأس المال، الذي يعطي للهيئة العامة للرقابة المالية الحق في الإشراف والتدقيق على كل إصدارات الأوراق المالية بما فيها إصدارات الصكوك الإسلامية، وفي السياق الطبيعي تتطلب الهيئة دراسة مستندات الإصدار عدّة مرات، وتعمل على تدارك أي خطأ مالي أو قانوني يظهر بمستندات الإصدار، كما تقوم بمناقشة هذه الأمور مع الأطراف المرتبطة بالإصدار؛ خاصة المستشار القانوني والمالي وشركة التصكيك، ولا تعطي شهادة عدم الممانعة على الإصدار إلا بعد استيثاق سلامته من جوانبه الشرعية والقانونية والمالية جميعها.



الفصل الثاني

التمييز بين الصكوك الإسلامية وغيرها من أدوات التمويل

في هذا الفصل سنتناول الدراسة بيان أوجه الاختلاف والتشابه بين الصكوك الإسلامية بوصفها أداة تمويل للمشروعات مع باقي أدوات التمويل التقليدية المستخدمة، كما يتناول هذا الفصل عرضاً سريعاً لأهم نقاط التمويل عبر الصكوك السيادية والصكوك الخضراء، وذلك من خلال المباحث الآتية:

المبحث الأول: التمييز بين الصكوك الإسلامية وغيرها من أدوات

التمويل.

المبحث الثاني: تمويل مشروعات الدولة عن طريق الصكوك

السيادية والصكوك الخضراء.



المبحث الأول

التمييز بين الصكوك الإسلامية وغيرها من أدوات التمويل

تتفق الصكوك الإسلامية بوصفها أداة تمويلية في بعض الجوانب مع أدوات التمويل التقليدية الأخرى؛ كالسندات وصكوك التمويل وصكوك الاستثمار، وتختلف معهم في جوانب أخرى، فتنفق معهم في أنه يمكن الاستفادة من هذه الأدوات المالية كلها في توفير السيولة المطلوبة لدعم الشركات المساهمة وأي جهة حكومية وغير حكومية ترغب في إنشاء أو تطوير مشروع أو نشاط قائم، كذلك تتشابه هذه الأدوات جميعها في أنها تعمل على تنشيط أسواق المال ودفع عجلة التنمية للاقتصاد الوطني والعالمية^(١)، وتكمن الاختلافات بين استخدام كل أداة من أدوات التمويل التقليدية مقارنة بالصكوك الإسلامية، ويرجع ذلك إلى طبيعة الصكوك الإسلامية التي تتطلب مواكبتها وتماشيا معها أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها التي تعتمد على مبدأ الغنم بالغرم وأثره على أسس احتساب العائد، وبناء عليه: سنقوم في هذا المبحث ببيان أوجه الاختلاف والتشابه من خلال المطالبين الآتيين:

المطلب الأول: التمييز بين التمويل بالصكوك الإسلامية والتمويل البنكي.

المطلب الثاني: التمييز بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية وسندات التوريق وصكوك التمويل.

المطلب الأول

التمييز بين التمويل بالصكوك الإسلامية والتمويل البنكي

تعدُّ البنوك من أهم المؤسسات القادرة على تعبئة رؤوس الأموال، وهناك رأي ذكر^(٢) أن المصارف الإسلامية ستكون مرشحة للاستحواذ على

(١) كريم محمد عبد السميع، دور الصكوك المالية الإسلامية في تعزيز التنمية الاقتصادية، مجلة مرجع سابق، ص ٥٢.

(٢) عبد العزيز قاسم محارب، المصارف الإسلامية التجربة وتحديات العولمة، دار الجامعة الجديدة، ٢٠١١، ص ٥٤.

٥٠% من المدخرات الإسلامية العالمية، وعلى الرغم من ذلك فإنها لم تستطع أن تقوم بدورها الإنتاجي أو المساهمة في تنمية المجتمع؛ حيث تتجه البنوك إلى تمويل مشروعات محددة^(١)، بعد التأكد من حصولها على الكثير من الضمانات، وغالبًا ما تعجز الشركات الراغبة في التمويل على توفير هذه الضمانات، لذا اتجه الكثير من أصحاب

المشروعات والشركات إلى التنبه إلى إمكانية التمويل عن طريق أسواق المال، وقد نجحت الصكوك الإسلامية بأن تكون أداة فعّالة يستخدمها الراغبون في توفير التمويل متوسط وطويل الأجل لمشروعاتهم؛ وذلك لأن الصكوك الإسلامية تعد أداة مقبولة لدى أصحاب الأرصدة المعطلة الراغبين في الاستثمار المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

وجدير بالذكر أن البنوك الإسلامية تستخدم تمويل الأفراد عبر أدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ لأن إعطاء البنوك الإسلامية القرض الصريح للمقترض يتنافى مع الوجهة الشرعية التي تقضي بعقوبة متمثلة في تبرع المقترض بمبلغ من المال بدلًا من سداد الفائدة^(٢)، ويجد ذلك سنده في الحظر الشرعي على البنوك الإسلامية بأن تحصل على فوائد ثابتة على تقديم أي قروض للمقترضين، ويعاب على تمويل البنوك الإسلامية أنها اعتمدت على صيغة المرابحة في تمويل الأفراد والشركات، وبلغ مجموع استثمارات المرابحة ٨٠% في عام ١٩٨٤، وكان الهدف تمويل قطاع التجارة خاصة صفقات الاستيراد أكثر من اعتمادها على التصدير^(٣)، ولكن حديثًا توجهت البنوك الإسلامية إلى الاستثمار في إصدارات الصكوك الإسلامية واستخدامها

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقًا لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٩٦.

(٢) Md Hamid Uddina· Sarkar Humayun Kabir& others, which firms do prefer Islamic debt? An analysis and evidence from global sukuk and bonds issuing firms, Emerging Markets Review, 2020, page 5.

(٣) عبد العزيز قاسم محارب، المصارف الإسلامية التجربة وتحديات العولمة، مرجع سابق، ص ٩٧.

في تمويل المشروعات؛ لأنها فعلياً تساعد على تمويل مشروعات حقيقية، وتساعد أصحاب الأعمال بالنهوض بأعمالهم؛ وذلك عن طريق استبدال مبدأ الفائدة الثابتة المرتبط أساساً بالقروض بمبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر^(١)، ودخول البنوك الإسلامية في مجال إصدار الصكوك الإسلامية يجد سنده في قدرتها الائتمانية العالية كملتزم Obligor تجاه مالكي الصكوك^(٢).

ويتميز التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية عن التمويل عن طريق الاقتراض من البنوك بأن الصكوك تعد أداة للتغلب على التضخم؛ لأنها بطريق مباشر أو غير مباشر تمول مشروعات عينية حقيقية، بينما يكون الاقتراض من البنوك -غالباً- موجّهاً لتمويل مشروعات استهلاكية على المدى القصير، وهذا التمويل المحدود يساهم بشكل كبير في زيادة معدلات التضخم في الاقتصاد، وتعمل البنوك المركزية على تقييد هذا التضخم عن طريق تحديد سياسة للتمويل بحيث تسمح بالاقتراض لتمويل مجالات معينة لخدمة الاقتصاد الوطني، بدلاً من الإفراط في تمويل مشروعات لا تساهم في دفع عجلة الإنتاج^(٣)، كما تكون الصكوك أضمن من غيرها في حماية المستثمرين من التضخم الناتج من انخفاض القوة الشرائية للنقود، باعتبار أن

(1) Omar Salah, "Islamic Finance: the impact of AAOIFI Resolution on equity-based sukuk structure", Hein online, 4 LAW & FIN. MKT. REV. 507 (2010), page 509. قام البنك السعودي الهولندي بإصدار صكوك مضاربة إسلامية كمضارب، بالاستعانة مع شركة تابعة ذات غرض خاص بصفتها وكيلًا عن مالكي الصكوك لاستخدام أموالهم في مشروعات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، بحيث تكون نسب المشاركة في الأرباح والخسائر ١٠% للمضارب، و٩٠% لمالكي الصكوك، وبحيث يقوم المضارب بسداد العوائد بشكل دوري وثابت، ويعد ذلك متوافقاً مع الشريعة الإسلامية ما دام أن الحساب الاحتياطي يخضع للتسوية النهائية في نهاية عمر الإصدار، خلال فترة الإصدار، ويضع أي فائض في العوائد الموزعة في حساب خاص لتمويل أي عجز يحدث في التوزيعات المحددة، وفي نهاية مدة الإصدار يحصل المضارب على ما يتبقى في الحساب الاحتياطي كحافز أداء مع أحقية المضارب في إنهاء الإصدار في تاريخ محدد، وغالباً عندما يستشعر بأن قيمة الأصول محل الإصدار قد تقل عن العوائد الموزعة، وهو شرط لا يتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية ولا المبادئ المعلنة من هيئة الـ AAOIFI في عام ٢٠٠٨.

(2) D. Mee-Hyon Lee, The Law and Politics of Islamic Finance in a Non-Islamic State: Sukuk in the Korean Capital Markets, 7 Yonsei L.J. 29 (2016), page 36.

(3) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٠٢.

عائد الصكوك هو عائد متغير وليس بثابت كعوائد الوديعة أو السندات، ومن ثمّ يمكن أن يحصل مالك الصك على عوائد غير متوقعة^(١)، ولكن لا نرى أن ذلك محققاً في الواقع العملي من إصدارات الصكوك الجارية؛ حيث يتم احتساب العائد المتوقع وإن كان استرشادياً، كما يمكن تحقيق العائد غير المتوقع إذا ما كان الإصدار مدعوماً بالأصول، ومن ثمّ إمكانية تصفية المشروع في أي وقت وبيع الأصل المصكك بسعر يفوق ثمن شرائه ابتداءً، ولكن ذلك أمر محدود الحدوث، ويرتبط بإخفاق الشركة المستفيدة في سداد مستحقات مالكي الصكوك.

ويؤيد ما سقناه أن هناك من يرى^(٢) أن أداء البنوك جميعها؛ سواء أكانت إسلامية أم غير إسلامية، يعتمد على احتساب عوائد للمودعين، وإضافة فوائد على التمويل مسبقاً، حيث لا تعتمد البنوك الإسلامية حرقياً على مبدأ المكسب والخسارة حتى وإن كانت تستخدم أدوات إسلامية كالمرابحة أو المشاركة عند تقديمها للقروض للأفراد أو الشركات، وأن الحاجة إلى البنوك الإسلامية ظهرت نتيجة لانتشار التوعية بأهمية تطبيق الاستثمار الإسلامي منذ عام ١٩٦٠، لذا نرى أن وسيلة تمويل الشركات لمشروعاتها لن يختلف باختلاف نوعية البنوك فيما إذا كانت إسلامية أو غير إسلامية، بل إن الأمر يعني أنه سواء كان تقديم التمويل إسلامياً أو غير إسلامي فهو يؤثر على رفع معدلات الرافعة المالية للشركات، ويزيد من مديونياتها، ويؤثر بالسلب على قدرتها الائتمانية، ويزيد من عبء الدين، لذلك نرى أن التمويل عبر الصكوك الإسلامية هو الأفضل بالنظر للجانب الإيجابي لها المتمثل في قدرتها على تقليل عبء الاقتراض على الشركات؛ وذلك لأن التمويل في هذه الحالة يعتمد على مبدأ المشاركة ومبدأ الغنم بالغرم، إلى جانب أن تمويل المشروعات حقيقي، ويعطي عائداً مستقرّاً

(١) مرجع سابق ، ص ٢١٢.

(٢) Beng Soon Chong, Ming-Hau Liu, Islamic banking: Interest-free or interest-based?, Pacific Basin Finance Journal, 2009, Page 127.

فعلياً للمستثمرين.

ولكن لا يمكن إغفال أن دور البنوك هو دور حيوي في الاقتصاد، وفي تحريك الأموال من المودعين إلى المستثمرين القادرين على تنميته بإدخاله في مشروعات متنوعة، وعلى أرض الواقع ومن خلال دراسة العديد من إصدارات الصكوك الإسلامية الصادرة داخل جمهورية مصر العربية وخارجها سنجد أن البنوك الإسلامية وغير الإسلامية هي من أهم المكتتبين في إصدارات الصكوك الإسلامية؛ لأنه غالباً ما تصدر الصكوك وتطرح على مستثمرين مؤهلين، ويكون غالب هؤلاء المستثمرين من البنوك لتفتهم بأن محل استثماراتهم هي مشروعات حقيقية، يكون العائد منها متغيراً وفق ما تمّ الاتفاق عليه من شروط نشرة الطرح؛ والمثال على ذلك: مشاركة كل من بنك مصر والبنك الأهلي وبنك البركة وبنك أبوظبي في الاكتتاب في إصدارات الصكوك الإسلامية التي صدرت في الأعوام ٢٠٢٠، و ٢٠٢١، و ٢٠٢٢ بجمهورية مصر العربية، وعليه: فلا يمكن إهمال دور البنوك في إنعاش سوق الصكوك الإسلامية، وعلى الجانب الآخر مساعدة الشركات المستفيدة على تحسين قدرتها الائتمانية والهيكل التمويلي لها، وبالتالي فتح أبواب ائتمانية جديدة لهذه الشركات^(١)، وذلك ناتج من قدرة البنوك الإسلامية وغيرها من البنوك التجارية على امتصاص السيولة من الأفراد الذين يألفون إيداع أموالهم في ودائع بالبنوك، مقابل فائدة أو عائد متغير إذا كانت البنوك إسلامية، وبهذا يستثمرون أموالهم دون مخاطر، متجنبين التعامل بالفوائد الربوية إذا ما كانوا عملاء البنوك الإسلامية.

كذلك نرى أهمية البنوك في إصدارات الصكوك الإسلامية فهي طرف من أطراف عملية التصكيك؛ حيث يسمح القانون بأن يكون وكيل السداد بنكاً، وبالتالي فهو القائم بدور وكيل الحساب الوسيط لإصدارات الصكوك، والقادر

(١) صارة، زعيتري، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجاً، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، مرجع سابق، ص ٣٥٠.

على تنظيم حركة الأموال بالإصدار، والمتمثلة في: استلام التدفقات النقدية من المدينين، وسداد مصروفات المشروع، وسداد مستحقات مالكي الصكوك الدورية وغيرها من المتطلبات والتعليمات التي يجب أن يتبعها؛ سواء كانت منصوصاً عليها بالهيكل التعاقدى للإصدار أو بناء على العقد المبرم مع الشركة المصدرة، كذلك يقوم البنك وكيل السداد بالاحتفاظ بالأموال غير المستثمرة من حصيلة الصكوك الإسلامية واستثمارها في أدوات منخفضة المخاطر ومتفّق عليها؛ كالودائع القصيرة الأجل أو أدون الخزّانة.

وعموماً: تتميز الصكوك الإسلامية مقارنة بالتمويل عن طريق الاقتراض من البنوك بأن استخدام الصكوك الإسلامية يكون أقل تكلفة؛ بسبب قلة الوسطاء، وبسبب انخفاض معدل المخاطر المرتبطة بالصكوك ذاتها بوصفها ورقة مالية^(١).

المطلب الثاني التمييز بين الصكوك الإسلامية وسندات التمويل التقليدية

تتجه الآراء الاقتصادية وتتفق على أن الصكوك الإسلامية تعدّ الحل للحكومات وللمستثمرين في آن واحد؛ لأنها تقوم على التمويل للمشروعات المرتبطة بالإنتاج الحقيقي الذي يخدم الاقتصاد ويقلل التضخم المرتبط بالمشروعات الاستهلاكية، وهو -أيضاً- اتجاه يبتغيه الاقتصاديون للبعد عن الاستثمار الورقي وأسواق الائتمان التقليدية والانتقال إلى الاقتصاد الحقيقي المرتبط بالمشروعات الحقيقية^(٢).

لذا سنقوم في هذا المطلب بعرض جوانب الاختلاف والاتفاق مع أدوات

(١) فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، مرجع سابق.

(٢) محمد محمود محمد عيسى، الصكوك الإسلامية الخضراء أداة لتمويل ودعم مشاريع التنمية المستدامة، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مج ٢٦، ع ١٤، دار المنظومة، ٢٠٢٠، ص ٦٨.

التمويل التقليدية التي انتشرت وذاع استخدامها، قبل البدء في الدخول في التمويل عبر الصكوك الإسلامية؛ وسيكون ذلك من خلال الفرعين الآتيين:

الفرع الأول: التمييز بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

وسندات التوريق.

الفرع الثاني: التمييز بين الصكوك الإسلامية وصكوك التمويل.

الفرع الأول

التمييز بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية وسندات التوريق

تختلف الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية في أنّ الأخيرة تعتمد في معاملاتها على المدائنة والربح المحرّم شرعاً، كذلك تختلف عن سندات التوريق القائمة على مكون أساسي وهو الديون، بحيث ترغب الشركة التي تصدر هذه السندات إلى تحويل الديون الناتجة عن عقود تمويل عملاء هذه الشركات لشراء السلع والخدمات بالتقسيط إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، وشرعاً فإنّ التوريق التقليدي هو أداة غير جائز التعامل عليها؛ لأنّ العائد الناتج ثابت ومحدّد بنشرة الطرح، ويحصل المستثمرون على عوائد ثابتة بدون تحمّل أي مخاطر للخسارة، وما زاد من أرباح عما هو محدد بنشرة الطرح فيعود للشركة المصدرة المحيلة للسندات^(١)، بينما نجد أنّ الأمور لا تتم وفق هذا النهج بالنسبة للصكوك الإسلامية؛ فغالباً يتم الاتفاق في هيكل مذكرة الطرح والعقود المرتبطة بعملية التصكيك أن يكون أساس احتساب العائد بين الشركة المستفيدة وأصحاب المال (مالكي الصكوك) قائماً على مبدأ الغنم بالغرم.

(١) عبد الإله المحبوب، قانون الصكوك بالمغرب: بين الحتمية الاقتصادية والإكراهات الواقعية، مرجع سابق، ص ٤٠.

وقد أضاف البعض^(١) تفرقة بين الشركات المصدرة للصكوك الإسلامية أو السندات التقليدية؛ حيث ذكر هذا الرأي أن الشركات التي تعاني من حالة مالية سيئة تسعى إلى إصدار الصكوك الإسلامية التي تعتمد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر حيث لا يتوفر لهم حوافز اقتصادية أو قدرة على سداد دخل ثابت كالذي يُعطى لحملة السندات في إصدارات السندات التقليدية، وقد أيد البعض هذا الاتجاه ووصفوا الشركات المصدرة للصكوك بأنها غالبًا ما تكون عرضة للإفلاس^(٢)، وهذا التصور لا يجعل الصكوك الإسلامية مقبولة في كثير من الأسواق، وأنَّ الأسواق التي تدعمها هي التي تعتمد فقط على عقيدة الاستثمار الإسلامي المحض، لذا فإن الاستثمار في الصكوك الإسلامية يعتمد فقط على تقبل المستثمرين كالبنوك وصناديق الاستثمار الإسلامية لهذه الأداة؛ لأنها متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

ويرى البعض^(٣) أن دعم انتشار الاستثمار في الصكوك الإسلامية يرتبط بضرورة تقديم حوافز استثنائية، وهو ما اتجهت إليه إندونيسيا وماليزيا التي ينتشر فيهما إصدارات الصكوك الإسلامية لقلّة القيود المفروضة عليها، وهو ما طبّقه كل من البحرين والإمارات وتركيا، حيث قاموا بتخفيف العبء الضريبي على الشركات المصدرة كحافز مالي لتغطية التكاليف الإضافية، ومن ثمّ أدى ذلك لزيادة الاستثمارات في الصكوك الإسلامية.

(1) Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective, Journal of Comparative Economics, 2013, page 757& 759.

(2) Md Hamid Uddina· Sarkar Humayun Kabir& others, which firms do prefer Islamic debt? An analysis and evidence from global sukuk and bonds issuing firms, Supra, pages 1,4,6.

اهتم هذا البحث بدراسة ٣٤٦ شركة من الشركات المقيدة، أصدرت ٦١ شركة منهم الصكوك الإسلامية، والباقي أصدر سندات، وكانت هذه الشركات في عشر دول؛ منها: مصر وقطر، وذلك خلال مدة خمسة عشر عامًا من ٢٠٠٢ وحتى ٢٠١٦.

(3) Md Hamid Uddina· Sarkar Humayun Kabir& others, which firms do prefer Islamic debt? An analysis and evidence from global sukuk and bonds issuing firms, Supra,pages 1,4,6.

كما تتشابه الصكوك الإسلامية مع سندات التوريق في أن كليهما يصدر بقيمة اسمية، وأن أغراضهم الأساسية هي التمويل والربح^(١)، ويعرف التوريق^(٢) بأنه "العملية التي يتم من خلالها تحويل مجموعة من الحقوق المالية الآجلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول ببورصة الأوراق المالية عن طريق حوالة تلك الحقوق من المحيل، التي يتم تصنيفها ائتمانياً بالنظر إلى القدرة على سداد العوائد، وأصل الدين في تاريخ استحقاق هذه الأوراق المالية، والتي يتم طرحها في اكتتاب عام، أو من خلال طرح خاص، على أن يتم سداد المستحقات الناتجة عن هذه الأوراق المالية من أصل وعوائد من التدفقات النقدية المتولدة عن الحقوق المكونة لمحفظه التوريق"، ومن هذا التعريف يتضح تشابه بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي؛ هو أن كليهما عبارة عن تحويل أصول مالية لأوراق مالية قابلة للتداول، ولكن الفرق بينهما يكمن في أن التوريق يركز على محفظة قروض وديون قائمة، بينما يركز التصكيك على أعيان ومنافع أو خليط منهم^(٣)، وهذه التفرقة هي التي جعلت المشرع المغربي يقوم بتغيير اسم القانون الذي ينظم الصكوك الإسلامية من قانون "تسنييد الديون" إلى قانون "تسنييد الأصول"^(٤).

وقد فرّق المشرع في طريقة التعامل مع إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية وصكوك التمويل وسندات التوريق عند عدم الاكتتاب في كامل قيمة الإصدارات؛ حيث سمح في حالة عدم اكتمال قيمة الإصدار في السندات التقليدية وصكوك التمويل أنه يجوز لمجلس إدارة الشركة أن يقرر الاكتفاء بما تمّت تعطيته، مع إخطار الهيئة بذلك

(١) عبدالإله المحبوب، قانون الصكوك بالمغرب: بين الحتمية الاقتصادية والإكراهات الواقعية، مجلة القانون التجاري، ٤٤، ٢٠١٧، ص ٣٩.

(٢) أحمد فاروق وشاحي، ماهية الطرح الخاص وأحكامه: دراسة تطبيقية عملية مقارنة، ٢٠٠٩، ص ٤٧.

(٣) عز الدين شرون، أثر الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مجلة آراء للدراسات الاقتصادية والإدارية، المركز الجامعي أفلو، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مج ١، ٢٤، ٢٠١٩، ص ٦٢، ٦٣.

(٤) عبدالإله المحبوب، قانون الصكوك بالمغرب: بين الحتمية الاقتصادية والإكراهات الواقعية، مرجع سابق، ص ٤٨.

خلال أسبوعين من قرار المجلس^(١)، وبالتالي: لا تحتاج الشركات إلى موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية على الموافقة لغلق باب الاكتتاب على الرغم من عدم اكتمال قيمة الإصدار، أما بالنسبة للصكوك الإسلامية ولسندات التوريق فتطلب المشرع بالنسبة للأولى أن تُعاد المبالغ جميعها للمكتتبين في حالة عدم اكتمال الإصدار خلال يومي عمل من التاريخ المحدد لانتهاء مدة التغطية أو الطرح^(٢)، وفي الثانية تطلب إعادة المبالغ التي تم الاكتتاب فيها خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل من تاريخ قفل باب الاكتتاب، وذلك إذا كان المنفق عليه في عقد الحوالة أنها لن تكون نافذة وناجزة إلا بعد تغطية الاكتتاب في السندات بالكامل^(٣)، ولذلك نص المشرع على إمكانية الاستعانة بشركات لضمان الاكتتاب^(٤) تجنباً لفشل الإصدار.

وقد قامت شركات التصكيك بتعيين شركات ضمان الاكتتاب في نشرة الطرح للإصدارات التي تمت فعلياً في جمهورية مصر العربية؛ وذلك بهدف تحقيق نجاح الاكتتاب في الإصدار بنسبة ١٠٠%، وتختلف شركات ضمان الاكتتاب عن الجهات المنوطة بأداء دور متعهد الاسترداد؛ حيث إن الأولى عملها يتلخص في الاكتتاب في الصكوك الإسلامية المطروحة قبل غلق باب الاكتتاب، أما بالنسبة لدور متعهد الاسترداد فهو كالضامن الذي يتعهد بسداد مستحقات مالكي الصكوك في حالة انتهاء المشروع المصكك قبل نهاية أجله، إلى جانب أن وجود متعهد الاسترداد في الإصدار من شأنه تقوية الدرجة الائتمانية للإصدار.

كذلك تتشابه السندات التقليدية والتوريق مع الصكوك الإسلامية في جواز النص في نشرة الطرح على قابلية تحويل السندات والصكوك الإسلامية لأسهم، وبالطبع ستكون الأسهم في رأس مال الشركة المستفيدة من

(١) المادة ٣٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (١٤ مكرراً ١١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) المادة ٣٠٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) المادة (١٤ مكرراً ١٢) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والمادة ٣٠٣ من

اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

إصدار الصكوك الإسلامية، وكذلك ستكون الشركة المحيلة بالنسبة لسندات التوريق، وهذا النهج حدث بالفعل في واقعة ذكرتها دراسة^(١) بأن قام المصدر^(٢) عند تخلفه عن سداد ١٠٠ مليون دولار في عام ٢٠٠٩ وقد أعاد هيكلتها في ٢٠١١، وكان جزء من الترتيب هو تحويل جزء من مطالبات الدائنين إلى حقوق ملكية في الشركة المستفيدة.

ويتشابه التصكيك مع التوريق في جواز قيام شركة التوريق وشركة التصكيك باستهلاك أصل القيمة الاسمية للورقة المالية من خلال مدفوعات منتظمة لحاملي سندات التوريق ومالكي الصكوك؛ ففي سندات التوريق يجوز لشركة التوريق سداد قيمة الفائدة مع جزء من قيمة أصل السند خلال عمر الإصدار؛ حيث تشمل نشرة الطرح على جدول يوضح مواعيد وقيم المبالغ التي سيتم تسديدها لحملة السندات، أما بالنسبة لشركات التصكيك فإنها تقوم بتضمين نشرة الطرح جدولاً استرشادياً يوضح قيمة العائد الذي يتغير بحسب قيمة الموجودات محل التصكيك، مع سداد جزء من القيمة الاسمية لأصل الصك، وفي الحالتين؛ سواء بالنسبة للتوريق أو للتصكيك، يسدد الفائض من الاستثمار للشركة المحيلة في التوريق وللشركة المستفيدة في التصكيك، والفارق بين السدادين يكون حقاً منصوصاً عليه قانوناً بالنسبة للشركة المحيلة، أما بالنسبة للشركة المستفيدة فيجوز ترحيل الفائض كأرباح حسن أداء مستحق لها في نهاية عمر الإصدار، وهذا النهج اتبعته شركة (كونتكت) للتمويل في الإصدار الأول والثاني والثالث لإصدار الصكوك الإسلامية بصيغة المضاربة؛ حيث ذكر أنه عند إطفاء الصكوك تؤول في نهاية عملية التصكيك كافة موجودات المشروع المتبقية (إن وجدت) إلى الجهة المستفيدة/

(1) Umar A. Oseni, Dispute management in Islamic Financial instructions: a case study of near sukuk defaults, 13 J. INT'L TRADE L. & POL'y 198 (2014).

(2) الملاحظ دائماً أن عبارة الشركة المصدرة في كل النظم القانونية المقارنة المتعلقة بالصكوك الإسلامية تعني: الشركة الراغبة في التمويل؛ إلا أنه طبقاً للقانون المصري نجد أن الشركة المصدرة هي الشركة ذات الغرض الوحيد SPV، بينما يُطلق على الشركة الراغبة في الحصول على التمويل اسم الشركة المستفيدة.

المضارب كأتعاب حسن أداء".

كذلك يتشابه التصكيك مع التوريق في أنه في الحالتين ينشأ المشروع من جانب الشركة الراغبة في التمويل؛ فبالنسبة للأولى تكون الشركة المستفيدة، أما الثانية فتكون الشركة المحيلة Originator، وهذه الشركات تباشر أنشطتها خارج الميزانية Off Balance Sheet، وفي الحالتين لا يكون هناك أي مساس برأس مال هذه الشركات؛ حيث تكون الموجودات ضامنة لسداد مستحقات مالكي الصكوك وحاملي السندات.

كذلك يتشابه التصكيك مع التوريق في إمكانية وجود ضمان من طرف ثالث Third Party Guarantee، ويختلف التوريق عن التصكيك في إمكانية حصوله على تقييم ائتماني مرتفع عن طريق تقديم حقوق مالية Over collateralization لتكوين هامش تغطية Coverage Margin حتى تكون محفظة التوريق أعلى من قيمة السندات المصدرة^(١)، أما بالنسبة للتصكيك فقد نص المشرع^(٢) على إمكانية تعيين موجودات ضامنة، ولم يرد في النص تحديد طبيعة هذه الموجودات، وتطلب ضرورة ذكر ما يرتبط بها من عقود أو اتفاقيات أو ضمانات أو كفالات بنكية بنشرة الطرح.

وقد فرق البعض^(٣) بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول من حيث تشابهها مع سندات التوريق؛ حيث اعتبر السندات المدعومة بالأصول مختلفة عن السندات التقليدية وسندات التوريق في إمكانية قيام مالكي الصكوك مباشرة بالرجوع على الممتلكات محل الإصدار، ولكن بالنسبة للصكوك القائمة على الأصول فإن الأمر يستلزم

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٥٧.

(٢) الفقرة ٤ من المادة (١٦ مكرراً ١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) 19- Habib Ahmeda, Ahmed H. Elsayed, "Are Islamic and conventional capital markets decoupled? Evidence from stock and bonds/sukuk markets in Malaysia", The Quarterly Review of Economics and Finance, 2019, 58& 65.

وجود عقود واتفاقات مصاحبة تُمكن مالكي الصكوك من التنفيذ على الأصول الضامنة للإصدار، وتتشابه في هذه الحالة مع هيكل التعاقد الخاص بسندات التوريق، وقد انتهت هذه الدراسة إلى ارتباط الصكوك الإسلامية بالسندات التقليدية عند تعاملهم في أسواق المال، ويكمن الاختلاف بينهم بوجه عام في أن الهيكل التعاقدى للصكوك يكون أكثر تعقيداً، ومن الصعب فهمه مقارنة بعقود الإصدار الخاصة بالسندات التقليدية التي لا تتطلب معالجة خاصة بحسب الأصول محل الإصدار كما هو الحال في الصكوك الإسلامية.

ومن الجدير بالذكر أن الهيكل التعاقدى للتوريق قائم على حوالة الحق^(١) بين الشركة المحيلة إلى شركة التوريق وهي شركة ذات غرض خاص، أما بالنسبة للهيكل التعاقدى للتصكيك فلا يمكن حصره في هيكل قانوني واحد؛ فقد يعتمد إلى جانب عقد الإصدار على عقد حوالة الحق، كما هو الحال بالنسبة لإصدار شركة ثروة للتصكيك الأول بصيغة المضاربة في جمهورية مصر العربية؛ وذلك لأن مشروع شركة كونتكت للتمويل بصفتها الشركة المستفيدة كان قائماً على نقل ملكية محافظ حقوق مالية آجلة ناتجة عن تمويل شراء السيارات لعملائها، كذلك نرى أن الأمر كان مختلفاً بالنسبة للإصدار الأول لشركة هيرمس للتصكيك؛ حيث استخدمت صيغة الإجارة التي تعتمد على عقود بيع وشراء لنقل ملكية الأصل محل التصكيك^(٢) للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، إلى جانب اعتماد الهيكل التعاقدى على عقد إجارة الأصل محل التصكيك للشركة المستفيدة.

(١) وتسري أحكام الحوالة بالقانون المدني بالمادة ٣٠٣ مع الاختلاف: فوفقاً للقانون المدني يسمح بحوالة الحقوق الشخصية؛ سواء كان هذا الحق منجزاً، أو معلقاً على شرط، أو مقترناً بأجل، أو كان حقاً مستقبلياً، أما بالنسبة لقانون سوق رأس المال فقد تطلبت اللائحة بالمادة ٣٠٤ بالفقرة (١٠) أن يقر المستشار القانوني للإصدار بأن الحوالة نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط وناقلة لجميع الحقوق والضمانات المحالة، وقد نصت المادة ٤١ من القانون على أن تكون الحوالة نافذة بدون اشتراط إخطار المدين أو الحصول على موافقته.

(٢) والأصل محل التصكيك في هذا الإصدار كان عبارة عن مركز تجاري مملوك للشركة المستفيدة بمشروع مدينتي بالقاهرة الجديدة، مول مدينتي المفتوح.

وقد رأى البعض^(١) بعد دراسة حركة السندات التقليدية بالأسواق الأوروبية والولايات المتحدة مقارنة بحركة الصكوك الإسلامية في الأسواق الصاعدة خلال الفترة من ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٤ أنها متشابهان من حيث تقلبات الأسعار والارتباطات الديناميكية بالنسبة للاستثمار طويل الأجل، كما تتشابه الصكوك الإسلامية مع سندات التوريق في هيكل الاستثمار وتنوع الاستثمارات محل المحفظة ومعدل العائد ومعدل المخاطر، وتخضع إصدارات الصكوك والسندات لتقييم شركات التصنيف الائتماني لتحديد نسبة المخاطر التي يمكن أن تؤثر على الإصدار وحقوق المستثمرين، وتعتبر الصيغ الأكثر انتشاراً هي الإجارة والمشاركة والمضاربة والوكالة؛ وذلك لتشابهها مع السندات التقليدية، ويكمن الاختلاف فقط في طبيعة الصكوك الإسلامية التي تعتمد على تحريم الربا واستثمار الأموال في أنشطة محرمة، ومع ذلك تعدّ الصكوك الإسلامية أقل جذباً للاستثمار؛ وذلك لعدم القدرة على تسهيلها بسرعة، ولكنها تناسب محافظ المستثمرين المؤهلين كصناديق المعاشات في الاحتفاظ بها لتنويع استثماراتهم، ولكن يؤدي ضعف السوق الثانوية إلى تقليل فوائد هذا التنويع.

كذلك أكد البعض^(٢) على أن الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية مرجعه اختلاف الآثار غير المباشرة المتمثلة في العوامل الخارجية؛ مثل: الأزمات المالية والتغيرات في النظام القانوني والشكوك السياسية واختلاف الهياكل التعاقدية خاصة بالنسبة للصكوك الإسلامية بحسب طبيعة الأصل المصكك.

(١) M. Kabir Hassan, Andrea Paltrinieri and others, The determinants of co-movement dynamics between sukuk and conventional bonds, The quarterly review of economic and finance, 2018, pages 73-78.

(٢) اعتمدت هذه الدراسة على مراقبة مؤشرات الصكوك الإسلامية والسندات الإسلامية في ماليزيا في الفترة من يناير ٢٠٠٧ حتى مارس ٢٠١٧:

Habib Ahmeda, Ahmed H. Elsayed, "Are Islamic and conventional capital markets decoupled? Evidence from stock and bonds/sukuk markets in Malaysia", Supra, page 56 .

كذلك قام البعض^(١) بدراسة أداء إصدارات شركات مقيدة في السوق الماليزي من عام ٢٠٠٢ حتى ٢٠٠٩، وذلك للحكم على مدى تقبل المستثمرين للصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، وذلك عقب إعلان رئيس المجلس الشرعي AAOIFI محمد تقي عثمانى أن الممارسات الحالية للصكوك الإسلامية تكرر هيكل السندات التقليدية من حيث الافتقار للملكية وضمان سداد أصل الدين والعائد، وكذلك ذكر العديد من علماء الشريعة الإسلامية البارزين أن تطبيق الصكوك الإسلامية لا يتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية، بل يتم تطبيقها بهيكل السندات التقليدية ذاته، ولا تعبر عن أي إبداع مالي جديد، ويدل على ذلك أن أغلب التشريعات للدول غير الإسلامية طبقتها بذات التشريعات التي تنظم السندات التقليدية، وبالرغم من هذا التصريح إلا أن البعض^(٢) مازال يرى أن الاستثمار في الصكوك الإسلامية يعطي فائدة إضافية أفضل من السندات التقليدية للمحافظ التي تستثمر في الأدوات التي تُدرُّ عائداً ثابتاً؛ وذلك لتمييز الصكوك بقلّة مخاطرها^(٣).

ولا يمكن القول بأي حال من الأحوال إن وجود الصكوك الإسلامية سيُغني عن استخدام سندات التمويل التقليدية؛ حيث أشار البعض^(٤) إلى أن أسواق المال تحتاج إلى الأدوات التقليدية للتمويل كالسندات إلى جانب المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فكما يوجد مستثمرون إسلاميون^(٥) يرغبون في الاستثمار قصير الأجل في أدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ لقدرتها على تحسين قدراتهم المالية، فإنه ما زال هناك

(1) Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective, *Supra*, page 746

(2) Cakir, Selim, Raei, Faezeh, 2007. Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk? International Monetary Fund Working Paper WP/07/237

(٣) وقد قام هذا الباحث بدراسة معدل الـ (VaR)، وتعني: مقياس احتمالية تحقق خطر الخسارة من الاستثمار في أداة استثمارية.

(4) Ketut Ariadi Kusuma & Anderson Caputo Silva, Sukuk Markets A Proposed Approach for Development, *Supra*, page 12.

(٥) مثل: المؤسسات المالية الإسلامية؛ كالبانوك، وصناديق الاستثمار، وشركات التأمين الإسلامية.

مستثمرون آخرون يرغبون في الاستثمار في المنتجات التقليدية لسببين؛ أولهما: لأنها عادة ما تكون أكثر سيولة وتُدر عائداً ثابتاً على المدى القصير، وثانيهما: أنها ضرورية للمستثمرين الذين لا يجدون غضاضة في الاستثمار في كل من المنتجات التقليدية والمنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، بل إنهم يقومون بتمويل صفقات الصكوك الإسلامية من خلال معاملات سوق المال التقليدية.

وأخيراً: انتهى البعض^(١) إلى أن الصكوك الإسلامية تتميز بالتنوع مقارنة بالسندات التقليدية، وهو ما يقلل مخاطر المحافظ الاستثمارية، كما أن أهم فارق هو أن مالكي الصكوك يمتلكون الأصول محل الإصدار، في حين أن حملة السندات التقليدية تكون حقوقهم عبارة عن التزامات مالية تقع على عاتق الشركة المستفيدة من التمويل، وبالتالي: في حين تمثل الصكوك حصة في المشروع أو الأعمال التجارية أو المشاريع المشتركة فإن السندات التقليدية تمثل مجرد حصة في إجمالي ديون الشركات الراغبة في الحصول على التمويل.

الفرع الثاني

التمييز بين الصكوك الإسلامية وصكوك التمويل

تتشابه صكوك التمويل والصكوك الإسلامية في وصف القانون لهما بأنهما أوراق مالية؛ حيث تصدر صكوك التمويل في شكل شهادات اسمية قابلة للتداول، وتخول صكوك التمويل من الإصدار ذاته حقوقاً متساوية لحاملها في مواجهة الشركة^(٢)؛ إلا أن صكوك التمويل تختلف عن الصكوك الإسلامية في تصريح المشرع بإمكانية إصدار صكوك تمويل قائمة على

(١) Nafis Alam a,1, M. Kabir Hassan & others, Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests, Borsa Istanbul Review, 2013, page 23.

(٢) المادة (٤٤) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨، والمادة (٣٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

المشاركة على الأرباح فقط دون الخسائر، أو المشاركة في الأرباح مع ضمان حد أدنى ثابت أو متغير على مدار فترة الإصدار، أو المشاركة في الأرباح بحد أدنى وحد أقصى.

وتعدُّ صكوك التمويل أدوات أدخلها المشرع المصري بموجب القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ بحيث يُتيح للشركات المساهمة التي لا يكون من بين أغراضها تلقي الأموال لاستثمارها، القيام بإصدار صكوك التمويل بعائد متغير لا يجاوز ما يحدده البنك المركزي المصري، وذلك بعد التشاور مع هيئة سوق المال -حاليًا الهيئة العامة للرقابة المالية- لمساعدة هذه الشركات على توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل نشاطها أو تمويل عملية بذاتها، على ألا تزيد قيمتها عن صافي أصول الشركة، ويجوز بقرار من الوزير المختص بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة أن يرخص للشركات بإصدار صكوك تمويل بقيمة تجاوز صافي أصولها، وذلك في الحدود الذي يصدر بها هذا القرار، حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقاً لآخر قوائم مالية وافقت عليها الجمعية العامة بعد استيفائها لعدد من الشروط، كذلك نظمت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بالفرع الرابع ما يخص إصدارات السندات وصكوك التمويل بالأحكام ذاتها التي وردت بقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨، كما أتاح قانون تلقي الأموال للشركات المساهمة أن تُصدر صكوكاً لحاملها، وذلك كان يُسمح به في بداية العمل بقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ولكن اختلف الوضع بعد ذلك؛ حيث منع المشرع المصري إصدار أوراق مالية لحاملها لأنها نقطة سلبية في التقييم الدولي لأي سوق مال، حيث تكون بوابة لانتشار جرائم غسل الأموال وتمويل الإرهاب^(١).

(١) كانت المادة (١٢) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تسمح بأن يكون إصدار السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى في صورة اسمية أو لحاملها، وذلك بعد موافقة الجمعية العامة للشركة؛ إلا أن هذه المادة عدلت بموجب القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨؛ حيث تقرر إلغاء إصدار الأوراق المالية لحاملها، وفي حديث منشور لرئيس الهيئة العامة للرقابة المالية قد أوضح فيه أن الهدف من إصدار الأوراق المالية لحاملها في بداية إصدار

وقد أفرد المشرع المصري تنظيم أحكام صكوك التمويل بالمواد من ٤٣ إلى ٦٢ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ وصكوك التمويل شبيهة بالسندات، وذلك يظهر من اتفاق القواعد الأساسية لإصدارها والحقوق المقررة لحاملهم، كما جمع المشرع الأحكام المنظمة لهم بالفرع الرابع باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال؛ حيث تكون لصكوك التمويل مواعيد معينة للاستهلاك، ويكون لحاملي صكوك التمويل حقوق متساوية في مواجهة الشركة، ولها عائد يُدره الصك في مواعيد معينة مع أية حقوق أخرى يخولها الصك، ويخضع العائد الذي تدره صكوك التمويل للضريبة التي تطبق بشأن السندات؛ حيث تسري الضرائب على إيرادات الشركات، والضرائب العامة على دخل الأشخاص بعد قبضها^(١)، وذلك وفق ما ورد بفتوى الجمعية العمومية لقسمي الفتوى والتشريع بمجلس الدولة^(٢)، كما يتم إعفاء صكوك التمويل في حدود الفائدة المعلنة من البنك المركزي إذا كانت مطروحة في ائتمان عام ومقيدة في سوق الأوراق المالية، على أن تخضع الزيادة عن الفائدة المعلنة من البنك المركزي للضريبة المقررة^(٣).

وتطلب القانون المصري^(٤) بالنسبة لصكوك التمويل أن تصدر بموجب قرار من الجمعية العامة للشركة، وأتاح لصكوك التمويل قصيرة الأجل لمدة لا

قانون سوق رأس المال هو: تيسير تداول الأوراق المالية ونقل ملكيتها بين المتعاملين، ولكن بعد انتشار التعامل في سوق الأوراق المالية بالنسبة للشركات المقيدة بالبورصة، تبين أن إصدار الأوراق المالية لحاملها يرتبط بعدة مخاطر جسيمة؛ مثل: تمويل جرائم غسل الأموال والإرهاب، إلى جانب وجود المخاطر التقليدية المتمثلة في سرقتها وضياعها أو تلفها بشكل ينعذر معه تحديد معالمها، وهوما يؤدي لضياع حقوق مالكيها، وعليه: تم تعديل القانون، وقد أعطت الهيئة فترة سماح للتعامل على الأوراق المالية التي صدرت لحاملها، سامي شريف، جريدة مصر اليوم، ٢١ إبريل ٢٠١٧، > إلغاء مواد في قانون سوق المال المصري تتيح إصدار "أسهم - مصر اليوم (egypt-today.com) < (٢٠٢٢/١٢/١٦).

(١) إبراهيم طلعت، صكوك التمويل الجديدة بين الضرائب والإعفاء الضريبي، مجلة المال والتجارة، مج ٢١، ع ٢٤٥، دار المنظومة، ١٩٨٩، ص ٥٣، ٥٤.

(٢) الفتوى رقم ١٩١ الصادرة بتاريخ ١٧/٢/١٩٩٠ (ملف رقم ٤٧ / ٢/٣٧٧).

(٣) وزارة المالية، مصلحة الضرائب، تعليمات تفسيرية عامة رقم ١ لسنة ١٩٩٠ في شأن المعاملة الضريبية للشركات في مجال تلقي الأموال لاستثمارها وصكوك الاستثمار وصكوك التمويل التي نص عليها القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨، جمعية الضرائب المصرية، ١٩٩١.

(٤) المادة (١٢) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

تجاوز سنتين أن يكون قرار الإصدار بناءً على موافقة مجلس إدارة الشركة بشرط الحصول على تفويض من الجمعية العامة للشركة، أو موافقة السلطة المختصة في غيرها من الشركات الاعتبارية، وذلك وفقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة في شأن إصدارها وطرحها في اكتتاب عام أو خاص.

وتتشابه صكوك التمويل مع الصكوك الإسلامية بإجازة المشرع بقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ بكونهما أدوات اجتذاب لمخدرات حقيقية ونقلها بشكل مباشر لقنوات الاستثمار، ومن شأنهم التأثير على تقليل معدلات التضخم^(١)، كذلك يكون عائد صكوك التمويل عائداً متغيراً على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر، شأنه شأن العائد الناتج عن الصكوك الإسلامية، على أن يتم توضيح أسس احتساب العائد بنشرة الإصدار، وقد وضح رأي^(٢) طرق احتساب العائد على النحو الآتي:

أ. ربط العائد بسعر فائدة معينة مضافاً إليها هامش؛ مثلاً: ٢% فوق عائد شهادات الاستثمار أو أذون الخزانة أو فوق سعر الخصم لدى البنك المركزي، أو سعر الإيداع لفترات معينة لدى البنوك التجارية.

ب. في حالة العملات الأجنبية يمكن ربط العائد بأسعار الإيداع بين البنوك في سوق معين.

ج. عائد متغير خلال الإصدار؛ مثلاً: ١١% في السنة الأولى، وتزداد بواقع ١% عن كل سنة آتية طوال سنوات الإصدار.



(١) ندوة صكوك التمويل ودور البنوك في تنميتها وإدارتها، مجلة الاقتصاد والمحاسبة، نادي التجارة، ع ٤٩٦، دار المنظومة، ١٩٨٩، ص ٢.

(٢) صفوت محمد بالي، دور الشركات المالية في مجال إصدار صكوك التمويل ذات العائد المتغير، نادي التجارة، مجلة، ع ٤٩٧، دار المنظومة، ١٩٨٩، ص ٢٣.

المبحث الثاني تمويل مشروعات الدولة عن طريق الصكوك السيادية والصكوك الخضراء

تشجع جميع الأنظمة القانونية على تمويل المشروعات القومية من خلال إصدار الصكوك السيادية، وكذلك تعمل الحكومات على تشجيع إنشاء المشروعات التي تقوم على توليد الطاقة المتجددة بهدف تحقيق التنمية المستدامة وحماية الكون من مخاطر التغير المناخي، لذا: يتجه هذا المبحث إلى دراسة كل من الصكوك السيادية والصكوك الخضراء من خلال المطلبين الآتيين:

المطلب الأول: إصدار الصكوك الإسلامية السيادية وتأثيرها على الاقتصاد القومي.

المطلب الثاني: إصدار الصكوك الخضراء وتأثيرها على الاقتصاد القومي.

المطلب الأول إصدار الصكوك الإسلامية السيادية وتأثيرها على الاقتصاد القومي

تصدر الصكوك السيادية وتستخدم بوصفها أداة تمويل بشكل يُماثل استخدام الصكوك الإسلامية التي يصدرها القطاع الخاص، ويكمن الاختلاف بين النوعين في الجهة المستفيدة والجهة المصدرة؛ حيث أوجب قانون الصكوك السيادية المصري رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ أن تكون الجهة المستفيدة هي إحدى الجهات الحكومية، وينوب عنها في التعامل وزارة المالية التي تُعدُّ الجهة المصدرة، كما استلزم القانون أن تتم عملية التصكيك من خلال شركة تصكيك حكومية أو أكثر، وفقاً لعقد يطبق أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، كما أن مالكي الصكوك السيادية لا يمتلكون موجودات عملية التصكيك، بل يقتصر حقهم على تملك منافعها فقط وفق مبدأ الغنم بالغرم والمشاركة.

وقد نصَّ المشرع المصري على استخدام الصكوك الإسلامية للتمويل السيادي بموجب القانون الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣، ثم تناوله^(١) في قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢^(٢)؛ حيث أعطى الحق للهيئات والأشخاص الاعتبارية العامة أن تُصدر صكوكاً لتستفيد من حصيلة الاكتتاب في تمويل مشروعاتها، كما تطلب القانون أن تحصل هذه الجهات على اعتماد وزارة المالية على نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات الخاصة بطرح الصكوك الإسلامية وغيرها من المستندات والبيانات والإقرارات المرتبطة بالإصدار، وتطلب تقديمها للهيئة العامة للرقابة المالية، كما تطلب إسناد مراقبة حسابات المشروع محل التصكيك إلى الجهاز المركزي للمحاسبات، مع النص على وجود مراقب حسابات من بين المسجلين لدى الهيئة العامة للرقابة المالية شريطة اختياره من جانب وزارة المالية، كما تطلب المشرع أن يكون رأس مال شركة التصكيك مملوكاً بالكامل لبنوك قطاع عام أو شركات قطاع عام أو قطاع أعمال عام أو أي من الأشخاص الاعتبارية العامة، إلّا أن المشرع عاد وسنَّ تشريعاً مستقلاً لتنظيم عمل الصكوك السيادية بموجب القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

ومن الملاحظ أن المشرع المصري عند إصداره لقانون الصكوك السيادية أبقى على مفهوم الشركة المصدرة ذاته بأنها عبارة عن شركة ذات غرض وحيد SPV، ولم يعاملها كما عاملتها التشريعات المقارنة بأن تكون الشركة الراغبة في التمويل هي الشركة المصدرة، ولعل ذلك يجد مبرره في أن المشرع المصري منذ البداية جعل الشركة المصدرة هي شركة التصكيك، وهي شركة ذات غرض وحيد، وأطلق لفظ الجهة المستفيدة على الجهة الراغبة في الحصول على التمويل.

(١) المادة (١٤) مكرراً (٨) المضافة بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، الجريدة الرسمية، العدد ١٠ مكرر (هـ) في ١٤ مارس ٢٠١٨.

(٢) المادة (١٤) مكرراً (٨) المضافة بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، الجريدة الرسمية، العدد ١٠ مكرر (هـ) في ١٤ مارس ٢٠١٨.

وتُعرّف الصكوك السيادية -بوجه عام- بالتشريعات المقارنة بأنها صكوك قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة؛ حيث تقوم الدولة ببيع بعض أصولها أو بيع منافعها بغرض: توظيف الأموال في إقامة مشاريع تنموية، أو بنية تحتية، أو سد عجز الموازنة العامة على المدى القصير والمتوسط، وبهذا يكون إصدار الصكوك السيادية الإسلامية له مردوده الإيجابي على تطوير أسواق المال المحلية؛ لأنها أدوات مضمونة من الدرجة الأولى من الدولة، كما أنها قائمة على تمويل مشروعات حقيقية.

وأيضًا من المميزات المرتبطة بالتمويل عن طريق استخدام الصكوك السيادية أنها تعدّ تمويلًا غير تضخمي، وأكثر استقرارًا وأمانًا من الاقتراض الخارجي الذي يضرّ بسيادة الدولة واستقرارها، ويكبّد الأجيال في المستقبل أعباء سداد هذه القروض ومخاطرها^(١).

ومن التعريف السابق يتضح أن عملية التصكيك السيادي تقوم بالأساس على تصكيك ملكية منافع أو أصول عينية تمتلكها الدولة، ويكون تملك الدولة للأصول إما عن طريق الملكية العامة Public Domain؛ وهي الأصول التي تخصّص بصفة أساسية لإشباع حاجات المواطنين وتحقيق النفع العام^(٢)، أو عن طريق الملكية الخاصة Private Domain؛ حيث إن الدولة تباشر عليها سلطات الاستعمال والاستغلال والتصرف كما يباشرها الشخص الطبيعي أو الشخص المعنوي على ممتلكاته الخاصة دون أن تكون مخصصة

(١) مصطفى بدوي، الصكوك السيادية بين متطلبات تغطية العجز ودعم نشاط الأسواق المالية الإسلامية: تجربة ماليزيا، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة لونيبي علي البلدية، مج ١١، ١٤، دار المنظومة، ٢٠٢٠، ص ٢٣٢.

(٢) وفقًا للمادة ٨٧ من القانون المدني: ١- تعتبر أموالاً عامة، العقارات والمنقولات التي للدولة أو للأشخاص العامة، والتي تكون مخصصة لمنفعة عامة بالفعل، أو بمقتضى قانون أو مرسوم أو قرار من الوزير المختص، وهذه الأموال لا يجوز التصرف فيها أو الحجز عليها أو تملكها بالتقادم، ووفقًا للمادة ٨٨ من القانون المدني: تفقد الأموال العامة صفتها العامة بانتهاء تخصيصها للمنفعة العامة، وينتهي التخصيص بمقتضى قانون أو مرسوم أو قرار من الوزير المختص أو بالفعل، أو بانتهاء الغرض الذي من أجله خصصت تلك الأموال للمنفعة العامة.

لمنفعة عامة، ومن الجدير بالذكر أنه يمكن أن تتحول الملكية العامة إلى ملكية خاصة؛ حيث يجوز تخصيص هذه الأملاك بموجب قانون أو مرسوم أو قرار من الوزير المختص أو بانتهاء الغرض الذي من أجله خصّصت تلك الأموال للمنفعة العامة^(١)، وقد أرسيت محكمة النقض مبدأ مفاده^(٢) : "أنّ الأموال العامة تفقد صفتها بانتهاء تخصيصها للمنفعة العامة، وهذا الانتهاء كما يثبت بصدور قانون أو قرار من الجهة المختصة فإنه يتحقق بانتهاء الغرض الذي من أجله خصّصت تلك الأموال للمنفعة العامة؛ أي ينقطع بالفعل -وعلى وجه مستمر- استعمالها لهذا الغرض، وتزول معالم تخصيصها للمنفعة العامة بصورة واضحة لا تحتمل اللبس، مما مؤداه أنّ مجرد سكوت الإدارة عن عمل يقوم به الغير في المال العام بدون موافقتها لا يؤدي إلى زوال تخصيص هذا المال للمنفعة العامة، ومتى تحقّق انتهاء التخصيص على هذا النحو فإن العقار الذي انتهى تخصيصه للنفع العام يدخل في عداد الملك الخاص للدولة".

وقد عرّف المشرع المصري الصكوك السيادية بأنها^(٣) "أوراق مالية حكومية اسمية متساوية القيمة وقابلة للتداول تصدر لمدة محددة، لا تجاوز ثلاثين عاماً، وتمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار"، كذلك عرّف المشرع المصري الأوراق المالية الحكومية في المادة ذاتها بأنها "أدوات مالية تستخدم بغرض تمويل الموازنة العامة للدولة، أو تنظيم وإدارة الدين الحكومي، ويثبت بها جميع الالتزامات والحقوق المالية، وتمكن الجهة المصدرة من جمع الأموال مقابل التعهد بالسداد بعد انقضاء أجل زمني محدد وفقاً للشروط المعلنة بنشرة الإصدار".

ومن خلال التعريف الذي ساقه المشرع يتضح أن الصكوك السيادية تشبه

(١) المادة ٨٨ من القانون المدني المصري.

(٢) الطعن رقم ٩٢٧٨ لسنة ٨٤ ق الصادر بجلسة ٢٠٢٠/١١/٩ والطعن رقم ٢٠٢٣ لسنة ٨٩ ق الصادر بجلسة ٢٠٢٠/١٠/٢٤.

(٣) المادة (١) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

الأوراق المالية الحكومية؛ مثل: أذون وسندات الخزانة، وعليه: فإن استخدام حصيلة الصكوك السيادية لن يقتصر في المستقبل على تمويل المشاريع، وإنما يبدو من التعريفات الواردة بالقانون أنه سيتم استخدامها لسد عجز الموازنة العامة في حالة زيادة النفقات وانخفاض الإيرادات العامة في الأجل القصير؛ وذلك تجنباً لحدوث المشاكل الاجتماعية والاقتصادية المرتبطة بالعجز^(١).

ويعزز تشبيه المشرع المصري الصكوك السيادية بأذون الخزانة وسنداتها^(٢) أنه أقرَّ المعاملة الضريبية ذاتها على عوائد كلٍّ من أذون الخزانة وعوائد الصكوك السيادية، وذلك مصدره اعتبار المشرع كلا الورقتين أوراق مالية حكومية، ومن المقرر أن كلتا الورقتين تُعدَّان من الأوراق المالية المقبول التعامل عليها شرعاً؛ خاصة وأن هناك فتوى صادرة من دار الإفتاء المصرية تجيز التعامل على أذون الخزانة شرعاً^(٣)، وبموجب هذه الفتوى

(١) أحمد عبد الصبور الدجاوي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد ٣، مارس ٢٠١٨، جامعة المسيلة، الجزائر.

(٢) المادة (٦) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) فتوى رقم ٦٠٩٤، ٢٠٢٢/٥/٣١ (أرشيف الفتوى | عنوان الفتوى: استثمار المال في أذون الخزانة وسندات التنمية) نداء الإيمان (al-eman.com) من بنك مصر، الإدارة العامة للتنظيم وترتيب الوظائف، بكتابه المؤرخ ٧ فبراير سنة ١٩٧٩، والمقيد برقم ٥٩ - ١٩٧٩ المتضمن أن كثيراً من أبناء الجاليات المصرية بالبلاد العربية طلبوا من إدارة البنك أن تتولى إصدار شهادات استثمار يتم اكتسابهم فيها، بشرط ألا تُستغل هذه الأموال في الإقراض أو في أعمال ربوية وغير محددة؛ حتى تكون إسلامية المنبع ولا شبيهة في عوائد استثمارها، وأن البنك يقوم حالياً بإعداد مشروع يسمح باستثمار هذه الأموال في أعمال بعيدة عن شبهة الربا؛ تتلخص في الآتي: أ- تخصيص جزء مما يملكه البنك في أسهم الشركات المساهم فيها، حيث لا تخضع لنسب ربحية ثابتة، وأن هذه الشركات تقوم بالأعمال التجارية أو الصناعية، وليست في أعمال الائتمان أو الإقراض، ب- شراء بعض الأسهم من الشركات الممتازة من سوق الأوراق المالية والخاصة بالعمليات التجارية والصناعية، ج- تخصيص جزء من أسهم الشركات الجديدة التي يقوم البنك بتأسيسها، والتي تتعامل في الصناعة والتجارة بعيداً عن العمليات المالية، واستكمالاً لهذه المشروعات التي ينوي البنك إنشاءها رأت إدارة البنك استطلاع رأى دار الإفتاء بالنسبة لإمكانية شراء الأنواع الآتية، وإضافتها إلى الأنواع المشتراة للغرض نفسه؛ نحو: أذون الخزانة التي تصدرها الدولة وتكتتب فيها البنوك، وهي بمعدل فائدة ثابت، وسندات التنمية التي تصدرها الدولة وتساهم البنوك في شراء جزء كبير منها، وهي بمعدل فائدة ثابت، على أن يوضع في الاعتبار أن للدولة بما لها من حق السيادة الحصول من المواطنين على الإيرادات المختلفة السيادية والخدمية، بما يزيد عن المعدلات التي تمنحها للمشاركين في هذه السندات أو الأذونات، كما أنها ليست عرضة للخسارة مما يجعل الاشتراك في شراء هذه السندات أو الأذونات بعيداً عن شبهة الحرام أو الربا.

أُعطِيَ الحق لبنك مصر بشراء أسهم الخزينة وسندات التنمية التي تصدرها الدولة لمستثمرين راغبين في تطبيق قواعد الاستثمار الإسلامي القائم على مبدأ الغنم بالغرم، وهو المبدأ ذاته الذي تُصدَر على أساسه الصكوك الإسلامية عموماً والسيادية خاصة.

وقد ثار الجدل حول إمكانية تمويل الصكوك الإسلامية لعجز الموازنة العامة، وقد رأى البعض^(١) أن هذه الوسيلة أفضل من السحب من الاحتياطي العام للدولة أو اللجوء للاقتراض من الأسواق الدولية؛ حيث أثبتت التجارب الآثار السلبية للسحب من الاحتياطي العام على اقتصاد الدولة كانهخفاض الاحتياطيات والعوائد الناتجة عنها، وكذلك يُشكّل الاقتراض من الخارج تحميل كاهل الدولة فوائد هذه القروض بالإضافة لأعباء أخرى وشروط؛ كتلك التي تُفرض من بنوك بعض الدول وقد تمسُّ سيادة الدولة في بعض الأحيان، ويعدُّ تمويل عجز الموازنة العامة للدولة عن طريق الصكوك السيادية هو طريق إيجابي لخفض التضخم من خلال استثمار حصيلتها، وخفض معدلات الفائدة على الاقتراض للمشروعات الخاصة^(٢)، وهي تساعد -أيضاً- على الحفاظ على سيادة الدولة، وقد أشار رأي آخر^(٣) إلى أن الاعتماد على الصكوك السيادية لسد عجز الموازنة العامة هو الحل الأكثر فعالية مقارنة بالسياسات الاقتصادية الانكماشية التي تقترحها المؤسسات الدولية، وهو ما يزيد من قدرة الدولة على تأسيس مشروعات مدرّة للربح تساعد في علاج موازنتها على المدى الطويل، كذلك توفر الصكوك السيادية حلاً لمشكلة الديون؛ سواء أكانت خارجية أم داخلية، وذلك لاستطاعة الدولة منح الصكوك السيادية إلى المقرضين بدلاً من سداد أصل القرض مما

(١) كريم محمد عبد السميع، دور الصكوك المالية الإسلامية في تعزيز التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٥٤.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٨١.

(٣) صارة، زعيتري، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجاً، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، مرجع سابق، ص ٣٤٧.

يخفف من عبء الدين^(١).

وقد أقرّ المشرع السوداني والبحريني تمويل الصكوك الإسلامية لعجز الموازنة العامة، وهو اتجاه لم يقبله المشرع المصري عند سنه للقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣^(٢)؛ حيث أصدرت الدولتان الصكوك السيادية لدعم السيولة داخل الاقتصاد القومي وتغطية عجز الموازنة، إلى جانب استخدامهم للصكوك السيادية في تمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية، وقد أصدرت السودان شهادات (شهامة) القائمة على التمويل الإسلامي خلال الفترة من ٢٠٠٥ - ٢٠١٠، واستطاعت عن طريق إصدار هذه الشهادات التحكم في معدلات التضخم، ورفع معدلات الناتج المحلي، وتحقيق استقرار نسبي في سعر صرف العملة المحلية، وارتفاع معدل دخل الفرد في أوقات انخفاض أسعار البترول نتيجة الأزمة العالمية^(٣)، كما أصدرت مملكة البحرين صكوك التأجير بواسطة المصرف المركزي للمملكة؛ وذلك لسد عجز الموازنة العامة^(٤).

وعلى الجانب الآخر هناك من يُعارض^(٥) إصدار الصكوك السيادية لسد عجز الموازنة العامة؛ لأنه سيكون سبباً لزيادة حجم الإنفاق الذي لا يقابله إيرادات، مما يعني تجاوز الدين العام المحلي حدود الأمان المتعارف عليها عالمياً، ومن التجارب السابقة بالتشريعات المقارنة يمكن تحسين أداء الموازنة العامة للدولة عن طريق استخدام الصكوك الإسلامية لتمويل مشروعات حقيقية توجّه حصيلة إيراداتها لسد أي عجز في الموازنة العامة

(١) صارة، زعيتري، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجاً، مرجع سابق، ص ٣٥١.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٤.

(٣) شعيب يونس، دور الصكوك الإسلامية الحكومية في دعم القطاعات الاقتصادية، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ع ٣٣، دار المنظومة، ٢٠١٤، ص ٢٤٠.

(٤) مصطفى بدوي، الصكوك السيادية بين متطلبات تغطية العجز ودعم نشاط الأسواق المالية الإسلامية: تجربة ماليزيا، مرجع سابق، ص ٢٣٦.

(٥) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٤٥ وما بعدها.

بعد سداد مستحقات مالكي الصكوك، وهو ما يُعدُّ توفيقاً بين ضرورة استخدام الصكوك السيادية في تمويل مشروعات حقيقية، ثم استخدام ريع هذه المشروعات لمقابلة أي نقص في الموازنة العامة للدولة.

ووفقاً للتشريع المصري تتمكّن الجهة المصدرة من جمع الأموال مقابل التعهد بالسداد بعد انقضاء أجل زمني محدد بنشرة الإصدار، ويكون بحد أقصى ثلاثين عاماً، ومقارنة بالتشريعات الأخرى يمكن أن تمتد الإصدارات لأكثر من ثلاثين عاماً، ومن المعلوم قانوناً أن تحديد المدة بنشرة الطرح لا يعني ضرورة الاستمرار في الإصدار حتى نهاية أجله؛ حيث أجاز المشرع للجهة المصدرة أن تقرر رد القيمة الاستردادية لمالكي الصكوك السيادية قبل نهاية مدة الصك، شريطة سداد كافة المستحقات لمالكي الصكوك السيادية.

ويكون هدف الدول من إصدار الصكوك السيادية هو استقطاب شريحة من المستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم بما يتفق مع قواعد الشريعة الإسلامية، ولكي تضمن الدول استمرار ذلك الهدف تحدّد التشريعات استلزام الرقابة الشرعية على الإصدار حتى نهاية أجله، وذلك من خلال تعيين لجنة مكوّنة من متخصصين في مجالات التمويل والاقتصاد والقانون والشريعة الإسلامية^(١).

وهناك تشريعات تسمح بإصدار الصكوك السيادية لتصكيك حق منفعة أو حق رقبة لأصول مملوكة ملكية خاصة، لكن المشرع المصري لم يسمح بتصكيك حق الرقبة للأصول المملوكة ملكية خاصة؛ سواء بالقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ أو بالقانون الحالي رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، إنما أثر أن يكون التصكيك محله منفعة هذه الأصول فقط^(٢)، والملاحظ أن المشرع المصري نصّ

(١) وذلك وفقاً لما نصت عليه الفقرة (١٦) من المادة رقم (١) باللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية رقم ١٥٧٤ لسنة ٢٠٢٢، والمنشور بالجريدة الرسمية بالعدد (١٧) تابع (أ) في ٢٨ أبريل ٢٠٢٢.

(٢) انتهى قضاء محكمة النقض مدني ٤ فبراير سنة ١٩٣٧ " أن الحصانة التي اصيغها القانون على الأملاك العامة، فأخرجها عن دائرة المعاملات بما قضى به من عدم جواز بيعها أو التصرف فيها إلا بقانون أو أمر، مقيدة ببقاء تلك الأملاك مخصصة للمنفعة العامة، فإذا ما زال عنها هذا التخصيص بسبب ما، انفصلت هذه الأملاك عن الأملاك العامة، ودخلت في عداد الأملاك الخاصة.

بقانون صكوك التمويل الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ على أن يكون أمر تحديد الأصول التي ستكون محل التصكيك بموجب قرار يصدر من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية وبعد موافقة الجهة الشرعية والهيئة^(١).

وكذلك ذكر المشرع المصري بالقانون الحالي رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١^(٢) أن يكون تحديد منافع الملكية الخاصة بناءً على قرار يصدر من مجلس الوزراء بعد عرض الوزير المختص وليس وزير المالية، كما استبعد كذلك الحصول على موافقة الجهة الشرعية والهيئة، وهذا التعديل محل اعتبار؛ لأن هذه الجهات ليست مختصة بتحديد ملكية الأصول فيما إذا كانت مملوكة ملكية عامة أو خاصة للدولة، حيث يكون تعيين أملاك الدولة من خلال القوانين المطبقة^(٣)، ويرى البعض^(٤) أنه إذا كان محل الإصدار تصكيك أصول مملوكة للدولة ملكية خاصة فهذا أفضل من الخصخصة التي انتهجتها الدولة؛ لأنها تُعدُّ خصخصة مؤقتة، وبعد انقضاء مدة الإصدار تعود ملكية هذه الموجودات للدولة مرة أخرى.

وأجاز المشرع المصري بقانون إصدار الصكوك السيادية تسويق الصكوك السيادية عن طريق شركات وساطة مالية للجمهور داخل الدولة التي تصدر بها وخارجها^(٥)، وقد أتاح بموجب ذلك النص إمكانية تصكيك أصول خارج جمهورية مصر العربية لصالح الجهة المصدرة^(٦)، وعليه: فإن الصكوك السيادية ستصلح لتصكيك مشروعات بدول أفريقية، وهو ما

(١) المادة (٤) من قانون صكوك التمويل رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣.

(٢) المادة (١١) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) القوانين التي تنظم أملاك الدولة العامة: القانون رقم ١٠٠ لسنة ١٩٦٤ بتنظيم تأجير العقارات المملوكة ملكية خاصة والتصرف فيها، والقانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٩ بنظام الإدارة المحلية، والقانون رقم ١٤٣ لسنة ١٩٨١ في شأن الأراضي الصحراوية، والقانون رقم ٧ لسنة ١٩٩١ في شأن بعض الأحكام المتعلقة بأملاك الدولة الخاصة.

(٤) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٩٣.

(٥) مصطفى بدوي، الصكوك السيادية بين متطلبات تغطية العجز ودعم نشاط الأسواق المالية الإسلامية: تجربة ماليزيا، مرجع سابق، ص ٢٣٢.

(٦) المادة (١٥) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

سيساعد الدولة المصرية على توطيد علاقاتها بالدول المجاورة والشقيقة والدول الممتدة على شاطئ نهر النيل، وهذا مردوده إيجابي على تعزيز الأمن الوطني وتعزيز العلاقات على مستوى دولي وإقليمي.

ووفقاً لقانون إصدار الصكوك الإسلامية سيقصر حق مالكي الصكوك السيادية في الحصول على أرباح دورية بما يتناسب ومقدار مساهمة الصك، كما يكون لهم جميع الحقوق والالتزامات المقررة شرعاً للمنتفع^(١)، ولم يعرف المشرع المصري حق المنفعة^(٢) بقانون إصدار الصكوك السيادية؛ حيث لم يرد تعريفه بالقانون المدني رغم تنظيمه بالمواد من ٩٨٥ إلى ٩٩٥، ونرى أنّ المشرع قد أصاب عندما ترك تعريف حق الانتفاع في قانون الصكوك السيادية؛ لأن تحديد الالتزامات والحقوق المتعلقة بهذا الحق يمكن رسمها بنشرة الطرح، ويتماشي ذلك مع صريح ما جاء بنص المادة ٩٨٦ من القانون المدني التي نصت على: "يراعى في حقوق المنتفع والتزاماته السند الذي أنشأ حق الانتفاع..".

ولنا تعقيب على المشرع المصري الذي اتبع نهجاً مختلفاً عند إدخال الصكوك الإسلامية بقانون سوق رأس المال؛ حيث نص على تعريف لحق الانتفاع بأنه: "حق استخدام الأصول التي تصدر الصكوك في مقابلها بما لا ينتج عنه فناء لهذه الأصول"^(٣)، وهو تعريف لا يوضح طبيعة حق المنفعة لمالكي الصكوك؛ حيث تعطي القواعد العامة للمنتفع حق استغلال واستعمال الأصل، كذلك لم يرد بالتعريف المقصود من لفظ "الاستخدام"؛ هل أراد المشرع المصري قصره على الاستعمال أم على الاستغلال لموجودات عملية

(١) المادة رقم (٧) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) الانتفاع هو حق عيني يخول صاحبه جواز التصرف فيه، ويقصر حق الانتفاع على استعمال شيء مملوك للغير واستغلاله، وعليه: فإنه يجوز للمنتفع بيع انتفاعه أو هبته أو التنازل عنه، ووفقاً للمادة ٩٩٧ من القانون المدني "لا يجوز النزول للغير عن حق الاستعمال أو عن حق السكنى؛ إلا بناء على شرط صريح أو مبرر قوي"، عبد الرازق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء السادس، المجلد الأول، العقود الواردة على الانتفاع بالشيء الإيجار والعارية، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ص ٤٩.

(٣) المادة (١٤) مكرراً من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

التصكيك، وعليه: ينبغي على المشرع حذف تعريف حق الانتفاع الوارد بقانون سوق رأس المال، والاقتصار على تحديد التزامات مالكي الصكوك وحقوقهم من خلال نشرة الطرح، وهو ما يتماشى مع ما جاء بالقانون المدني على النحو السابق عرضه.

وبناء على ضرورة تصكيك حق المنفعة للأملك الخاصة للدولة لن يكون لمالكي الصكوك الحق في تملك موجودات عملية التصكيك، وعليه: تحتفظ الدولة بحق الرقبة لهذه الممتلكات المصككة^(١)، ونؤكد أن ذلك يرجع لحساسية المساس بممتلكات الدولة العامة و الخاصة، وخوف الكثير من الأشخاص من تدخل جهات أو أشخاص أجنبية في ملكية هذه الممتلكات بما يمس الأمن القومي للوطن، وهو ما جعل المشرع يسن قانوناً خاصاً، ولا يُطبَّق أحكام قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، وقد تناول القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١^(٢) كافة الشروط والجهات المنوطة بإصدار الصكوك السيادية؛ حيث اختص وزارة المالية لتكون هي الجهة المصدرة من خلال تأسيس شركة تصكيك سيادية أو أكثر، ويكون لها حقوق الانتفاع بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية؛ وذلك بالتأكيد تجنباً لأي انتهاك لأمن الدولة، ولكي تكون جميع الإصدارات تحت رقابة وزارة المالية وإشرافها.

ووفقاً لقانون الصكوك الإسلامية الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ أراد المشرع المصري تصكيك المنافع والخدمات الحكومية لاستخدام حصيلتها في إنشاء أصول ومشروعات جديدة، على ألا تزيد مدة الصك عن اثنتا عشرة سنة، ورأى البعض^(٣) أن تأقيت المشرع لحق الانتفاع بمدة قصيرة هدفه ضمان عودة الاستفادة من المنافع والخدمات المصككة للدولة في وقت وجيز،

(١) المادة (١) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ المنشور بالجريدة الرسمية بالعدد ٣٢ مكرر (أ) في ١٥ أغسطس ٢٠٢١.

(٣) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١١٦.

ووفقاً لقانون الصكوك السيادية الحالي لم يضع المشرع هذا القيد؛ حيث إنه سمح باستخدام حصيلة الإصدار في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنمية المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة، وذلك على النحو الذي يصدر به قرار من الوزير المختص بعد التشاور مع الوزير المعني بشئون التخطيط^(١).

ولم ينص المشرع الأردني على إمكانية تصكيك الأصول المملوكة للدولة بشكل مفصل، إنما نصَّ على جواز قيام الحكومة والمؤسسات الرسمية والمؤسسات العامة -بعد أخذ موافقة مجلس الوزراء- بإصدار صكوك التمويل الإسلامي مباشرة أو من خلال الشركة ذات الغرض الخاص^(٢)، كذلك لم يحدد المشرع الأردني مجالات استخدام التمويل كما حدده المشرع المصري في القانون الملغى والقانون الساري، وهو ما يعني إمكانية استخدام حصيلة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

وقد نص المشرع على الحق في تعويض مالكي الصكوك في حالتها التعدي أو التقصير من جانب الجهة المصدرة، كما لا يجوز أن تتضمن أي من صيغ الصكوك الإسلامية نصاً بضمان حصة مالك الصك في الأصول، أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك^(٣)، كما لا يكون لمالكي الصكوك حتى في حالة التعدي أو التقصير الحق في اتخاذ أي إجراء للحجز^(٤) على الأصول محل عملية التصكيك، أو اتخاذ إجراءات التنفيذ

(١) المادة (٢) من قانون إصدار الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) المادة (١١) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢.

(٣) المادة رقم (١٣) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٤) إجراءات الحجز وفقاً للقانون المدني هي المادة ٨٧ من القانون المدني: ١. تعتبر أموالاً عامة، العقارات والمنقولات التي للدولة أو للأشخاص الاعتبارية العامة، والتي تكون مخصصة لمنفعة عامة بالفعل، أو بمقتضى قانون أو مرسوم أو قرار من الوزير المختص، ٢. وهذه الأموال لا يجوز التصرف فيها أو الحجز عليها أو تملكها بالتقادم، والمادة (٨٨) من القانون المدني: تفقد الأموال العامة صفتها العامة بانتهاء تخصيصهما للمنفعة العامة، وينتهي تخصيص بمقتضى قانون أو مرسوم أو قرار من الوزير المختص أو بالفعل، أو بانتهاء الغرض الذي من أجله خصصت تلك الأموال للمنفعة العامة، والمادة ٩٧٠ من القانون المدني: في جميع الأحوال لا تكتسب حقوق الإرث بالتقادم إلا إذا دامت الحيازة مدة ثلاث وثلاثين سنة، ولا يجوز تملك الأموال

عليها، ورتب المشرع البطلان على أي إجراء يتم بالمخالفة لأحكام هذه المادة.

ويمكن للمشرع أن يجد مبرره في النص بقانون الصكوك السيادية على عدم جواز الحجز إذا كان يسمح بتصكيك أموال الدولة العامة، كما أضاف رأي^(١) إلى عدم إمكانية الحجز على الأموال الخاصة إذا كانت مرتبطة بتصكيك مرفق عام، لكن بالنسبة لأموال الدولة الخاصة التي اختصها المشرع بتصكيك منافعها فالأمر محل جدال، فهناك من يرى^(٢) إمكانية الحجز على بعض الممتلكات المخصصة للمرفق العام ما دامت لا تتعارض مع سير المرفق، مع وجود الكثير من الآراء الفقهية التي سيأتي الحديث عنها، والتي لا ترى مانعاً من إمكانية الحجز على الأموال الخاصة للدولة، وإمكانية اتخاذ الدائن لإجراءات التنفيذ لاستيفاء ما يكون له من حقوق، وقد انتهى رأي^(٣) إلى جواز الحجز على الملكية الكاملة أو ملكية الرقبة أو ملكية المنفعة للأموال الخاصة.

وللتعرف على الآراء التي ساقها الفقهاء سنجد أن هناك من اتجه^(٤) إلى أن نصوص القانون لم تمنع الحجز على ممتلكات الدولة الخاصة، وإن كان القول بعدم إمكانية الحجز مرجعه كون الدولة قادرة على سداد أية ديون مستحقة عليها بعبارة: "لما هو معلوم من أن الدولة موثوق ببيسارها"، وذلك أيضاً "لتعارض الحجز والبيع مع قواعد الحسابات العمومية الحكومية"، إلا أن

الخاصة المملوكة للدولة أو للأشخاص الاعتبارية العامة، وكذلك أموال الوحدات الاقتصادية التابعة للمؤسسات العامة أو للهيئات العامة وشركات القطاع العام غير التابعة لأي منهما والأوقاف الخيرية، أو كسب أي حق عيني على هذه الأموال بالتقادم، ولا يجوز التعدي على الأموال المشار إليها بالفقرة السابقة، وفي حالة حصول التعدي يكون للوزير المختص حق إزالته إدارياً.

(١) وجدي راغب، مبادئ التنفيذ القضائي، بدون ناشر، ١٩٨٨، ص ٢٠٩.

(٢) حكم قضائي صادر من قاضي الأمور المستعجلة بطنطا ١٥ فبراير ١٩٦٠، المحاماة ٤٢، ٤٤٣، ٢٧٠ مشار إليه لدى فتحي والي، التنفيذ الجبري في المواد المدنية والتجارية، مطبعة جامعة القاهرة، ١٩٩٥، ص ٢٤٤.

(٣) مرجع سابق، ص ٣٢٣.

(٤) رمزي سيف، قواعد تنفيذ الأحكام والمحرمات في قانون المرافعات رقم ١٣ لسنة ١٩٦٨، دار النهضة العربية، ١٩٦٨، ط ٨، ص ١٣٥.

هناك مَنْ عارض هذا الاتجاه؛ حيث رأى^(١) أن عدم إمكانية الحجز على أموال الدولة الخاصة لا يرتبط ببسارها، حيث يجوز الحجز بمجرد عدم الوفاء بالدين، ولا علاقة في هذا الشأن بإعسار المدين، كذلك لا يمكن التعلل بأن الحجز على أموال الدولة الخاصة يتعارض مع قواعد الحسابات العمومية، حيث لا يمكن القول بأن هذه الحسابات تمثل عائقاً على تنفيذ الإجراءات القانونية وفق مجراها الطبيعي.

وأخيراً: اتجه الرأي الراجح^(٢) في الفقه إلى إمكانية الحجز على أموال الدولة الخاصة، على اعتبار أن ذلك يزيد من الثقة في التعامل مع الدولة التي قبلت التعامل على قدم المساواة أمام القضاء مع الأفراد، حيث إن الثابت وفق قضاء محكمة النقض^(٣) عدم جواز الحجز على المال المحتفظ بتخصيصه للمنفعة العامة فقط.

ونرى أنه مع عدم تحديد المشرع بقانون المرافعات للأموال التي لا يجوز الحجز عليها فلا يوجد ما يمنع من إضافة عدم الحجز على بعض الأموال، وعدم إمكانية بيعها بموجب قوانين خاصة^(٤)، وهذا الاتجاه هو ما جعل المشرع المصري ينص صراحة بقانون الصكوك السيادية على عدم جواز قيام مالكي الصكوك بالحجز على أصول الصكوك السيادية، على الرغم من تعارض ذلك مع أحكام القضاء وآراء الفقهاء بشأن أموال الدولة الخاصة لتقدير المشرع بضرورة طمأنينة

(١) محمد عبد الخالق عمر، مبادئ التنفيذ، مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعي، الطبعة الثالثة، ١٩٧٧، ص ٣٣٣.

(٢) محمد عبد الخالق عمر، مبادئ التنفيذ، مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعي، مرجع سابق، ص ٣٣٢، فتحي والي، التنفيذ الجبري في المواد المدنية والتجارية، مرجع سابق، ص ٢٠٩، أسامة أحمد شوقي المليجي، الإجراءات المدنية للتنفيذ الجبري في قانون المرافعات المصري، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦، ص ٢٨٤.

(٣) نقض مدني ١٩٦٨/٤/٢٣، مجموعة أحكام النقض لسنة ١٩٦٨، رقم ١١٨، ص ٨٦١، حيث نصت "بأن الأرض المملوكة للدولة ملكية خاصة، والتي أقامت عليها مخابئ لحماية الجمهور من الغارات الجوية أثناء الحرب، تكون مخصصة لمنفعة عامة، فتعتبر من الأموال العامة لا يجوز الحجز عليها".

(٤) رمزي سيف، قواعد تنفيذ الأحكام والمحرمات في قانون المرافعات رقم ١٣ لسنة ١٩٦٨، مرجع سابق، ص ١٣١، ١٣٢.

الرأي العام الذي يعارض بيع ممتلكات الدولة بشكل مباشر أو غير مباشر.

وإذا ما رجعنا إلى نص المادة ٩٧٠ من القانون المدني سنجد أن المشرع قد أقرَّ عدم جواز تملك أموال الدولة الخاصة بالتقادم، كما يتطلب الحجز وفقاً للمادة ٤٠١ من قانون المرافعات التنفيذ بنزع ملكية المنقول، كما يستلزم تسجيل التنبيه بنزع الملكية للعقار^(١)، وعلى ذلك يكون هدفُ الحجز التنفيذي نزع الملكية لصالح الدائن كي يستطيع اقتضاء حقه من ثمن بيعها^(٢)، وعليه ولصراحة ما نصَّ عليه المشرع بالقانون المدني بالمادة ٩٧٠ أنه تناول تملك أموال الدولة الخاصة بالتقادم فقط، ولم يتناول إمكانية تملك أموال الدولة الخاصة بوجه عام، واقتران ما جاء بالمادة ٩٧٠ مدني مع صراحة عدم جواز الحجز بقانون الصكوك السيادية وهو قانون خاص فلا يحق لمالكي الصكوك الحجز على أصول التصكيك .

وقد أضاف رأي^(٣) أنه لا يمكن الحجز على موجودات السندات الحكومية ومكوناتها مع إمكانية الحجز على السندات ذاتها باعتبارها منقولات إن وجدت في حيازة المدين، وعلى ذلك فإن دائني مالكي الصكوك يمكنهم الحجز على الصكوك ذاتها لاستيفاء حقوقهم من أرباح مستحقة لهم.

وتسعى الدولة حالياً إلى تمويل مشروعاتها الاستثمارية والتنمية المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة على النحو الذي يصدر به قرار من الوزير المختص، بعد التشاور مع الوزير المعني بشئون التخطيط^(٤)، وفي هذا الإطار تبدأ عملية التصكيك بعرضٍ يُقدَّم من الجهة المصدرة يوضِّح مقترح الأصول محل إصدار الصكوك السيادية، على أن تقوم لجنة الرقابة بإجازة هذا المقترح، ولا يتم التنفيذ إلا بعد صدور قرار

(١) وذلك وفقاً لنص المادة ٤٠٤ من قانون المرافعات المصري رقم ١٣ لسنة ١٩٦٨ .

(٢) فتحي والي، التنفيذ الجبري في المواد المدنية والتجارية، مرجع سابق، ص ٢٧٩ .

(٣) رمزي سيف، قواعد تنفيذ الأحكام والمحركات في قانون المرافعات رقم ١٣ لسنة ١٩٦٨، مرجع سابق، ص ١٤٧ .

(٤) المادة (٢) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ .

من مجلس الوزراء بعد عرض الوزير المختص للأصول التي تمَّ تحديدها لتكون محلًّا للتصكيك، وقد سمحت اللائحة التنفيذية باستبدال هذه الأصول خلال عمر إصدار الصكوك بأصول أخرى مساوية لها في قيمة حق الانتفاع، شريطة ألا يترتب على هذا الاستبدال تأثير على العوائد والقيمة الاستردادية للصكوك السيادية، وأن يكون ذلك في حدود ما تسمح به نشرة الإصدار، وذلك بعد إجازة لجنة الرقابة وموافقة مجلس الوزراء والأغلبية المطلقة لمالكي الصكوك السيادية^(١).

ومن الملاحظ أن المشرع المصري قد فرَّق بين قيمة رأس المال المصدر لشركة التصكيك المؤسسة وفق قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ عن تلك التي أسست وفق قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١؛ حيث تطلب المشرع بالنسبة للأولى ألا يقل رأس مالها المصدر والمدفوع عن عشرة ملايين جنيه مصري، في حين تطلب ألا يقل رأس المال المصدر والمدفوع لشركة التصكيك السيادية عن مليون جنيه مصري، ولا نجد سبباً لهذه المغايرة في تحديد قيمة رأس المال المصدر والمدفوع، حيث نرى أنه كان من المعقول أن يكون رأس المال المصدر لشركة التصكيك الحكومية أكبر مما تطلبه المشرع بالنسبة لشركات التصكيك الخاصة؛ وذلك لأن إصدار الصكوك السيادية هدفه تمويل المشروعات العملاقة، ولا نجد مبرراً لرأس المال المنخفض إلّا لأن الدولة جعلت وزارة المالية ضامناً للإصدارات التي تصدرها شركة التصكيك السيادية العامة، وبناء عليه: فلا حاجة للأخذ بالمبدأ العام بأن رأس مال الشركة هو الضمان العام للدائنين في ظل وجود وزارة المالية كضامن.

ورغم تهاون المشرع المصري عندما قام بتحديد رأس مال بسيط عند تأسيس شركة التصكيك السيادية، إلا أنه فرض عدة التزامات على شركة

(١) المادة رقم (٢) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

التصكيك السيادي^(١)؛ منها: أن يقتصر غرضها على إدارة عملية إصدار الصكوك السيادية وتنفيذها داخل جمهورية مصر العربية وخارجها، وأن يتوافر لها مقر ثابت مستقل، كما تطلب أن يكون لها بنية تكنولوجية مناسبة لممارسة نشاطها، وأن يتوافر في العضو المنتدب للشركة الخبرة اللازمة في مجال عمل الشركة، وأن يكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من غير التنفيذيين، وأن تقوم الشركة بإمسك حسابات مستقلة لكل إصدار، وأن تطبق متطلبات الإفصاح والتقارير الدورية وقواعد الحوكمة التي تستلزم توفر حد أدنى لعمل الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر والالتزام بمعايير المحاسبة والمراجعة، كما أن القانون تطلب من الهيئة العامة للرقابة المالية أن تقوم بإعداد تقرير سنوي يقدم لرئيس الجمهورية ومجلس النواب ورئيس مجلس الوزراء^(٢) وفقاً لمتطلبات الإفصاحات والشفافية والحوكمة عن نشاط الشركة، على أن يتضمن ملخصاً بالقوائم المالية الدورية لشركة التصكيك، ومدى التزام عملية التصكيك بقواعد الإفصاح والقيود والتداول بالبورصات، وأي تعديلات قد ترد على نشرة الإصدار أو أطراف عملية التصكيك^(٣).

ومن البين من إصدارات الصكوك السيادية بالتشريعات المقارنة أن الصيغة الأكثر استخداماً هي صيغة الإجارة في تمويل إقامة مشروعات حكومية ذات نفع عام؛ مثل: بناء الجسور والكباري والطرق والبنية التحتية، وقد تبناها قانون الصكوك السيادية كمثال عند تعريفه للعائد الذي سيحصل عليه مالكو الصكوك ووصفها بأنها "المدفوعات الدورية التي تؤدي لمالكي الصكوك السيادية كالإيجار أو هامش الربح على نحو ما يرد بنشرة الإصدار" ، كما خصص لجنة عليا للتقييم مكونة من خبراء معينين بتقييم حق الانتفاع أو تقدير القيمة الإيجارية للأصول التي تصدر الصكوك السيادية بناء

(١) المادة (١٧) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) المادة (١٨) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٣) المادة (١٧) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

عليها^(١)، ولكن المشرع أعطى في الوقت ذاته للشركة المصدرة أن تقوم بإصدار الصكوك السيادية وفق أي صيغة شرعية ، كذلك أجاز قانون الصكوك السيادية الجمع بين صيغتين أو أكثر من الصيغ للإصدار الواحد شريطة إجازة لجنة الرقابة، وهو ما لم يذكره المشرع المصري بقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ونرى أنه لا مانع من الجمع بين صيغ الصكوك الإسلامية؛ لأن المشرع لم يرفضه أو يحذر من استخدامه.

المطلب الثاني إصدار الصكوك الخضراء وتأثيرها على التنمية المستدامة للاقتصاد الوطني

بدأ الاهتمام بمفهوم التنمية المستدامة منذ سنة ١٩٧٢ في مؤتمر ستوكهولم (السويد) الذي تناول موضوع البيئة الإنسانية الذي نظّمته الأمم المتحدة، وبموجبه تمّ إنشاء برنامج الأمم المتحدة للبيئة الرامي إلى تعاون الدول في مجال حماية البيئة وتمويل خطتها، ومن تعاريف التنمية المستدامة ما ساقته اللجنة العالمية للبيئة والتنمية المستدامة عام ١٩٧٨ بأنها "التنمية التي تفي بحاجات الجيل الحالي دون الإضرار بقدرة الأجيال القادمة على الوفاء باحتياجاتها"^(٢)، وأضاف الاتحاد العالمي للمحافظة على الموارد الطبيعية سنة ١٩٨١ تعريفاً آخر للتنمية المستدامة هو "السعي الدائم لتطوير نوعية الحياة الإنسانية، مع الأخذ بالاعتبار قدرات النظام البيئي الذي يحتضن الحياة وإمكاناته"^(٣)، ووفقاً للمبدأ الثالث الذي أقرّه مؤتمر البيئة والتنمية في البرازيل عام ١٩٩٢ فإنّ التنمية المستدامة هي ضرورة إنجاز الحق في التنمية، بحيث تتحقق على نحو متساوي الحاجات التنموية والبيئية لأجيال

(١) المادة (١) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) محمد إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف، الطاقة المتجددة والتنمية المستدامة، دراسات تحليلية تطبيقية، دار الجامعة الجديدة بالإسكندرية، ٢٠١٧، ص ٤٢.

(٣) أحمد جابر بدران، اقتصاد البيئة، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، القاهرة، الطبعة الأولى، ٢٠١٣، ص ١٨٢.

الحاضر والمستقبل^(١).

وتعتمد التنمية المستدامة على إقامة مشروعات تحقق أبعادًا اقتصادية واجتماعية وبيئية، مع تفاعل الثلاثة أبعاد مع بعضها البعض بشكل متوازن، ونعني بالبعد الاقتصادي الاستمرار في إقامة المشروعات التي تقدم الاحتياجات الإنسانية الضرورية؛ كالغذاء والنقل والسكن والصحة والتعليم، وغير الضرورية المتمثلة في توفير مشروعات خدمية؛ كالترفيه، كما يتمثل البعد الاجتماعي في توفير الاحتياجات للمستهلكين بشكل يحقق العدالة ويكافح الفقر ويدعم توفير الخدمات الاجتماعية لجميع المحتاجين، وأخيرًا: يتمثل البعد البيئي بالاعتماد على عدم الإسراف والاستهلاك للموارد المتاحة مما يؤدي إلى تدهور النظام البيئي واختلاله^(٢).

وقد ظهرت فكرة الصكوك الخضراء لأول مرة في فرنسا عام ٢٠١٢، واستطاعت أن تجذب الأنظار إليها منذ ذلك الوقت^(٣)، وتعد الصكوك الإسلامية الخضراء إحدى أدوات التمويل الحديثة التي تساهم في تمويل مشروعات من أولويات المستقبل، وتعتمد على التنمية المستدامة؛ منها: مشروعات توليد الطاقة باستخدام أشعة الشمس والرياح^(٤)، واستخدام الطاقة المستمدة من المواد النباتية والحيوانية والنفايات بعد تحويلها إلى سائل أو غاز بالطرق الكيميائية، والحاجة إلى مشروعات تحافظ على توازن البيئة أصبح ضرورة ملحة؛ وذلك لأن الكثير من الموارد الطبيعية غير متجددة، ولا بد من استخدامها بشكل متوازن لا يؤدي إلى اختلال البيئة.

(١) هاشم مرزوك على الشمري وآخرون، الاقتصاد الأخضر: مسار جديد في التنمية المستدامة، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٦، ص ٤٤.

(٢) محمد محمود محمد عيسى، الصكوك الإسلامية الخضراء أداة لتمويل ودعم مشاريع التنمية المستدامة، مرجع سابق، ص ٧٧، ٧٨.

(٣) صارة، زعيتري، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجًا، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، مرجع سابق، ص ٣٤٨.

(٤) محمد إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف، الطاقة المتجددة والتنمية المستدامة، دراسات تحليلية تطبيقية، مرجع سابق، ص ٢٩، ٤١.

ويُعَدُّ التمويل بالصكوك الإسلامية حلًّا غير تقليدي يتماشى مع هدف الحفاظ على البيئة من التلوث وتنميتها بشكل مستدام، وفي الوقت ذاته يكون أداة تمويلية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها^(١)، وقد شجع المشرع المصري^(٢) استخدام الصكوك السيادية لتمويل و/أو إعادة تمويل المشروعات الخضراء ومشروعات التنمية المستدامة المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة، بما يتماشى مع إطار التمويل الأخضر والمستدام.

وتعدُّ ماليزيا من أوائل الدول التي أصدرت صكًا أخضرًا بمساعدة البنك الدولي، وذلك ضمن إطار برنامج صكوك الاستثمار المستدام الأخضر، كذلك قامت إندونيسيا بإصدار صكوك خضراء بقيمة ١.٢٥ مليار دولار، واستهدفت عدة مشاريع للطاقة المتجددة^(٣)، كما قدّم عدد من البنوك تمويلًا للسندات الخضراء؛ منها: البنك الأفريقي للتنمية وبنك الاستثمار الأوروبي، كذلك أشار البنك الدولي لأهمية الاستثمار الأخضر باستخدام التمويل الإسلامي؛ لأنه سيساعد في سد الفجوة بين عالمي المال التقليدي والمال الإسلامي على المدى الطويل^(٤).

ومن المشروعات التي تمولها الصكوك الخضراء: استخدام الكتلة الحيوية، وأشعة الشمس، والرياح، والطاقة الكهرومائية، وطاقة باطن الأرض، ومشروعات النقل الأخضر، وغيرها من المشروعات^(٥)، ومن الملائم في مصر الاتجاه إلى

(١) محمد محمود محمد عيسى، الصكوك الإسلامية الخضراء أداة لتمويل ودعم مشاريع التنمية المستدامة، مرجع سابق، ص ٦٧، ٨٧.

(٢) الفقرة (١٨) و(١٩) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١. صارة، زعيتري، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجًا، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، مرجع سابق، ص ٣٥٧.

(٣) محمد محمود محمد عيسى، الصكوك الإسلامية الخضراء أداة لتمويل ودعم مشاريع التنمية المستدامة، مرجع سابق، ص ٨٩.

(٤) ذكرت المشروعات بالفقرة (٥) من المادة (٣٥) مكرر (٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وهي: "مشروعات الطاقة الجديدة والمتجددة، ومشروعات التكيف مع التغيرات المناخية، ومشروعات استخدام الطاقة بكفاءة، ومشروعات التحكم في

هذا الاستثمار، وعلى الأخص المشروعات المرتبطة بالطاقة الشمسية كونها عنصرًا ثابتًا في مخططات الطاقة في معظم دول العالم، وتعدُّ الكثير من المناطق في مصر - إن لم يكن أغلبها - صالحة للاعتماد على أشعة الشمس لتوليد الطاقة لأغراض استهلاكية وتجارية وصناعية وغيرها من الاستخدامات، وجدير بالذكر أن استخدام الطاقة الشمسية له إيجابيات؛ مثل أنها تخرج من نطاق السيطرة السياسية للدول، ولا يحتاج استخدامها لتكنولوجيا معقدة^(١)، ومن صيغ الصكوك الإسلامية التي تصلح لتمويل المشروعات المرتبطة بالاستثمار الأخضر: المضاربة والمراحة والاستصناع والسلم والمشاركة.

ومن المشروعات التي تشجعها الدولة حاليًا المشروعات الزراعية المرتبطة بالتنمية المستدامة؛ مثل: زراعة الأسطح لمعالجة قلة مساحات الأراضي الزراعية، كذلك يقدم التمويل الأخضر حلولًا متمثلة في توفير المشروعات الداعمة للزراعة الصحية التي لا تستخدم فيها الأسمدة الكيماوية والمبيدات الحشرية الضارة عن طريق زيادة المادة العضوية في التربة والمحافظة على العناصر الغذائية لها، ويناسب هذه المشروعات الاستثمار عن طريق التمويل باستخدام صيغتي المزارعة والمساقاة.

كذلك تدعم الصكوك الخضراء مشاريع البناء الأخضر التي تعتمد على تشييد مبانٍ تأخذ في حسابها حماية البيئة من التلوث، والاعتماد على ضوء الشمس والتقنيات الضوئية والرياح في توفير الطاقة اللازمة لهذه المنشآت، وتقليل الآثار السلبية للمباني على صحة الإنسان والبيئة بشكل عام^(٢)، كذلك يمكن استخدام الصكوك الخضراء في تمويل مشروعات النقل الأخضر المعتمدة

التلوث ومنعه، ومشروعات المباني الخضراء، ومشروعات النقل النظيفة؛ وسائل النقل بالكهرباء".

(١) ونقصد بالسيطرة السياسية تصرف الدول المالكة للموارد؛ مثل النفط وغيرها من الموارد التي يحتاجها العالم، ويكون لهذه الدولة القدرة في التحكم في توزيع الطاقة وفق أهوائها ومصالحها.

(٢) محمد محمود محمد عيسى، الصكوك الإسلامية الخضراء أداة لتمويل ودعم مشاريع التنمية المستدامة، مرجع سابق، ص ١٠٠، ١٠٢.

على تطوير تكنولوجيا السيارات الكهربائية التي تحدُّ من انبعاث غاز ثاني أكسيد الكربون واستخدام وسائل أكثر كفاءة وأقل استهلاكاً في الوقود.

ونرى أن الحاجة إلى الاهتمام بتمويل المشروعات الخضراء في مصر عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية هو حماية للتمويل بشكل عام؛ لأن استمرار تمويل المشروعات المهددة للتوازن البيئي ستؤدي بالنهاية إلى الإضرار ببيئة المستهلك النهائي الذي هو الهدف الأساسي لأي عملية تمويل، والذي يُعدُّ المصدر الأساسي للتدفقات النقدية التي يعتمد عليها المستثمرون في الصكوك الإسلامية، فدورة التمويل تبدأ من وجود حاجة لمستهلكين، وبالتالي إنشاء مشروعات لتلبية هذه الحاجات باستخدام أموال المستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم في مشروعات حقيقية، مقابل حصولهم على الأرباح الناتجة من هذه المشروعات بشكل يتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

الباب الأول الجوانب القانونية لإصدار الصكوك الإسلامية

بعد التعرف على الصكوك الإسلامية وصيغها الشرعية المستخدمة وفقاً للقانون المصري، والتعرف على خصائصها وأهمية استخدامها في تمويل المشروعات الحقيقية، وكذا أهمية لجوء الحكومات للتصكيك السيادي والصكوك الخضراء بهدف خلق مشروعات قومية تساعد على التنمية المستدامة، سنقوم من خلال هذا الباب بتناول الجوانب القانونية لإصدارات الصكوك الإسلامية وفقاً للقانون المصري و ما تطبقه التشريعات المقارنة؛ وذلك من خلال الفصلين الآتيين:

الفصل الأول: محل عقد الإصدار وأطرافه.

الفصل الثاني: العقود المرتبطة بعقد الإصدار وأطرافها.





الفصل الأول محل عقد الإصدار وأطرافه

تتم عملية التصكيك من خلال مشاركة الجهة المستفيدة؛ الشركة المنشئة لمحفظة التصكيك أو المالكة للأصل محل التصكيك (Originator)، والجهة المصدرة للصكوك؛ شركة التصكيك، وهي شركة ذات غرض خاص (Special Purpose Vehicle SPV)، والمستثمرين؛ وهم المكتتبون ومالكي الصكوك بعد غلق باب الاكتتاب Sukuk holders، ومنظم الإصدار الذي يقوم بمهام تتصل بالإصدار حتى غلق باب الاكتتاب، إلى جانب دور شركة التصنيف الائتماني Credit Rating Agency، ووكيل السداد Custodian وغيرهم من الأطراف المشاركة في الإصدار، وسيتم عرض دور هذه الأطراف في هذا الفصل الذي يتكون من مبحثين؛ هما:

المبحث الأول: هيكل عملية التصكيك محل عقد الإصدار.

المبحث الثاني: أطراف عقد الإصدار.



المبحث الأول

هيكل عملية التصكيك محل عقد الإصدار

عرّف المشرع^(١) عملية التصكيك بأنها "عملية مالية يتم من خلالها تملك أصول أو منافع أو مشروع محل التمويل، أو تملك حقوقه، وإصدار صكوك مقابلها، وبالنسبة للمشرع الأردني فقد أثر عدم تحديد تعريف لعملية التصكيك، وقد يكون ذلك مصدره عدم تحديده لإطار معين للصكوك في نصوص القانون، واعتماده على ما يوضحه فقه المعاملات الإسلامية بشكل موسّع ومفصل، وعرّف بعض الفقه^(٢) عملية التصكيك بأنها عملية تحويل المال المراد استثماره إلى صكوك من أجل طرحها للبيع في صورة أوراق مالية"، وللتعرف على هيكل عملية التصكيك سنقوم بدراسة الموضوعات الآتية في مطلبين؛ هما:

المطلب الأول: هيكل عملية التصكيك، والإشكاليات المرتبطة.

المطلب الثاني: هيكل التصكيك المختلط.

المطلب الأول

هيكل عملية التصكيك والإشكاليات المرتبطة

طبقاً للقانون المصري فأطراف عملية التصكيك الأساسية هي: الشركة المصدرة؛ وهي الشركة ذات الغرض الوحيد، وتعمل بصفقتها نائباً عن مالكي الصكوك، والشركة المستفيدة؛ وهي الشركة الراغبة في الحصول على التمويل لاستخدامه في مشروع قائم أو جديد، ومنظم الإصدار المسئول عن مباشرة الإصدار نيابة عن الشركة المستفيدة والشركة المصدرة، ويختلف الأمر في التشريع الأردني^(٣)؛ حيث تكون أطراف عملية التصكيك هي: مالكو

(١) المادة (١٤ مكرراً) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) محمد فخري صويلح، قراءة في قانون الصكوك الإسلامية الأردني في ضوء المعيار الشرعي للصكوك وقانون الصكوك المصري، بحث مقدم لمؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، جامعة اليرموك، الأردن، ٢٠١٣، ص ١٣.

(٣) المادة الثانية من نظام عقود صكوك التمويل الإسلامي رقم ٤٥ لسنة ٢٠١٤، والمادة الثانية من قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢.

الصكوك والمنشئ **Originator**؛ وهي الشركة الراغبة في الحصول على التمويل، التي يمكنها إصدار الصكوك بنفسها أو عن طريق إنشاء شركة ذات غرض وحيد، وهذا ما كان معمولاً به في التشريع المصري الملغى^(١)؛ حيث كان المشرع يتطلب تأسيس شركة ذات غرض خاص لكل إصدار، إلا أن المشرع عدل عن ذلك بالنصوص المنظمة للصكوك الإسلامية السارية حالياً.

ونرى أن المشرع المصري اتجه اتجاهاً محموداً بعدم تطلبه من الشركة الراغبة في التمويل القيام بتأسيس شركة ذات غرض وحيد؛ لأن ذلك يمثل عبئاً وتكلفة إضافية على عاتق الشركة المستفيدة، كما أن وجود شركة تصكيك خاضعة لأحكام قانون سوق رأس المال يُسهّل الإشراف والرقابة وتطبيق قواعد الحوكمة من قِبَل الهيئة العامة للرقابة المالية، وذلك لضمان أداء عملها بكفاءة، والمحافظة على حقوق مالكي الصكوك.

وتبدأ عملية التصكيك من جانب الجهة المستفيدة؛ سواء أكانت عامة أم خاصة، حيث تقوم بتحديد الغاية من التمويل وطبيعة الأصول المصككة، وتحديد فيما إذا كان التصكيك مدعوماً بالأصول أو مبنياً على الأصول، بعدها تتولى شركة التصنيف الائتماني القيام بتصنيف موجودات عملية التصكيك ائتمانياً؛ للوقوف على مدى القدرة على سداد مستحقات مالكي الصكوك، كما تُحال هذه الموجودات للشركة المصدرة فور إتمام عملية الاكتتاب في الصكوك وفقاً لنشرة الطرح، كما تتولى الشركة المصدرة ومنظم الإصدار إدارة كل ما يتعلق بإصدار الصكوك.

وإلى جانب الأطراف الأساسية لعملية التصكيك توجد أطراف أخرى لضمان نجاح الإصدار؛ هذه الأطراف هي: أمناء الحفظ، ومدير الاستثمار، وضامنو تغطية الاكتتاب والترويج له، ومتعهدو استرداد الصكوك، والمستشار المالي، والمستشار القانوني للإصدار، والمستشار المالي المستقل.

(١) المادة (٥) من قانون صكوك التمويل المصري الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣.

ويكون إصدار الصكوك الإسلامية بطريقتين؛ إما عن طريق التصكيك العام أو المباشر (البسيط) Asset Based Sukuk، وفيها تصدر الصكوك لجمع الموارد، ثم توجه نحو إنشاء مشروع استثماري قائم أو جديد ليتم طرحه في السوق الأولية، أو عن طريق التصكيك الخاص أو غير المباشر، وهنا تصدر الصكوك لغاية تحويل الأصول القائمة إلى صكوك متساوية في القيمة، يمكن طرحها في السوق المالي لجذب الاستثمارات^(١)؛ والمثال على ذلك هو: قيام الشركات التي تحتاج إلى سيولة نقدية إلى إصدار صكوك إسلامية يكون محلها مبانٍ مملوكة لهذه الجهات؛ حيث يتم إصدار صكوك إجارة على ملكية حق الرقبة أو الانتفاع لهذه الأصول مقابل انتقال ملكية المبنى أو منفعه للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك طوال مدة الإصدار، ويُعدُّ مالك الصك في الصكوك المدعومة بالأصول Asset Backed Sukuk هو المالك للأعيان أو المنافع، ويجوز له تداولها باعتباره صاحب حصة شائعة في الموجودات محل التصكيك، حيث تعدُّ كل عين تعلقت بها ملكية مستقرة لشخص يملك حق التصرف فيها والاستعاضة عنها^(٢).

وبهذا المفهوم الشرعي فمن المفترض أن تقوم عملية التصكيك على تمكُّن مالكي الصكوك للموجودات محل التصكيك، وبالتالي: لا يتعرضون لأي مشاكل في ملكهم جراء إفلاس الشركة المصدرة أو الشركة المستفيدة، بيد أن بعض الحالات^(٣) كشفت عن المساس بحقوق مالكي الصكوك وتعرضهم لمشاكل قانونية للحصول على مستحقاتهم، وكان ذلك بسبب عدم استيفاء شروط الملكية وفقاً لقانون الدولة محل الإصدار، وقد نتج عن ذلك تزام مالكي الصكوك مع دائني الشركة المستفيدة لاستيفاء حقوقهم في حالة

(١) كريم محمد عبد السميع، دور الصكوك المالية الإسلامية في تعزيز التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٥٢.

(٢) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ٢٥.

(٣) قضية صكوك (إيست كامبرون غاز) في الولايات المتحدة، ٢٠١٠/٧/١٨ > قاض أمريكي ينتصر لحملة صكوك خليجيين ويصدر حكماً ضد شركة أمريكية (argaam.com) < (٢٠٢٢/٧/٧).

الإفلاس^(١)، كما أضاف البعض^(٢) أن قوانين الإفلاس في البلدان المصدرة للصكوك لم توضّح أن حقوق مالكي الصكوك تحظى بالأولوية على مطالبات دائني الشركة الآخرين، وقد أشار البعض^(٣) إلى أن مشاكل نقل الملكية إلى الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك تظهر جلياً بالنسبة للصكوك المبنية على الأصول؛ حيث إنه ما زال الجدل القانوني قائماً حول أحقية مالكي الصكوك في السيطرة التلقائية على الأصول محل الإصدار في حالة إعسار أو إفلاس الشركة المستفيدة، ومن الناحية العملية ونظراً لأن نقل ملكية الأصول من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة لا يحدث بسبب القيود القانونية والضريبية المرتبطة، ونتيجة لذلك لا يملك مالكو الصكوك إلا الرجوع فقط على الشركة المستفيدة بصفتها ضامناً للإصدار، وعدم القدرة على التنفيذ مباشرة على الأصول محل الإصدار.

والدليل على ذلك هو ما حدث في القضية الشهيرة (إيست كامبيرون غاز) التي مسّت بحقوق مالكي الصكوك، حيث قامت شركة (إيست كامبيرون غاز) بصفتها (المنشئ) سنة ٢٠٠٦ بإصدار صكوك مشاركة، وكانت هذه الصكوك هي الأولى من نوعها في الولايات المتحدة الأمريكية، وكانت موجودات الصكوك عبارة عن حقوق استغلال حقول غاز وبنفط، وتمّ نقل ملكيتها للشركة ذات الغرض الوحيد في سنة ٢٠٠٨ بموجب عقود نقل ملكية، وبعدها تعرّض المنشئ لصعوبات مالية وتوقّف عن سداد مستحقات مالكي الصكوك، وقام المنشئ بتقديم طلب إفلاس وفقاً للفصل الحادي عشر من القانون التجاري الأمريكي لمحكمة الإفلاس الغربية في ولاية لوزيانا،

(١) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ١٣.

(٢) Md Hamid Uddina Sarkar Humayun Kabir & others, which firms do prefer Islamic debt? An analysis and evidence from global sukuk and bonds issuing firms, Supra, page 5.

(٣) Ketut Ariadi Kusuma & Anderson Caputo Silva, Sukuk Markets A Proposed Approach for Development, Supra, page 8.

وضمن طلبه اعتبار حقوق حاملي الصكوك بمثابة دائنين أصحاب امتياز على الموجودات وليسوا مالكين لها، على زعم أن البيع من المنشئ للشركة ذات الغرض الوحيد لم يكن بيعاً فعلياً، إنما كان قرضاً مؤمناً، وبعد جولات قضائية مطوّلة استقرت المحكمة على اعتبار أن بيع المنشئ للموجودات للشركة ذات الغرض الوحيد كان بيعاً حقيقياً، ولم يكن مقابل رهن مقابل قروض مؤمنة.

ويُعدُّ هذا الحكم نصراً لهيكل التصكيك؛ حيث استطاع مالكو الصكوك الحصول في النهاية على الملكية التامة وحيازة الموجودات^(١)، ولكن يؤخذ على هذا الحكم أنه صدر مؤسساً على مبادئ العدالة التي يأخذ بها قانون الإفلاس الأمريكي، الذي أخذ بعين الاعتبار أن مالكي الصكوك استثمروا فيها طبقاً للشروط الواردة بنشرة الطرح، ولم يطبق القواعد الواردة بالشرعية الإسلامية فيما يخص الصكوك الإسلامية القائمة على مبدأ مشاركة مالكي الصكوك في ملكية الموجودات محل عملية التصكيك.

والسؤال هنا: ما الذي سيسفر عنه القضاء المصري عند تناوله لمنازعات تتعلق بحقوق مالكي الصكوك في ملكية موجودات عملية التصكيك؟ نرى أنه يجب التفرقة في هذا المقام بين الصكوك المدعومة بالأصول Sukuk Asset – Backed Sukuk والصكوك المبنية على الأصول Sukuk Asset Based :

الفرض الأول: أن يكون نقل ملكية الموجودات بين الشركة المستفيدة للشركة المصدرة وفق ما جاء بالقانون الواجب التطبيق، فإذا اعتبرنا أن الموجودات عقارات فإن الأمر يستلزم تطبيق مواد القانون المدني المنظمة لأحكام نقل ملكية العقارات، ويدل على ذلك ما جاء بنص المادة ١٤ مكرراً

(١) قضية صكوك (إيست كامبرون غاز) في الولايات المتحدة، ٢٠١٠/٧/١٨ > قاض أمريكي ينتصر لحملة صكوك خليجيين ويصدر حكماً ضد شركة أمريكية (argaam.com) < (٢٠٢٢/٧/٧).

١٩^(١) من قانون سوق رأس المال التي قضت بالإعفاء من الضرائب على القيمة المضافة، ومن جميع الضرائب والرسوم أيًا كان نوعها لجميع التصرفات التي تتم على الأصول فيما بين الجهة المستفيدة وشركة التصكيك، شريطة عدم التصرف في هذه الأصول للغير أو تغيير هيكل ملكية شركة التصكيك.

وهو ما نص عليه -أيضًا- التشريع الأردني^(٢) الذي أقرَّ الإعفاء من الضرائب والرسوم لعقود نقل الملكية عند نقل الملكية من المنشئ للشركة ذات الغرض الخاص، ويترتب على ذلك أن تبقى الموجودات على ملك الشركة ذات الغرض الخاص، التي يمكنها القيام بالتصرف ببيع هذه الموجودات في حالة إفلاس الشركة المستفيدة لصالح مالكي الصكوك، ولكن قد يظهر خطر قانوني للمستثمرين في الصكوك؛ حيث لا ينظم القانون طريقة لضمان نقل الملكية من الشركة المصدرة لمالكي الصكوك في حالة إفلاس الشركة المستفيدة، كما يرى البعض أن هناك مخاطر أخرى^(٣) مرتبطة بانخفاض قيمة الأصل المصكك وتقديره بشكل مبالغ فيه منذ البداية، بما يعود بالضرر عند إعادة بيعه في حالة تقاعس الشركة المستفيدة عن سداد مستحقات مالكي الصكوك.

لذلك اتجه رأي^(٤) إلى أن البيع هو وسيلة لنقل الأصول؛ حيث يلتزم البائع بنقل ملكية شيء أو حق مالي آخر للمشتري مقابل ثمن نقدي، والمقصود في مجال التصكيك البيع الحقيقي، وليس البيع المحاسبي الذي يتم

(١) نصت المادة (١٤ مكرراً ١٩) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على: "تُعفى من الضريبة على القيمة المضافة، ومن جميع الضرائب والرسوم أيًا كان نوعها، جميع التصرفات التي تتم على الأصول فيما بين الجهة المستفيدة وبين شركة التصكيك؛ شريطة عدم التصرف في هذه الأصول للغير أو تغيير هيكل ملكية شركة التصكيك، ويشمل هذا الإعفاء ما يأتي: (أ) التصرفات العقارية، وتسجيل العقارات اللازمة لنقل ملكية الأصول العقارية التي تتم بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك، سواء عند إصدار الصكوك أو عند إعادة الجهة المصدرة في نهاية مدة الإصدار. (ب) تسجيل الموجودات والأصول والمنافع التي تتم بين الجهة المستفيدة وشركة التصكيك سواء عند إصدار الصكوك أو عند إعادة الجهة المستفيدة في نهاية مدة الإصدار...".

(٢) المادة ٢٠ (أ/٣، ٤) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢.

(٣) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل

المشروعات، مرجع سابق، ص ١٠٣.

(٤) مرجع سابق، ص ١٧٤.

عبر دفاتر الشركات ولا ينقل محل البيع لمشتريه، وهذا بالفعل ما تطلبه كل من المشرع المصري^(١) والمشرع الأردني والمشرع التونسي؛ حيث إنه يتمشى كذلك مع هدف إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل مشروعات حقيقية والابتعاد عن الاستثمار الورقي.

الفرض الثاني: هو الحالة التي تبنى فيها الصكوك على الأصول Sukuk Asset Based، وفي هذه الحالة لا يتم نقل ملكية الأصول من الشركة المستفيدة إلى الشركة المصدرة؛ فعلى سبيل المثال: إذا كان الإصدار قائماً على المشاركة في بناء مشروع عقاري ففي هذه الحالة تظل ملكية العقارات للشركة المستفيدة، بينما تقوم بحوالة حقوقها في الأوراق التجارية الضامنة لتحصيل التدفقات النقدية الآجلة الناتجة عن بيع هذه العقارات للغير، ويرى البعض^(٢) أنه في ظل هذا النوع من الإصدارات ستكون هناك فترة لا يكون هناك غطاء مالي من الأصول لصالح مالكي الصكوك، وهي الفترة التي تبدأ من تاريخ غلق باب الاكتتاب وحتى بداية المشروع، وفي الواقع العملي تكون الشركة المستفيدة هي المسؤولة عن الوفاء بالمخاطر المرتبطة، وتعويض مالكي الصكوك من مواردها الذاتية، وغالباً ما تقوم الشركة المستفيدة بإدارة المشروع باسمها ولحساب الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، وعليه: فلا يوجد بيع حقيقي للأصول محل التصكيك؛ لأنها تظل على ملكية الشركة المستفيدة^(٣)، وفي هذه الحالة -ومع الفرض بأن مشروع الشركة المستفيدة هو بناء عقارات وبيعها لعملائها- يتعين عليها أن

(١) بتقرير الإعفاء على جميع التصرفات التي تتم عند نقل ملكية الأصول من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة وفقاً لما جاء بالمادة (١٤ مكرراً ١٩) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٠٣.

(٣) فبافتراض أن مشروع الشركة المستفيدة هو بناء عقارات وبيعها لعملائها؛ ففي هذه الحالة ينبغي على الشركة المستفيدة أن تصدر عقود بيع لهذه العقارات للشركة المصدرة التي يتعين عليها إصدار توكيل للشركة المستفيدة يمكنها من بيع هذه العقارات لحساب الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك.

تصدر عقود بيع لهذه العقارات للشركة المصدرة التي يتعين عليها إصدار توكيل للشركة المستفيدة يُمكنها من بيع هذه العقارات لحساب الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، ويستلزم الأمر تدخلاً تشريعياً حتى تعتبر هذه الأصول ضمانات للإصدار، وعليه: فإنه في حالة إفلاس الشركة المستفيدة يكون لمالكي الصكوك امتياز لتحصيل مستحقاتهم من الشركة المستفيدة كدائنين ممتازين؛ حيث يتشابه وضعهم القانوني مع وضع حاملي سندات التوريق، فيكون لهم الحق في ملكية المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية، ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق ولا في الضمان العام لدائني المحيل أو الشركة، وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ على أصول الشركة المحيلة^(١).

وهناك عدة طرق^(٢) تملك مالكي الصكوك للموجودات محل عملية التصكيك؛ فوفقاً للنظام الأمريكي والإنجليزي يكون انتقال الأصول عن طريق المشاركة، وهو طريق مشابه للمعمول به بالنسبة للتوريق؛ حيث إنه تتم حوالة الحقوق من الشركة المحيلة إلى شركة التوريق، ولا تكون الشركة المحيلة ضامنة لسداد المديونيات المستحقة على عملائها بعد نفاذ الحوالة، وطبقاً للقانون المصري تُحال محفظة التوريق إلى حملة السندات بضماناتها^(٣)؛ كالكفالة، والامتياز، والرهن كالتأمين؛ لمجابهة أي نقص في التدفقات النقدية من الحقوق المالية الآجلة، وتكون الحوالة مقابل ثمن نقدي فتعدُّ بيعاً ويطبَّق عليها أحكام عقد البيع، ونرى أن تطبيق الحوالة تصلح في إصدار الصكوك الإسلامية في حالة الإصدارات المبينة على الأصول Asset based Sukuk التي تعتمد في سداد مستحقات مالكي الصكوك على التدفقات

(١) المادة (٤١ مكرراً ٢) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٦٧ وما بعدها.

(٣) وفقاً للمادة (٣٠٧) من القانون المدني: "تشمل حوالة الحق ضماناته؛ كالكفالة والامتياز والرهن، كما تعتبر شاملة لما حلَّ من فوائد وأقساط".

النقدية من المستحقات الآجلة على عملاء الشركة المستفيدة^(١)، ولكن يلزم تدخل تشريعي حتى لا تكون معلقة على رضا المدين وفق القانون المدني^(٢)، وأن يطبق المشرع^(٣) صراحة ما طبقه بشأن نشاط التوريد بقانون سوق رأس المال؛ فنجده لم يستلزم الإخطار أو قبول المدينين الملتزمين بالحقوق والمستحقات والضمانات المحالة إذا ما استمرت الشركة المحيلة في تحصيل المستحقات منهم، واستلزم المشرع فقط إخطارهم في حالة عدم استمرار المحيل في التحصيل، وجعل إخطار المدينين يتم بموجب كتاب مسجل مصحوبًا بعلم الوصول، ثم عاد المشرع وقرّر في عجز المادة (٤١) مكرراً من قانون سوق رأس المال إقراره بأن الحوالة في جميع الأحوال تكون نافذة ومنتجة لأثرها دون اشتراط موافقة المدين أو إخطاره بها، علماً بأن الحوالة ترد على الحقوق الشخصية لا العينية، وبالتالي: لا تصلح وحدها لنقل موجودات عملية التصكيك من الشركة المستفيدة إلى مالكي الصكوك إذا كان من ضمن الموجودات أصول عينية.

وهناك من رأى^(٤) أن المشرع المصري لم ينص بقانون صكوك التمويل الملغى بالموافقة على حوالة الحق على اعتبار أن حوالة الحقوق تقتضي وجود حق شخصي لطرف لدى طرف ثالث، ويكون محل الحوالة ديناً أو مستحقات ناتجة عن عملية بيع أو من أجل التبرع، وأنها تبعد عن

(١) طريق الحوالة أخذت به اتفاقية الأوتاوا لتوحيد قواعد شراء الحقوق في مجال التجارة الدولية، وتم توقيع هذه الاتفاقية في ١٩٨٨/٥/٢٨ في مدينة أوتاوا الكندية، وتتكون هذه الاتفاقية من ٢٣ مادة. مشار لدى: سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٧٠.

(٢) تنص المادة (٣٠٣) مدني على: "يجوز للدائن أن يحول حقه إلى شخص آخر، إلا إذا حال دون ذلك نص القانون أو اتفاق المتعاقدين أو طبيعة الالتزام، وتتم الحوالة دون حاجة إلى رضا المدين"، كما تنص المادة (٣٠٥) مدني: "لا تكون الحوالة نافذة قبل المدين أو قبل الغير إلا إذا قبلها المدين أو أعلن بها، على أن نفاذها قبل الغير بقبول المدين يستلزم أن يكون هذا القبول ثابتاً التاريخ.

(٣) المادة (٤١ مكرراً ١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٧٢.

التصكيك الذي يعتمد على نقل ملكية الأصول وليس الديون، ويُردُّ على ذلك بأن موجودات عملية التصكيك قائمة على تملك محفظة^(١) بما تحويه من ضمانات وتدفقات نقدية آجلة وليست ديون بالمعنى الصريح، وهو ما أقرته اللجنة الشرعية الفرعية لشركة ثروة للتصكيك واللجنة الشرعية المركزية بالهيئة العامة للرقابة المالية بالنسبة لإصدارها الأول القائم على نقل ملكية محافظ من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك.

كذلك أضاف البعض^(٢) إمكانية استخدام التجديد بوصفه آلية قانونية لنقل محفظة الحقوق المالية من الجهة المحيلة إلى شركة التوريد لدى بعض التشريعات، وبدون أن يحدد أسماء هذه النظم، ولكن وفقاً لأحكام القانون المدني^(٣) يكون التجديد مبنياً على الاتفاق على انقضاء الالتزام الأصلي بإنشاء التزام جديد يحلُّ محله، وبالتالي: يعتمد التجديد على الاختلاف في المحل أو في مصدره أو في أحد طرفيه، كما أن الضمانات المقررة من المدين لن تنتقل مع الحقوق إلّا إذا تمَّ الاتفاق على ذلك مع المدين أو مع

(١) يتلخص مشروع الشركة المستفيدة في الإصدار الأول لشركة ثروة للتصكيك في الآتي: "تمويل مشروع الشركة المستفيدة لتمويل شراء سيارات مملوكة لعملائها أو لعملاء شركاتها التابعة والشقيقة التي تزاوّل ذات النشاط وما يلحق بذلك من ضمانات (المحفظة)".

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٧٣.

(٣) وفقاً للمادة (٣٥٢) من القانون المدني: "يتجدد الالتزام أولاً بتغيير الدين إذا اتفق الطرفان على أن يستبدلا بالالتزام الأصلي التزاماً جديداً يختلف عنه في محله أو في مصدره..."، ووفقاً للمادة (٣٥٤): "١- التجديد لا يُفترض، بل يجب أن يتفق عليه صراحة، أو أن يستخلص بوضوح من الظروف..."، ووفقاً للمادة (٣٥٦): "١- يترتب على التجديد أن ينقضي الالتزام الأصلي بتوابعه، أو أن ينشأ مكانه التزام جديد، ٢- ولا ينتقل الالتزام الأصلي إلّا بنص في القانون، أو إلّا إذا تبين من الاتفاق أو من الظروف أن نية المتعاقدين قد انصرفت إلى ذلك، ووفقاً للمادة (٣٥٧): "إذا كانت هناك تأمينات عينية قدمها المدين لكفالة الالتزام الأصلي، فإن الاتفاق على نقل هذه التأمينات إلى الالتزام الجديد تراعى فيه الأحكام الآتية: (أ) إذا كان التجديد بتغيير الدين جاز للدائن والمدين أن يتفقا على انتقال التأمينات للالتزام الجديد في الحدود التي لا تلحق ضرراً بالغير... (ب) إذا كان التجديد بتغيير المدين جاز للدائن والمدين الجديد أن يتفقا على استبقاء التأمينات العينية، دون حاجة إلى رضاه المدين القديم، (ج) إذا كان التجديد بتغيير الدائن جاز للمتعاقدين ثلاثتهم أن يتفقوا على استبقاء التأمينات، ٢- ولا يكون الاتفاق على نقل التأمينات العينية نافذاً في حق الغير إلّا إذا تم مع التجديد في وقت واحد، هذا مع مراعاة الأحكام المتعلقة بالتسجيل، وتنص المادة (٣٥٨) من القانون المدني على: لا ينتقل إلى الالتزام الجديد الكفالة عينية كانت أو شخصية ولا التضامن، إلّا إذا رضي بذلك الكفلاء والمدينون المتضامنون.

الكفلاء إذا كان ضمان المدين الأصلي من الغير، وعليه: فلا يمكن الاعتماد على التجديد بوصفه آلية قانونية لانتقال الحقوق؛ سواء بالنسبة للتوريق أو التصكيك، لأن إصدارات الصكوك تعتمد على الضمانات المصاحبة للأصل أو المشرع المصكك.

وهناك رأي^(١) بالنسبة للتشريع الأردني والتشريع المصري أفاد أن ملكية الموجودات لمالكي الصكوك هي ملكية مفترضة؛ لأن نصوص عملية التصكيك يجب أن تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية التي تنص أحكامها على ذلك، وقد تكفي شروط نشرة الطرح لانتقال ملكية الموجودات، وقد أقرت محكمة النقض المبادئ القانونية: أن "العقد شريعة المتعاقدين، ويرد التزام على عاقديه بما يرد الاتفاق عليه مع عدم استقلال أي من طرفيه أو القاضي بنقضه أو تعديله"^(٢)، وكذلك عدم جواز انحراف القاضي عن عباراته الواضحة بدعوى تفسيرها (المادتان ١٤٧، ١٥٠ / ١ مدني)، واعتبارها من مسائل القانون التي تخضع لرقابة محكمة النقض"^(٣).

ونرى أن العقد يكفي لانتقال الملكية في حالة الأصول التي لا تتطلب التسجيل لدى الجهات المختصة لإتمام نقل ملكيتها، أما بالنسبة للموجودات التي استلزم المشرع استيفاء إجراءات التسجيل كالعقارات فلا يتم نقل ملكيتها إلا بإتمام الإجراءات الشكلية المطلوبة، ويمكن القول إنه بما تطلبه المشرع المصري من النص بالعقود وبنشرة الطرح على إقرار كل من الشركة المصدرة والشركة المستفيدة وأي من أطراف الطرح على عدم التصرف في الموجودات أو التنازل عنها أو رهنها أو أي إجراء وأي تصرف من التصرفات إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة، وعليه: فإن ذلك يعدُّ ضماناً للحفاظ على حقوق مالكي الصكوك.

(١) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ٢٨.

(٢) الطعن رقم ١٤٨٢ لسنة ٨٦ قضائية الدوائر التجارية - جلسة ٢٠٢١/١١/١٧.

(٣) الطعن رقم ٢٠٠٣١ لسنة ٨٨ قضائية الصادر بجلسة ٢٠٢١/٧/٦، والطعن رقم ٣٨٤٦ لسنة ٧٢ قضائية الصادر بجلسة ٢٠٢١/١/١٨.

كما تقضي الهيئة^(١) بعودة ملكية الموجودات محل التصكيك إلى الجهة المستفيدة بعد الحصول على موافقة الهيئة في حالات محددة؛ وهي: عدم موافقة الهيئة على نشرة الإصدار، أو عدم اكتمال تغطية إصدار الصكوك مقابل حصول المكتتبين على كامل المبالغ المسددة منهم خلال يومي عمل من التاريخ المحدد لانتهاء مدة تغطية الاكتتاب أو الطرح وحدث عدم التغطية، ويستفاد من هذا النص بأن الموجودات المراد تصكيكها خرجت عن ملكية الجهة المستفيدة، ويرى البعض^(٢) أننا أمام إلغاء لعقد بيع لم يُسدّد المشتري ثمن المبيع فيه.

ومحاسبياً يترتب على انتقال ملكية الموجودات من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة أن يتم شطبها من ميزانية الشركة المستفيدة، كما اشترط المشرع^(٣) لإصدار الصكوك أن يكون للنشاط أو المشروع المصكك حسابات مالية مستقلة عن الأنشطة أو المشروعات الأخرى الخاصة بالجهة المصدرة والجهة المستفيدة، وتستخرج منها القوائم المالية الدورية والسنوية، ووفقاً لمعيار إصدار الصكوك وتداولها في سوق دبي الإسلامي لا بد من أن يكون انتقال الملكية حقيقياً من النواحي الشرعية والقانونية والمحاسبية وليس صورياً^(٤)، وبناء عليه: فالانتقال الصوري سترتب عليه اعتبار العلاقة بين الشركة المستفيدة والشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك هي مبادلة نقد عاجل (حصيلة إصدار الصكوك) بنقد أجل أكبر منه، وهذا يُعدّ مخالفة من الناحية الشرعية^(٥).

(١) الفقرة (٩) من المادة السابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠١٨.

(٢) الفقرة (١) من المادة السادسة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠١٨.

(٣) الفقرة (د) من المادة (١٤ مكرراً ٣) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) الفقرة ٤-٣-١ من معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية – المعيار رقم ٢ لإصدار وتملك وتداول الصكوك < [standard-no-2-dfm-standard-for-issuing](http://www.dfm.gov.ae/standard-no-2-dfm-standard-for-issuing) >

[acquiring-and-trading-sukuk-arabic.pdf](http://www.dfm.gov.ae/acquiring-and-trading-sukuk-arabic.pdf) < (٢٠٢٢/٧/٩).

(٥) الفقرة ٤-٣ من معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية – المعيار رقم ٢ لإصدار وتملك وتداول الصكوك < [standard-no-2-dfm-standard-for-issuing](http://www.dfm.gov.ae/standard-no-2-dfm-standard-for-issuing) >

[acquiring-and-trading-sukuk-arabic.pdf](http://www.dfm.gov.ae/acquiring-and-trading-sukuk-arabic.pdf) < (٢٠٢٢/٧/٩).

ويمكن تلخيص عملية التصكيك في المراحل الآتية:

أ. **مرحلة إصدار الصكوك (Issuance):** حيث تقوم الشركة المستفيدة بتعيين الأصول التي ترغب في تصكيكها وتجميعها في وعاء استثماري واحد، يُعرف بمحفظة الصكوك، ويتم نقل ملكية هذه الأصول لتصبح باسم الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك.

ب. مرحلة تصكيك الأصول وبيعها للشركة المصدرة:

حيث تقوم الشركة المصدرة بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى وحدات تناسب وتلبي حاجة المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك، وتعرضها للاكتتاب من خلال نشرة اكتتاب أو مذكرة معلومات معتمدة من الهيئة، على أن تُعدَّ وفقاً للنموذج الذي تضعه الهيئة^(١)، وقد نص المشرع على تضمين المعلومات لتأكيد العلم اليقيني للمستثمرين المرتقبين لتعريفهم بهيكل التصكيك وطبيعته، وذلك اعتباراً من تاريخ البدء فيه وحتى انقضائه، علماً بأن البيانات المطلوب تضمينها لنشرة الطرح وردت باللائحة التنفيذية^(٢) على سبيل المثال وليس الحصر، وعليه: لا يوجد مانع من إضافة بيانات أو معلومات أخرى يرى أطراف عملية التصكيك أو الهيئة أو شركة التصنيف الائتماني أهمية تضمينها.

وهناك من يرى^(٣) أن ركن التراضي تحقق من اكتتاب المستثمرين في الصكوك الإسلامية، وتمثل نشرة الطرح العقد المبرم بينهم، لذا يجوز تضمينه شروطاً لصالح أحد طرفيه، وغالباً ما تكون الشروط لصالح مالكي

(١) لم تصدر من الهيئة نماذج استرشادية خاصة بنشرة اكتتاب الصكوك الإسلامية للعمل بموجبها بموجب قرار يصدر من رئيس مجلس إدارة الهيئة، بل ترك أمر إعداد نشرات اكتتاب الإصدارات لاجتهاد الشركات.

(٢) المادة (١٦ مكرراً ١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ووفقاً لهذه المادة لا بد أن تتضمن نشرة الطرح بيانات عن شركة التصكيك وبيانات عن الجهة المستفيدة والقوائم المالية لها عن ثلاث سنوات سابقة مرفقاً بها تقارير مراقبي الحسابات، وتوقعات الأداء المالي للجهة المستفيدة خلال مدة الإصدار، وبيانات عن اللجنة الشرعية، وبيانات متعلقة بالصكوك؛ كشروط وأحكام الإصدار والقيمة الإجمالية للإصدار وملخص بالحقوق التي تمنحها الصكوك لمالكيها وسعر الإصدار وبيان بقيمة الربح المتوقع وتفاصيل خاصة بالاستهلاك وإجراءاته وبيان بتداول الصكوك وتفاصيل عن المخاطر التي تخص الاستثمار في الصكوك والضمانات الخاصة بالإصدار ووصف للمشروع محل التمويل وإدارته وخبرتها.

(٣) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ٢١.

الصكوك رغبة في استقطاب المستثمرين للاكتتاب^(١)، ويكون محل التعاقد هو الموجودات محل عملية التصكيك، وسبب التعاقد هو تمويل مشروع الشركة المستفيدة، كما يفسر أن اكتتاب مالكي الصكوك يمثل قبولاً مشروطاً من جانبهم وإيجاباً معلقاً من جانب الشركة المصدرة، وذلك في حالة عدم اكتمال الاكتتاب في الإصدار، ومن ثمّ إعادة الأموال للمكتتبين.

ج. **مرحلة إدارة حصيلة محفظة الصكوك:** حيث تقوم الشركة المصدرة SPV، بعد غلق باب الاكتتاب في الصكوك، بإدارة هذه المحفظة نيابة عن مالكي الصكوك طوال عمر الإصدار، كما تقوم بتحديد العوائد والدفعات التي سيتم توزيعها على مالكي الصكوك من خلال البنك وكيل السداد، وفق المواعيد المحددة بنشرة الطرح على سبيل الاسترشاد، أو بموجب العقود المبرمة بين الجهة المستفيدة والجهة المصدرة ومنظم الإصدار ومدير المشروع.

د. **مرحلة استهلاك الصكوك:** هي المرحلة التي يتم فيها سداد كل مستحقات مالكي الصكوك من أصل القيمة الاسمية التي قاموا بسدادها عند الاكتتاب في الإصدار، وكافة العوائد الناتجة طوال عمر الإصدار في التواريخ المحددة بنشرة الإصدار وفق أسس احتساب العائد المتغير، كما يكون للشركة المستفيدة و/أو الشركة المصدرة الحق في استهلاك الإصدار مبكراً، شريطة أخذ موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية، وإخطار شركة التصنيف الائتماني بذلك، وهو ما يطلق عليه بالاستهلاك المبكر الكلي.

أما بالنسبة للإشكالات الضريبية المرتبطة بالصكوك نجد أنه وفقاً للتشريع المصري فإن المعالجة الضريبية للصكوك الإسلامية الصادرة من

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٤٩.

المشروعات الخاصة، وردت بالمادة ٤٦ مكرر ٢ من قانون الضريبة على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥^(١)؛ حيث تفرض ضريبة بنسبة ١٠% وذلك دون خصم أي تكاليف، وتنخفض هذه النسبة لتصل إلى ٥% إذا كانت الصكوك مقيدة في البورصة المصرية، أما بالنسبة للصكوك السيادية فلتشابهها مع أذون وسندات الخزانة، لصراحة ما نصَّ عليه المشرع بقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، لا نستبعد أن تكون المعالجة الضريبية للصكوك السيادية هي ذاتها المطبقة على سندات وأذون الخزانة وفقاً لقانون الضريبة على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥، وكانت هناك إعفاءات مفروضة عند سن القانون، هي ذاتها التي كانت مطبقة بموجب القانون رقم (١٧) لسنة ١٩٩١، ثم ألغى المشرع هذا الإعفاء بموجب القانون رقم (١٢٨) لسنة ٢٠٠٨؛ حيث أدخل تعديلاً على المادة (٥٨) من قانون الضريبة على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥، وذلك بإضافة فقرة ثانية للمادة (٥٨)^(٢)؛ حيث فرض المشرع ضريبة بسعر (٢٠%) على إيرادات أذون الخزانة، وذلك دون خصم أي تكاليف، ثم صدر القرار بقانون رقم (١٠١) لسنة ٢٠١٢ في ٢٠١٢/١٢/٦، وتضمن تعديلاً آخر للمادة (٥٨) من قانون الضريبة على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥ متعلقاً بعائد أذون وسندات الخزانة؛ حيث تضمن التعديل النص الآتي: "تخضع عوائد أذون الخزانة للضريبة بسعر (٢٠%)، وذلك دون خصم أي تكاليف، ويلتزم دافع هذه العوائد بتحصيل

(١) المادة (٤٦ مكرراً ٢) من قانون الضريبة على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥ تنص على: "استثناء من حكم المادة (٨) من هذا القانون يكون سعر الضريبة على توزيعات الأرباح المنصوص عليها في المادة (٤٦ مكرراً ١) المحققة من مصدر في مصر خلال السنة التي يحصل عليها شخص طبيعي مقيم (١٠%)، وذلك دون خصم أي تكاليف، ويخفض هذا السعر إلى (٥%) إذا كانت الأوراق المالية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية...".

(٢) تعديل المادة (٥٨) من قانون الضرائب على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥ على نصها الآتي: "تخضع عوائد أذون وسندات الخزانة للضريبة بسعر (٢٠%)، وذلك دون خصم أي تكاليف، ويلتزم دافع هذه العوائد بحجز مقدار الضريبة المستحقة وتوريدها إلى مأمورية الضرائب المختصة خلال الخمسة عشر يوماً الأولى من الشهر التالي للشهر الذي تم فيه الخصم، ويجب خصم الضريبة المسددة من الضريبة المستحقة على أرباح الأشخاص الحاصلين على هذه العوائد".

مقدار الضريبة المستحقة وتوريدها إلى مأمورية الضرائب المختصة في اليوم التالي لليوم الذي تمّ فيه الخصم، كما تخضع لذات الضريبة بسعر (٢٠%) عوائد سندات الخزانة، ويلتزم دافع هذه العوائد بحجز مقدار الضريبة وتوريدها لمأمورية الضرائب المختصة في أول يوم عمل تالٍ لليوم الذي تمّ فيه حجز الضريبة، وتخصم من الضريبة المستحقة على الجهة، وتكون الضريبة محسوبة وفقاً لأحكام هذه المادة على عوائد أذون وسندات الخزانة الداخلة في وعاء الضريبة والمدرجة بالقوائم المالية للجهة، وبما لا يجاوز إجمالي الضريبة المستحقة على الأرباح الخاضعة للضريبة.

وأضاف رأي^(١) أنّ عوائد أذون وسندات الخزانة تدخل في وعاء ضريبي واحد مع الإيرادات الأخرى الخاضعة للضريبة للمنشأة أو المؤسسات المالية، حيث يتم احتساب الضريبة بالسعر الذي تخضع له المنشأة، مع خصم الضريبة المستقطعة من المنبع على عوائد أذون وسندات الخزانة من الضريبة المستحقة، وبما لا يجاوز إجمالي الضريبة المستحقة على الأرباح الخاضعة للضريبة، وهو ما يعني أن هذه المعالجة الضريبية تعمل على تجميع أوعية ضريبية مختلفة بأحكام مختلفة وبأسعار ضريبية مختلفة لسعر عام واحد للضريبة على نشاط المنشأة، ويظهر ذلك بشكل جلي في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى؛ حيث كان التشريع الضريبي يسمح بخصم قيمة الضريبة المسددة على عوائد أذون وسندات الخزانة من الوعاء الضريبي لكامل إيرادات البنوك، مما يترتب عليه في أحيان كثيرة عدم سداد أية ضرائب على أرباح البنوك من الأنشطة الأخرى التي يزاولها البنك.

وأدخلت تعديلات جديدة على قانون الضرائب على الدخل بموجب القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٩ استهدفت تطبيق الممارسات الضريبية الدولية الصحيحة

(١) حسين سيد حسن عبد الباقي، المعالجة الضريبية لعوائد أذون وسندات الخزانة، ٢٠١٩/١٢/٣٠، <<https://www.gomhuriaonline.com/GomhuriaOnline-Articles/G/G/3386.html>>، (٢٠٢٢/١٢/٢١).

فيما يتعلق بعوائد أذون وسندات الخزانة، مع الإبقاء على معدل الضريبة بسعر (٢٠%) دون أي تغيير^(١)؛ حيث نص المشرع على: "يستبدل بنص الفقرة الأخيرة من المادة (٥٨) من قانون الضريبة على الدخل الصادر بالقانون رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥ **النص التالي: مادة (٥٨) فقرة أخيرة:**

"وتعامل العوائد المنصوص عليها في الفقرات السابقة كوعاء مستقل عن الإيرادات الأخرى الخاضعة للضريبة، ولا يجوز حساب تكاليف هذه العوائد ضمن التكاليف اللازمة لتحقيق الإيرادات الأخرى لدى حساب الضريبة المستحقة على هذه الإيرادات طبقاً لما تنظمه اللائحة التنفيذية لهذا القانون".

ثم صدر بعد تعديل القانون قرار وزير المالية رقم (٣٣٥) لسنة ٢٠١٩ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون الضريبة على الدخل الصادر بالقانون رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥^(٢)؛ حيث أضيف إلى اللائحة التنفيذية مادتان جديدتان برقمي: (٨١ مكرراً) و(٨١ مكرراً^١)، وبموجب هذا التعديل تمت التفرقة في الضريبة المفروضة بحسب الممولين فيما إذا كانوا مؤسسات مالية أو بنوكاً، فطبقاً للمادة ٨١ مكرراً: يكون حساب تكاليف تحقيق عوائد السندات وعوائد سندات وأذون الخزانة المنصوص عليها في المادة (٥٨) من قانون الضريبة على الدخل المشار إليه، على النحو الآتي:

أولاً: بالنسبة إلى الممولين من البنوك والمؤسسات المالية:

إجمالي تكاليف الودائع والتكاليف المشابهة ومصاريف الأتعاب والعمولات والمصاريف العمومية بدون المخصصات والإهلاكات ÷ إجمالي الإيرادات × (٨٠%) من عوائد السندات وعوائد سندات وأذون الخزانة.

ثانياً: بالنسبة إلى باقي الممولين من الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين:

إجمالي المصروفات التمويلية والمصاريف العمومية بدون

(١) نشر بالجريدة الرسمية بالعدد (٧ مكرراً أ) في ٢٠ فبراير ٢٠١٩.
(٢) نشر بالوقائع المصرية العدد ١١٢ تابع (ب) في ١٦ مايو سنة ٢٠١٩.

المخصصات والإهلاكات ÷ إجمالي الإيرادات × (٨٠%) من عوائد السندات وعوائد سندات وأذون الخزانة.

وفي الأحوال جميعها: لا يجوز أن تزيد تكاليف تحقيق العوائد المنصوص عليه في الفقرة الأولى من هذه المادة عن (٧٠%) من هذه العوائد خلال العام المالي الذي ينتهي بعد تاريخ العمل بهذا القرار، و(٨٥%) عن العام المالي التالي له، و(١٠٠%) عن الأعوام المالية التالية، ولا يجوز حساب التكاليف المنصوص عليها في الفقرتين الأولى والثانية من هذه المادة ضمن التكاليف اللازمة لتحقيق الإيرادات الأخرى للممول، وذلك لدى حساب الضريبة المستحقة على هذه الإيرادات.

واتجه رأي^(١) إلى أن التعديل التشريعي الجديد سيُتيح تجميع عائد البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وغيرها من الجهات والأفراد، من أذون وسندات الخزانة في وعاء ضريبي مستقل عن الإيرادات الأخرى الخاضعة لضريبة الدخل، بحيث تُحسب الضريبة المستحقة على أساس هذا الوعاء المستقل، بدلاً من تجميعها في وعاء ضريبي واحد يُحسب على أساسه قيمة الضريبة.

ونرى أنه لا بد من تخفيض عوائد الضرائب على الصكوك الإسلامية بحيث لا يتم التفرقة بين ما إذا كانت مقيدة أو غير مقيدة، كما أنه يجب أن يتم تعميم نسبة الضرائب المفروضة بالنسبة للصكوك الإسلامية على الصكوك السيادية لتشجيع التصكيك السيادي بوصفه أداة تمويلية مستحدثة، بحيث لا يطبق على عوائد الصكوك السيادية ذات النسبة المقررة على عوائد أذون وسندات الخزانة بنسبة الـ ٢٠%، وهذا ما اتبعه المشرع المغربي؛ حيث إنه يفرض ضريبة قدرها ٢٠% على القروض البديلة، بينما لا تتجاوز ١٠% على المنتجات البنكية التقليدية، إلا أن المشرع المغربي تراجع عن هذا الاتجاه ففرض ضريبة مخفضة على صكوك المرابحة فقط لتصبح ١٠%، لذا يجب

(١) حسين سيد حسن عبد الباقي، المعالجة الضريبية لعوائد أذون وسندات الخزانة، مرجع سابق.

تقديم حوافز ضريبية لإصدارات الصكوك الإسلامية والسيادية لإنعاش سوق التمويل الإسلامي.

المطلب الثاني هيكل عملية التصكيك المركب

تتنوع الهندسة المالية لإصدارات الصكوك الإسلامية بحسب طبيعة المشروع محل التصكيك، وهو ما يتطلب التفكير في استخدام أكثر من صيغة في الإصدار الواحد؛ فعلى سبيل المثال: قد تستخدم صيغة المضاربة في أول الإصدار، ثم يتم الاعتماد على صيغة المشاركة أو الإجارة فيما بعد، أو أن يتم تصميم الإصدار ليحوي نوعاً واحداً من صيغ الصكوك الإسلامية، و نمط الإصدار الذي يحوي صيغتين لم يعالجه المشرع المصري بقانون سوق رأس المال، كما لم تظهر إصدارات في جمهورية مصر العربية معتمدة على استخدام أكثر من صيغة شرعية، وبناء على ذلك سنعتمد على دراسة برنامج إصدارات الصكوك وفقاً لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ باعتباره هيكلًا مركبًا مكوناً من عدة إصدارات، وكذلك دراسة بعض نشرات الاكتتاب الصادرة باستخدام أكثر من صيغة شرعية بالدول المقارنة، وذلك في فرعين؛ هما:

الفرع الأول: برنامج إصدارات الصكوك الإسلامية.

الفرع الثاني: استخدام أكثر من صيغة شرعية بالإصدار الواحد.

الفرع الأول برنامج إصدارات الصكوك الإسلامية

يكون برنامج إصدار الصكوك وفقاً للقانون المصري عبارة عن إمكانية قيام الشركة المستفيدة، من خلال الحصول على الموافقات والسير في الإجراءات المطلوبة، بتمويل مشروعها بنشرة اكتتاب واحدة، تنظم عدة إصدارات، بحيث يكفي بتوفير بعض المستندات والمتطلبات الموضحة من

الهيئة في حالة تفعيل كل إصدار من إصدارات البرنامج، شريطة ألا تزيد مدة البرنامج من أول إصدار إلى آخر إصدار على سنتين فقط، مع تقديم الجهة المستفيدة لمتطلبات توضّح كيفية سداد مستحقات مالكي الصكوك، وما تمّ تنفيذه من المشروع مقارنة بما جاء بدراسة الجدوى المقدّمة قبل كل إصدار لاحق، وقد أقرّ المشرع برنامج الإصدارات لأول مرة بموجب تعديل اللائحة التنفيذية^(١) لقانون سوق رأس المال بحيث أتاح للشركات الراغبة في التمويل أن تستخدم برنامج الإصدارات للأوراق المالية قصيرة الأجل، ثم أقرته الهيئة بالنسبة للصكوك الإسلامية بموجب قرار صادر منها^(٢).

وقبل الحديث عن برنامج الصكوك الإسلامية سنقوم بعرض أحكام برنامج إصدارات السندات قصيرة الأجل وشروطه، الذي أتاحها المشرع وعمّم استخدامها لإصدار صكوك التمويل أو أي أوراق مالية أخرى قصيرة الأجل لمدة لا تتجاوز سنتين، وتكون السلطة المختصة في غير ذلك من الأشخاص الاعتبارية، ونرى أن السلطة المختصة التي تطلبها المشرع للموافقة على إصدار السندات قصيرة الأجل هي الجمعية العامة العادية بالمادة ٣٥ مكرراً ٢^(٣)، على الرغم من أن المشرع تطلب أن يكون القرار صادراً من الجمعية العامة غير العادية بشأن السندات عموماً و صكوك التمويل، وذلك وفقاً للمادة ٣٥ من اللائحة^(٤)، ونرى أن جعل السلطة المختصة تارة الجمعية العامة العادية وتارة أخرى الجمعية العامة غير العادية هو أمر مثير للجدل، وما تطلبه الهيئة فعلياً أن يكون قرار إصدار أي أوراق مالية من قبل الجمعية العامة غير العادية، وعليه: يتعين على المشرع تدارك ذلك اللبس، وأن يوحد الجهة المختصة في المادة ٣٥ مكرراً ٢، والمادة ٣٥ من اللائحة التنفيذية

(١) قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨-الجريدة الرسمية-العدد ٤٧ تابع (ب) في ٢٠١٨/١١/٢٢.

(٢) قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٨ لسنة ٢٠١٩ بتاريخ ٢٠١٩/١٢/٣٠ بشأن قواعد إصدار الجهات المستفيدة من التمويل الناتج عن التصكيك برنامجاً للصكوك.

(٣) المادة (٣٥ مكرراً ٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) المادة (٣٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

لتكون الجمعية العامة غير العادية.

كما أُلزم المشرع تضمين قرار الجمعية العامة غير العادية^(١) تحديداً للعائد الذي سيُغُلُّه السند أو الصك وأساس حسابه، ويجوز أن يقتصر قرار الجمعية العامة على بيان القيمة الإجمالية للإصدار والضمانات والتأمينات المقررة له، مع تفويض مجلس إدارة الشركة في تحديد باقي الشروط الأخرى المرتبطة بالإصدار، وذلك تسهياً وتيسيراً من المشرع عند الرغبة في تعديل أي شرط مرتبط بالإصدار، حيث إنه لا يتطلب لانعقاد مجلس الإدارة ذات الشروط والمدة المطلوبة للدعوة لانعقاد الجمعية العامة غير العادية، ومن الممكن أن يفوض مجلس الإدارة أحد أعضاء المجلس للإشراف على مستندات الإصدار حتى الانتهاء منه، وغالباً هذا ما يحدث في الواقع العملي ونراه في أغلب نشرات الاكتتاب.

ويشترط أن يكون برنامج الإصدار للأوراق المالية قصيرة الأجل لمدة لا تتجاوز السنتين، فلا يجوز أن يمتد برنامج الإصدارات لأكثر من تلك المدة، كذلك اشترط المشرع المصري أن تكون مدة الإصدار الواحد منذ غلق باب الاكتتاب وحتى تمام سداده لا تتجاوز اثني عشر شهراً، ولا تقل عن سبعة أيام، مع العلم بأن الحد الأدنى لمدة الإصدار لا يمكن تفعيلها عملياً؛ لأن إجراءات الطرح والدورة المستندية والتجهيزات مع أطراف عملية الطرح غالباً ما تستغرق فترة تزيد عن مدة الأسبوع، كذلك اشترط المشرع للشركات الراغبة في التمويل وفق هذه الآلية أن تعدّ قوائم مالية عن سنتين ماليتين على الأقل سابقتين على الإصدار، وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية، مرفقاً بها تقرير من مراقب حسابات مقيد لدى الهيئة، كذلك الحصول على شهادة بالتصنيف الائتماني شريطة ألا تقل درجتها عن BBB-، وأن يتم تعيين مراقب حسابات للإصدار ومستشار قانوني، وأن تتولى الطرح إحدى

(١) المادة (٣٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المرخص لها بنشاط ترويج وتغطية الاكتتاب، علماً بأنه يقع على عاتق هذه الشركة التأكد من الملاءة المالية للأشخاص الطبيعيين الذين يقومون بالاكتتاب في برنامج الإصدار.

ويتطلب برنامج الإصدار وجود نشرة طرح؛ سواء كانت مذكرة معلومات ل طرحها على مكتتبين يتوافر فيهم خصائص معينة ومعلومات سلفاً، أو بموجب نشرة اكتتاب عام ل طرحها على جمهور غير محدد سلفاً، ولا بد أن يكون برنامج الإصدارات موضعاً بنشرة الطرح حتى تقوم الشركة بتفعيل أي إصدار بالبرنامج بموجب إخطار الهيئة دون الانتظار للحصول على اعتمادها، ووفق هذا القرار يستلزم كذلك الحصول على موافقة الهيئة على نشرة الطرح المحدثة في حالة وجود أي تعديل لشروط برنامج الإصدارات، ويجب أن يُراعى عند تنفيذ برنامج الإصدارات ألا يتجاوز مجموع الإصدارات في أي وقت الحد الأقصى لقيمة الإصدار الإجمالية السابق حصول موافقة الهيئة عنها والموضحة بنشرة الطرح، ومن الممكن أن يكون معدل العائد على الأوراق المالية قصيرة الأجل ثابتاً أو متغيراً، على أن تتم طريقة احتسابه بنشرة الطرح، ومن الممكن إعادة شراء الأوراق المالية قصيرة الأجل أو السداد المعجل لها قبل تاريخ استحقاقها وفقاً للضوابط والشروط المحددة بنشرة الطرح، مع إيضاح التعويضات التي تستحق لحملة هذه الأوراق كتعويض نظير السداد المعجل^(١).

ويجب أن تقوم الشركة بطرح الأوراق المالية قصيرة الأجل خلال مدة أقصاها نهاية السنة المالية التالية لقرار الجمعية العامة^(٢)، وإذا تقدّمت الشركة لاعتماد نشرة الطرح من الهيئة فعليها أن تطرح الإصدار للاكتتاب خلال ٤٥ يوم عمل من تاريخ حصولها على موافقة الهيئة، ورتبّ المشرع في حالة

(١) المادة الرابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٢ لسنة ٢٠١٨.
(٢) وهذه المدة تحتمل إمكانية امتداد موافقة الجمعية العامة لمدة تصل إلى سنتين، وذلك على سبيل المثال في حال إصدار قرار الجمعية العامة في يناير من عام ٢٠٢٢، فإن للشركة الحرية في إصدار السندات حتى نهاية السنة المالية لعام ٢٠٢٣.

تخلف الشركة عن إتمام الطرح خلال المدة المحددة اعتبار الموافقة الصادرة كأن لم تكن، ويتعين في هذه الحالة الحصول على موافقة جديدة من الهيئة^(١).

وبعد استعراض برنامج الإصدارات للأوراق المالية وللصكوك الإسلامية نجد أن هناك اختلافات وتشابهات بينهم، وتتلخص نقاط التشابه في تطلب الهيئة أن يكون الحد الأقصى لبرنامج الإصدارات سنتين، وأن يتم إعداد قوائم مالية عن سنتين ماليتين سابقتين على إصدار البرنامج، وبخلاف هذه الشروط لا نجد تشابهاً آخر يجدر ذكره في هذا المقام، وجدير بالذكر أنه بموجب برنامج إصدارات الصكوك الإسلامية نجد أن المشرع المصري حوّل الصكوك من كونها استثماراً متوسط وطويل الأجل إلى استثمار قصير الأجل، و على الرغم من أن قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٢ لسنة ٢٠١٨ يمكن تطبيقه بشأن جميع الأوراق المالية بما فيها السندات قصيرة الأجل، إلا أن المشرع لم يضع هذا القرار من ضمن التشريعات التي اطلع عليها في مستهل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧٨ لسنة ٢٠١٩ الذي ينظم إصدار برنامج إصدارات الصكوك الإسلامية، وهو ما يعطي الانطباع بأن الهيئة عند سنّها للقرارات تغفل عن ضرورة تطبيق مفهوم شمولية التشريعات الصادرة منها، خاصة إذا تعلقت بأدوات متشابهة في المعايير والغايات.

ووفقاً لقرار الهيئة رقم ١٧٨ لسنة ٢٠١٩ لن يُكتفى بالإخطار عند تفعيل كل إصدار كما هو المعمول به في السندات القصيرة الأجل، حيث يتعين على الشركة المستفيدة أن تقوم بتقديم تقرير عن مدى التزامها بالخطة المطروحة، وفقاً لدراسة جدوى المشروع السابق تقديمها للهيئة متضمنة ما تمّ إنجازه بالفعل من حصيلة إصدارات الدفعات السابقة، وتقديم بيان مرفق من مراقب حسابات الجهة المستفيدة بمدى الالتزام بسداد قيمة الدفعات السابقة وعوائدها في المواعيد المقررة لذلك، ولا يعد وجود برنامج الإصدارات بهذا

(١) المادة الثامنة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٢ لسنة ٢٠١٨.

الشكل صالحًا للتطبيق عمليًا؛ لأن إصدارات الصكوك الإسلامية تأخذ فترة طويلة لإعدادها ولتجهيز مستنداتها واتفاقاتها بين الشركة المصدرة وباقي الأطراف المرتبطة بالإصدار.

وفي الواقع العملي تطبق الشركات المصدرة أفكارًا مالية تتيح لها الصرف الجزئي من حصيلة الاكتتاب، وذلك عن طريق تضمين نشرة الطرح تعليمات للصرف على المشروع وفق آلية محددة تسمح بعدم استخدام حصيلة الاكتتاب مرة واحدة عقب غلق باب الاكتتاب، بحيث يتم استخدامها على حسب حاجة المشروع، على أن تستثمر المبالغ غير المستخدمة في أوجه استثمار منخفضة المخاطر وسريعة التسييل في حالة عدم الحاجة إليها كأدوات الخزائنة أو الودائع قصيرة الأجل، وعليه: سيكون من المنطقي أن تقوم الهيئة بتعديل القرار رقم ١٧٨ لسنة ٢٠١٩ لتُطيل أمد برنامج الصكوك، بحيث يتماشى مع طبيعة هذه الأداة المالية التي تتناسب الاستثمار المتوسط أو الطويل الأجل، ومن الملاحظ كذلك أن المشرع المصري لم يضع حدًا أدنى لمدة الإصدار كما هو الحال بالنسبة للسندات قصيرة الأجل التي عين لها مدة أسبوع، وهذا دليل آخر على أن الصكوك الإسلامية هي أداة لا تتناسب والاستثمار قصير الأجل.

ونجد أنه من الجانب العملي ينبغي أن يخاطب برنامج الصكوك الاستثمار طويل الأجل، وذلك -بالفعل- ما تمّ تطبيقه وفق مذكرة معلومات خاصة ببرنامج إصدارات صكوك، طُرحت من جانب حكومة المملكة العربية السعودية ممثلة بوزارة المالية بصفتها المضارب^(١)، ووفق هذا البرنامج^(٢)

^(١) Information Memorandum- NDMC Sukuk-Arabic- Final.pdf صدرت مذكرة المعلومات هذه في ٢٦ شوال عام ١٤٣٨هـ (الموافق ٢٠ يوليو ٢٠١٧م) وتمّ تأسيس وإنشاء برنامج الصكوك بموجب المرسوم الملكي رقم م/٢٩، وتاريخ ١٤٣٨/٣/٢٣هـ (الموافق ٢٢ ديسمبر ٢٠١٦م) وقرار مجلس الوزراء رقم ١٩٦ بتاريخ ١٤٣٨/٣/٢٣هـ (الموافق ٢٢ ديسمبر ٢٠١٦).

^(٢) ملحوظة: في هذا البرنامج تم النص على عدم تسجيل الصكوك بموجب قانون الأوراق المالية الأمريكية لعام ١٩٣٣ أو قوانين الأوراق المالية السارية في أي ولاية من الولايات المتحدة الأمريكية أو في أي منطقة داخلها؛ وعليه فلا يجوز طرح الصكوك أو بيعها بشكل مباشر أو غير مباشر داخل الولايات المتحدة الأمريكية أو لأشخاص أمريكيين أو لحسابهم أو لصالحهم إلا

استطاعت الحكومة إصدار سلسلة من الإصدارات بالريال السعودي من حين لآخر، وفقاً للأنظمة والتعليمات ذات الصلة، وبشروط نهائية لكل إصدار من برنامج الإصدارات على حدة؛ حيث إنه لا يتحدد تسعير قيمة الصك وطريقة توزيع الدفعات واحتسابها واسترداد قيمة الصك؛ سواء أكان جزئياً أم كلياً، وأية شروط أخرى تخص الإصدار، إلا بموجب الشروط النهائية لكل إصدار، كذلك لم يحدّد المصدر مدة محددة أو قيمة محددة لبرنامج الإصدار، واعتمد هذا البرنامج على توضيح الصيغ التعاقدية التي سيتم استخدامها في كل إصدار على حدة من البرنامج، حيث أبرمت اتفاقية وكالة رئيسية بين المصدر (الحكومة ممثلة في وزارة المالية) ووكيل حملة الصكوك^(١)، إلى جانب وجود اتفاقية وكالة تكميلية لكل إصدار على حدة عند تفعيله، ويرتبط بالبرنامج اتفاقية مضاربة رئيسية ووجود اتفاقيات مضاربة تكميلية مرتبطة بكل إصدار على حدة، واتفاقية مرابحة رئيسية للبرنامج، وكذلك اتفاقية مرابحة تكميلية خاصة بكل إصدار على حدة، وبموجب هذا البرنامج تمنح الصكوك لمالكيها مبالغ تتولد من أصول الصكوك لكل إصدار، ويمثل كل صك ملكية مشاعة في ملكية الأصول محل التصكيك، كما ترتب حقوق متساوية فيما بينهم طوال الوقت دون تفضيل، وتمنح الصكوك لحامليها حق الرجوع المحدود^(٢) وحق المفاصة، وفي ظل هذا البرنامج المرن سنجد أنه لا يوجد تقيّد بوصف لكل إصدار من البرنامج إلا عند تفعيله، كذلك أرجأت

بموجب إعفاء من متطلبات التسجيل الواردة في قانون الأوراق المالية الأمريكي لعام ١٩٣٣، أو إذا كان البيع بموجب صفقة لا تخضع لهذه المتطلبات، على أن تخضع المعاملات لقوانين الضرائب في الولايات المتحدة الأمريكية وبخلاف الولايات المتحدة الأمريكية صرحت المذكورة بإمكانية تداول الصكوك بشكل مباشر أو غير مباشر طبقاً للقوانين الصادرة داخل أي دولة يتم التداول فيها، على أن يراعى الوسطاء والوكلاء الالتزام بالاطلاع على هذه القيود والالتزام بها، ويكون ذلك مهماً للتعرف على إمكانية استخدام الصكوك كضمان لأنواع مختلفة من القروض أو إمكانية رهنها أو لقانونية الاستثمار فيها من عدمه داخل كل دولة، وتلافى المصدر حدوث فروق في أسعار العملات بين الريال السعودي والدولار الأمريكي؛ لذا تم تثبيت سعر صرف الدولار بالنسبة للريال السعودي.

(١) لم نستطع تعيين شخص وكيل الصكوك، ففي أغلب الظن هو دور الشركة ذات الغرض الخاص.
(٢) وحدود استعمال هذا الحق مقصور عند حلول تاريخ الاسترداد أو تاريخ الاسترداد الجزئي لقيمة الصكوك أو خيار حملة الصكوك أو تاريخ التوزيع الدوري الجزئي.

المذكورة تحديد الشروط النهائية للقيمة الاسمية للصكوك، وما إذا كانت مقيدة بالبورصة أو سيتم إيداعها مركزياً، ومعدل الربح أو المعدل المرجعي، وهامش الربح، والتقييم الائتماني للصكوك المصدرة وفقاً للبرنامج لكل إصدار على حدة، كما تُعدُّ الشروط والأحكام الواردة في الشروط النهائية المتعلقة بكل صك شامل^(١)؛ وهو الصك الشامل المسجل الذي يمثل كافة الصكوك في أي إصدار من إصدارات البرنامج، مكتملة للشروط والأحكام المنصوص عليها في نشرة الطرح الرئيسية للبرنامج.

كذلك لم يتم تعيين الأصول محل برنامج الإصدارات منذ بداية برنامج الإصدارات؛ حيث أُرجأت نشرة طرح البرنامج تحديد هذه الأصول للشروط النهائية لكل إصدار على حدة، وقد تمَّ وصفها بأنها أصول المضاربة وحقوق وكيل حملة الصكوك بصفته بائعاً لصالح حملة الصكوك في عملية المرابحة، ويدخل فيها ثمن البيع المؤجل، والمبالغ المستحقة بموجب وثائق الصكوك، والمبالغ الموجودة بحساب الصكوك، والدفعات المستحقة على المضارب - الحكومة ممثلة في وزارة المالية-، ووفق هذا الإصدار كانت الحكومة هي المشتري لأصول المرابحة.

ووفق برنامج الإصدارات الخاص بالحكومة السعودية يتم سداد العوائد الدورية على حملة الصكوك، ويستدعي ذلك قيام المضارب بتقييم أصول المضاربة وتضيضها حكماً، ويقوم بإيداع إيرادات المضاربة في حساب دفترى لتوزيعه على حملة الصكوك باسم: "حساب التجميع"، وفي حالة وجود أي عجز في سداد مستحقات حملة الصكوك يتعين على المضارب سداد أية

(١) الصك الشامل المسجل، الذي يُمثَّل كافة الصكوك في أي إصدار من الإصدارات، على أن تصدر الصكوك وتُسجَل إلكترونياً بالقيمة الاسمية المحددة للصك الواحد في الشروط النهائية، ويمثّل الصك الشامل المودع لدى وكيل حملة الصكوك كافة صكوك الإصدار السارية والقائمة، بالإضافة إلى تمثيل ملكية حملة الصكوك في أصول الصكوك، ويحقُّ لكل حامل من حملة الصكوك التقدم للمسجل بطلب الحصول على ما يثبت ملكيته للصكوك دون أن يكون له حق الحصول على صكوك منفصلة بقدر ملكيته، وهو ما يطلق عليها هيئة الصكوك.

مستحقات عليه تخص عمليات المرابحة، كما يتعين عليه تصفية موجودات المضاربة وسداد ناتج التصفية لسداد أي مبالغ مستحقة لحاملي الصكوك، وذلك بالقدر اللازم لتغطية أي عجز في سداد مستحقات حملة الصكوك.

وقد ذكر ضمن المخاطر المرتبطة ببرنامج الإصدارات عدم القيام بإجراء أي تحقق أو تقييم مستقل لأصول المضاربة المرتبطة بالإصدار؛ حيث تستقل الحكومة بتقدير قيمة الأصول بمفردها، ويُعدُّ هذا الشرط متشابه في هذه الجزئية بعقود الإذعان، وكان يتعين على المصدر أن يقوم بتعيين طرف مستقل لتقدير قيمة أصول المضاربة؛ وذلك لمنع تعارض المصالح.

وفي ظل برنامج الإصدارات السعودي يكون الرجوع على المصدر من خلال وكيل الصكوك، ولا يجوز لكل مالك صك أن يرجع بمفرده على المصدر، ولا يجوز لأي مالك صك بعد التنفيذ على أصول الصكوك وتسييلها وتوزيع صافي إيرادات أصول الصكوك - اتخاذ أية إجراءات قانونية أخرى ضد المصدر لاسترداد أي مبالغ تتعلق بالصكوك، ولا يكون لمالكي الصكوك أي حق في استلام أي مبالغ أخرى غير مدفوعة لهم أو المطالبة بها، وتعتبر التزامات المصدر بموجب الصكوك تجاه مالكي الصكوك قد تمَّ الوفاء بها، وعموماً: تمَّ النص في برنامج الإصدارات السعودي على تحمل المضارب عبء إثبات كون الخسارة المتحققة لم تنتج عن إخلال منه أو إهمال أو تقصير في أداء واجباته.

ومن الملاحظ في برنامج الإصدارات السعودي أن المصدر لم يُقْم بتخصيص أي أصول ضامنة؛ سواء كانت ضمانات عينية أو ضمانات مقدمة من أي طرف ثالث، لذا يُعدُّ ذلك البرنامج ممثلاً لمضاربة مطلقة؛ حيث يتيح للمضارب -الحكومة السعودية ممثلة في وزارة المالية- الاستثمار في

مجالات عدة^(١)، وبموجب برنامج الإصدارات السعودي يستحق المضارب المبالغ الفائضة من متحصلات تصفية الأصول محل الإصدار كحافز له، وذلك بعد دفع مستحقات حملة الصكوك.

ويجوز لحملة الصكوك استرداد الصكوك في ظل هذا الإصدار؛ شريطة ألا تقل نسبة ملكيتهم عن ثلاثة وثلاثين في المائة (٣٣%) من إجمالي القيمة الاسمية للصكوك، على أن يتم إخطار المصدر برغبتهم في استرداد الصكوك مسبقاً خلال مدة لا تقل عن ثلاثين يوماً ولا تزيد عن ستين يوماً، ويقوم المصدر في هذه الحالة بدفع مبلغ الاسترداد المحدد في الشروط النهائية لكل إصدار، بالإضافة إلى أية مستحقات أخرى دورية وغير مدفوعة.

ويقوم وكيل الصكوك باتخاذ الإجراءات القانونية نيابة عن حملة الصكوك، ويحق لأي من حملة الصكوك اتخاذ أي إجراء ضد المصدر مباشرة في حالات استثنائية؛ هي على النحو الآتي:

- ١- إذا أخفق وكيل الصكوك في اتخاذ أي إجراء ضد المصدر خلال ستين يوماً من التاريخ الذي يُصبح فيه ملزماً باتخاذ ذلك الإجراء.
- ٢- إذا بلغت ملكية حامل الصك وحده أو حال جمعه مع غيره من حملة الصكوك الراغبين باتخاذ إجراء مباشر ضد المصدر نسبة ٣٣.٣% من إجمالي القيمة الاسمية لصكوك الإصدار ذي الصلة، ولا يجوز لحملة الصكوك أو لأي من حملة الصكوك بيع أو التسبب في بيع أو التصرف في أي من أصول الصكوك، إلا بما يوافق الشروط والأحكام الواردة بمذكرة

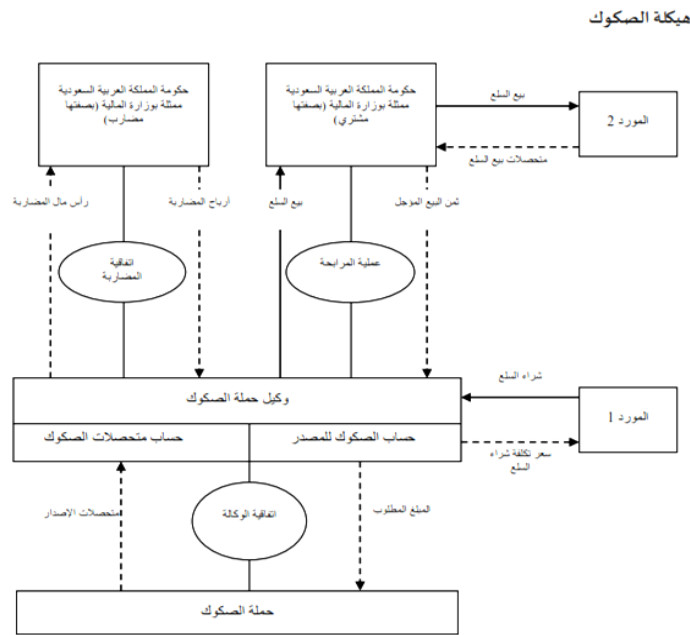
(١) أ- استخدام كافة أو بعض أصول المضاربة بحسب ما يراه ملائماً وفقاً لشروط وأحكام اتفاقية المضاربة.

ب- دمج أصول المصدر وأمواله الخاصة مع أصول المضاربة.

ج- استبدال أي جزء من أصول المضاربة بحصص مماثلة لها في القيمة في أصول أخرى متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية وفقاً لتقييم المصدر وتقديره الخاص.

د- شراء كامل حصة وكيل حملة الصكوك (لمصلحة حملة الصكوك) أو بعضها لنفسه أو لبيعها لطرف ثالث في أي وقت من الأوقات بمبلغ حال مدفوع في حينه محتسب وفقاً للمعادلة الواردة في الشروط النهائية، على أن يقوم المضارب بإعادة استثمار هذا المبلغ في المضاربة.

الطرح، على أن تقتصر مطالبة وكيل حملة الصكوك وحملة الصكوك للمصدر على دفع المبالغ المستحقة عليه بموجب وثائق الصكوك. ويتلخص برنامج الإصدارات من خلال الرسم البياني الآتي^(١):



وبعد العرض السابق؛ سواء لبرنامج الإصدار الموضح بالتشريع المصري، الذي يخص الاستثمار قصير الأجل للصكوك، وبرنامج الإصدارات التي أصدرته الحكومة السعودية الذي يخص الاستثمار طويل الأجل- ينبغي على المشرع المصري تفعيل إعداد برامج الإصدارات المتوسطة والطويلة الأجل، مع إعطاء الحرية لوزارة المالية بصفقتها المصدر في الصكوك السيادية بالقيام بإعداد برامج لا تتجاوز المدة المنصوص عليها قانوناً؛ وهي ثلاثون عاماً، كذلك إعطاء المرونة لوزارة المالية أو الجهة

(١) مذكورة معلومات الطرح [Information Memorandum- NDMC Sukuk-Arabic- Final.pdf](#)، ص ٦.

المصدرة في تحديد قيمة البرنامج والشروط الخاصة لكل إصدار على حدة عند تفعيله؛ كما فعلت الحكومة السعودية.

الفرع الثاني استخدام أكثر من صيغة بالإصدار الواحد

لم يذكر المشرع المصري بقانون سوق رأس المال صراحة إمكانية استخدام أو عدم استخدام أكثر من صيغة من صيغ الصكوك الإسلامية في ذات الإصدار، ولا يمكن بأي حال من الأحوال أن يكون هدف المشرع عندما نصَّ بالمادة (١٤ مكرر "١") على أن تصدر الصكوك بموجب عقد إصدار وفقاً لإحدى الصيغ الآتية، أنه قصد استخدام صيغة واحدة بالإصدار؛ وذلك لأن المشرع المصري كان أكثر وعياً عندما تناول هذه المسألة عند سنِّه لقانون إصدار الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣؛ حيث نصَّ بالمادة رقم (٨) على إمكانية إصدار الصكوك على أساس عقد شرعي أو أكثر من العقود التالية، ثم استطرده في ذكر هذه العقود المتمثلة في عقد المرابحة وعقد الاستصناع وعقد السلم إلى آخره.

ونرى أن المشرع المصري عند إدخاله لتنظيم الصكوك الإسلامية بقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لم يكن متنبهاً لإمكانية استخدام أكثر من صيغة شرعية، لكنه لم يرفضها، والدليل على ذلك أنه أقرها صراحة بقانون إصدار الصكوك السيادية^(١)؛ حيث قضى بإمكانية قيام الجهة المصدرة بالجمع بين صيغتين أو أكثر من صيغ الصكوك المنصوص عليها بالقانون، شريطة الحصول على إجازة لجنة الرقابة، وعليه: فإنه من الأفضل أن تقوم الهيئة العامة للرقابة المالية بإصدار قرار مكمل في هذا الشأن؛ لتسمح باستخدام أكثر من صيغة

(١) المادة (٥) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ علماً بأن الصكوك المذكورة بالقانون هي (المرابحة والإجارة والاستصناع والوكالة)، ولم يقر المشرع بقانون الصكوك السيادية ذات الصيغ المستخدمة في ظل قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

شرعية من إصدار الصكوك الإسلامية، تماشيًا مع المطبق بالواقع العملي بالدول محل المقارنة؛ كالمملكة العربية السعودية على نحو ما سبق.

ووفقاً لإصدار برنامج الصكوك السيادية الخاص بالحكومة السعودية^(١) نجد أنه قد احتوى على صيغتين شرعيتين؛ هما: المضاربة و المرابحة، وهذا يُعدُّ مثالاً بارزاً على إمكانية استخدام أكثر من صيغة في الإصدار الواحد، حيث تمَّ التصريح بنشرة الطرح على استخدام متحصلات الصكوك، وتمَّت تسميتها برأس مال المضاربة لاستثمار هذه المبالغ في الأنشطة الموضحة بمذكرة الطرح.

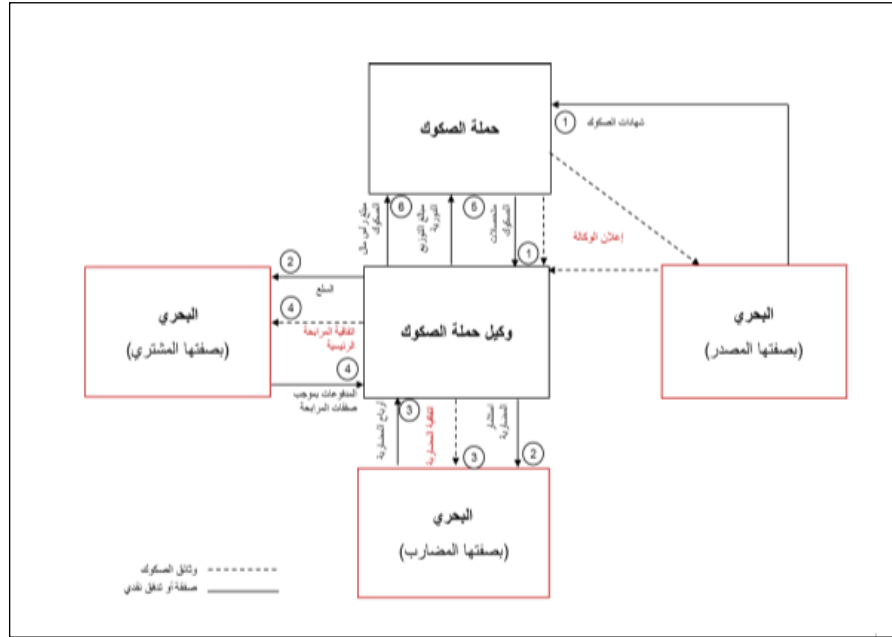
وفي ظل هذا الإصدار تمت تسمية الصكوك الصادرة بالصك الشامل، بحيث لا يطلق عليها صك مضاربة أو مرابحة، ولتوحيد الشروط والأحكام الخاصة بهذا الصك الشامل قد ورد بنشرة الطرح تعريفه؛ فقيل يقصد بـ " الصك الشامل: الصك الشامل المسجل^(٢) الذي يمثل كافة الصكوك في أي إصدار من الإصدارات"، ومن المعلوم في ظل هذا الإصدار المختلط أن الصك الشامل المودع لدى وكيل حملة الصكوك يمثل الإصدار الساري، وكذلك الإصدارات اللاحقة بموجب برنامج الإصدار ووفق أي صيغة من الصيغ الشرعية.

والإصدار الخاص بالمملكة العربية السعودية لم يكن هو الوحيد الدال على الجمع بين الصيغ الشرعية من خلال عدة إصدارات للجهات غير الحكومية؛ فقد قامت كذلك الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري بإصدار للصكوك الإسلامية، وخصصت نسبة ٥١% من حصيلة الاكتتاب في صكوك

(١) مذكرة معلومات برنامج إصدار صكوك صادرة من حكومة المملكة العربية السعودية ممثلة بوزارة المالية في ٢٦ شوال ١٤٣٨ (الموافق ٢٠ يوليو ٢٠١٧).

(٢) ويقصد بالسجل: نظام التسجيل الذي يديره المسجل أو من يخلفه، والمسجل هو مركز الإيداع أو من يخلفه ممن يتم تعيينه وفقاً لاتفاقية تسجيل التي بموجبها يتم تسجيل الصكوك المبرمة بين المصدر والمسجل والمنعقدة في تاريخ إصدار الصكوك ذات العلاقة أو في تاريخ قريب من تاريخ إصدار الصكوك.

المضاربة في الاستثمار في محفظة أعمال^(١)، كما تمّ ذكر أن نسبة الـ ٤٩% المتبقية من حصة الاكتتاب ستستخدم في ترتيبات مرابحة تتم بين البائع والمشتري، وهو استخدام غير مباشر لصيغة صك المضاربة في تمويل عقود مرابحة تتم بين الشركة المصدرة - الشركة المستفيدة وفق تسمية المشرع المصري- عند شرائها لسلع من موردين مختارين عن طريقها، على أن يسدّد البنك ثمن هذه السلع ليحل محل المورد كبائع، ويقوم بموجب ذلك بتحصيل المبالغ المؤجلة المنفق عليها بموجب عقود المرابحة من الشركة المصدرة؛ ليتم سداد مستحقات مالكي الصكوك من التدفقات النقدية التي تسدها الشركة المصدرة، ونلخص هيكل الصكوك المختلط لإصدار الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري من خلال الشكل الآتي^(٢) :



(١) تعني كامل الأنشطة الحالية للشركة المتوافقة مع أحكام الشريعة واستثمارات المضارب لصالح حملة الصكوك وأية استثمارات أخرى.

(٢) نشرة إصدار الصكوك الأصلية والتكميلية منشور على موقع هيئة السوق المالية

المبحث الثاني أطراف عقد الإصدار

بعد أن تعرّفنا على الصيغ الشرعية للصكوك الإسلامية، وكذلك تعرّفنا على أهمية التمويل عن طريقها كبديل عن التمويل التقليدي؛ كالسندات التقليدية أو الاقتراض عن طريق البنوك، ففي هذا المبحث سنقوم ببيان أطراف عقد الإصدار الأساسيين الذين يقومون بإبرام العقود والاتفاقيات فيما بينهم وبين أطراف عملية التصكيك الأخرى، وسوف نقوم بتوضيح الأطراف الرئيسية لإصدار الصكوك الإسلامية في ثلاثة المطالب؛ هي:

المطلب الأول: دور الشركة المصدرة والتزاماتها.

المطلب الثاني: دور الجهة المستفيدة والتزاماتها.

المطلب الثالث: دور منظم الإصدار والتزاماته.

المطلب الأول دور الشركة المصدرة والتزاماتها

اهتمت جميع القوانين التي تنظم الصكوك الإسلامية بتنظيم عمل شركة التصكيك؛ وذلك لأهمية دورها في نجاح الإصدار أو فشله، وشركة التصكيك هي شركة ذات غرض وحيد، وفي ظل القانون الملغى^(١) كان المشرع المصري يتطلب أن يكون لكل إصدار شركة ذات غرض وحيد، وذلك أسوة بما تطلبته العديد من التشريعات الرائدة، إلا أنه عدل عن ذلك بالتشريع الحالي؛ حيث أعطى إمكانية للشركة المصدرة بأن تكون مسئولة عن أكثر من إصدار، مع ضرورة تخصيص حسابات مستقلة لكل إصدار.

وتكون الشركة المصدرة طبقاً للقانون المصري هي شركة التصكيك، واختلف القانون المصري عن غيره من التشريعات العربية؛ حيث إنه وصف الشركة المصدرة بأنها الشركة الراغبة في الحصول على التمويل، ونرى أن

(١) قانون صكوك التمويل رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣.

المشرع المصري قد أصاب صحيح القانون في هذه التسمية؛ حيث إن الشركة التي تصدر الأوراق المالية في حقيقة الأمر هي شركة التصكيك، وليست الشركة الراغبة في الحصول على التمويل - الشركة المستفيدة طبقاً للقانون المصري- حيث تقوم الشركة المستفيدة - فقط - بنقل موجودات عملية التصكيك إلى شركة التصكيك، وتتولى الأخيرة بصفتها نائباً عن حملة الصكوك بإعداد نشرة الطرح ومتابعة الاستثمارات، كما تكون طرفاً مع الشركة المستفيدة في كافة العقود التي تبرمها مع كل الأطراف والجهات المشاركة في الإصدار.

وتعدُّ شركة التصكيك من الشركات الخاضعة لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢؛ حيث اعتبر المشرع أنها شركات تمارس أنشطة مالية غير مصرفية، وتضطلع الشركة المصدرة بالقيام بكثير من المهام التي تتمثل في تلقي حصيلة الاكتتاب في الصكوك، كما أنها تعمل بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك في متابعة استثمار حصيلة الصكوك واستخدامها في الأغراض التي صدرت من أجلها، ومتابعة توزيع عوائد الصكوك وتحديد قيمة استردادها في حالة الاستهلاك المبكر للإصدار^(١).

وعلى كل حال فقيام الشركة المصدرة بعملها بنجاح وبكفاءة عالية يرجع إلى عدة عوامل؛ منها: امتلاكها للمهارة المالية والخبرة والمهنية في التعامل مع أسواق المال والشركات الراغبة في التمويل، ومعرفتها بالأساليب التكنولوجية الحديثة، إلى جانب قدرتها على إعداد نشرة الطرح وتصميم الهندسة المالية للإصدار الذي لا بد أن يُبنى على دراية ومعرفة تامة بظروف الأسواق الذي يصدر فيه، ومعرفة المخاطر المرتبطة بالمشروع المصكك، وكذلك لاختيار أنسب صيغة تتناسب مع المشروع المصكك؛ ونظراً لأن دور الشركة المصدرة في إدارة إصدارات الصكوك هو دور جوهري ولا يقتصر نطاق معرفتها بوصفها مؤسسة مالية على خبرات التعامل مع أدوات السوق النقدية والمالية، إنما تمتد للمعارف والخبرات المتعلقة بالاستثمارات المباشرة

(١) المادة (١٤ مكرراً ٤) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

للشركات؛ سواء أكانت تمارس نشاطها في الأصول العقارية أم الزراعية أم التجارية أم الصناعية، وفقاً للضوابط والشروط التي تضعها الهيئة، وأن تلتزم الشركة المصدرة بإمساك حسابات مستقلة لكل إصدار^(١).

وعليه: يتناول هذا المطلب الجوانب الموضحة لدور الشركة المصدرة من حيث بيان الشروط اللازم توافرها فيها والطبيعة القانونية بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك والمسئوليات والالتزامات الملقاة على عاتقها، والتزامها بتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية، وتجنب تعارض المصالح وتضاربها على النحو الآتي:

الفرع الأول: الشروط الواجب توافرها في الشركة المصدرة.

الفرع الثاني: التزامات ومسئوليات الشركة المصدرة.

الفرع الثالث: التزامات الشركة المصدرة بتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية وتجنب تعارض المصالح.

الفرع الأول

الشروط الواجب توافرها في الشركة المصدرة

كما أسلفنا البيان عن أهمية دور الشركة المصدرة لكونها المنوطة بإعداد الإصدار والتجهيز له، والمسئولة عنه حتى نهاية أجله، كما كلفها القانون بأن تكون نائباً عن مالكي الصكوك، لذا يلزم التعرف على الشروط الواجب توافرها فيها والطبيعة القانونية لها وأدائها لعملها وفق عناية الرجل الحريص وأتباعها، وذلك على النحو الآتي:

أ- الشروط المطلوبة في الشركة المصدرة:

نصَّ القانون المصري^(٢) على أدوار متعددة للشركة المصدرة؛ حيث إنها تبدأ منذ تجهيز الجدوى الاقتصادية للمشروع ودراسته، واختيار أنسب الصيغ الشرعية لتمويل الشركة المستفيدة، ثم إعداد نشرة الطرح ومتابعة الإصدار

(١) المادة (١٤ مكرراً ٥) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
(٢) المواد (١٤ مكرراً ٩، ١٠) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

حتى نهاية أجله، كما أنها تكون مسؤولة عن صحة البيانات الواردة بنشرة الطرح، فإذا تضمّنت النشرة بيانات أو معلومات غير صحيحة ومغلوبة، فإن ذلك يُعرّضها للجزاء الجنائي وفق العقوبات الواردة بالقانون^(١)، كما تكون مسؤولة عن حقوق مالكي الصكوك على النحو الذي يتطلبه القانون وتحدده نشرة الطرح، وقد ذكرت اللائحة التنفيذية^(٢) مجموعة من الشروط الواجب توافرها في الشركة المصدرة؛ منها: أن يتضمن نظامها الأساسي إجازة إصدار الصكوك، وأن يكون رأس مالها المصدر مدفوعاً بالكامل، ولا بد أن تحصل على تصنيف ائتماني لإصدار الصكوك الذي تديره من إحدى جهات التصنيف التي تعتمد الهيئة، وألا تقل درجة التصنيف الائتماني للإصدار عن BBB-، كما تلتزم الشركة المصدرة بإيداع وقيود الصكوك لدى شركة الإيداع والقيود المركزي وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية.

كذلك حدّدت الهيئة العامة للرقابة المالية^(٣) مجموعة من الشروط اللازمة للحصول على الترخيص لمزاولة نشاطها؛ منها: أن تتخذ الشركة شكل الشركة المساهمة المصرية، وأن يقتصر نشاطها على مزاولة نشاط التصكيك، وألا يقل رأس مالها المصدر والمدفوع عن ١٠ مليون جنيهاً مصرياً أو ما يعادل هذا المبلغ بالعملة الأجنبية، وأن يكون من ضمن مؤسسيها أشخاص اعتبارية بنسبة لا تقل عن ٥٠% من رأس مال الشركة، على ألا تقل نسبة المؤسسات المالية^(٤) عن ٢٥% من رأس مال الشركة، وقد حددت الهيئة^(٥) معايير الخبرة والكفاءة المهنية المطلوب توفرها في أعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة^(٦)،

(١) المادة ٦٣ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) للمادة ١٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) المادة الأولى من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١٧٦) لسنة ٢٠١٨ بتاريخ ٢٠١٨/١١/٢٢ بشأن متطلبات تأسيس وترخيص شركات التصكيك.

(٤) وتم تعريف المؤسسات المالية بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨.

(٥) المادة الثالثة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١٧٦) لسنة ٢٠١٨ بتاريخ ٢٠١٨/١١/٢٢ بشأن متطلبات تأسيس وترخيص شركات التصكيك.

المصدرة^(١)، مع ضرورة وجود مقر مستقل مخصص لمزاولة النشاط، وأن يتوافر بهذا المقر التجهيزات والبنية التكنولوجية وأنظمة المعلومات اللازمة لممارسة النشاط، والحاجة إلى الخبرة في الإدارة هو هدف المستثمرين الراغبين في الاستثمار المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها؛ بأن يعهدوا بمن هم أكثر خبرة وكفاءة منهم، لتحقيق أكبر قدر من الأرباح وتجنبهم المنى بخسائر فادحة^(٢).

ب- الطبيعة القانونية لدور الشركة المصدرة:

تقوم الشركة المصدرة بعملها بموجب نصوص نشرة الطرح وأحكام عقد الإصدار، وعقد الإصدار هو العقد الذي تصدر على أساسه الصكوك الإسلامية، كما أن ذلك العقد هو الذي ينظم العلاقة القانونية بين الشركة المصدرة والشركة المستفيدة ومنظم الإصدار، وتراقب الهيئة نشرة الطرح

- (١) ١- ألا يكون قد صدر حكم بعقوبة جنائية أو جنحة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة أو في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة، أو الحكم بإشهار الإفلاس لأي من أعضاء مجلس إدارة الشركة أو مديرها أو مساهمها الذي تزيد مساهمتهم على ١٠% من رأس مالها خلال الخمس سنوات السابقة على طلب الترخيص ما لم يكن قد رد إليه اعتباره.
 - ٢- ألا يكون أحد أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين للشركة عضوًا في مجلس إدارة أو مدير تنفيذي لشركة تزاوّل ذات النشاط.
 - ٣- ألا يكون لأحد أعضاء مجلس الإدارة مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في العقود أو المشروعات التي تكون الشركة طرف فيها.
 - ٤- أن يكون رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي حاصلاً على إحدى الشهادات المهنية المحلية أو الدولية المرتبطة بمجالات التمويل أو الاستثمار أو إدارة الأعمال التي تعتد بها الهيئة.
 - ٥- أن يتوافر في أغلبية أعضاء مجلس الإدارة بما فيهم رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال إصدار وطرح الأوراق المالية المختلفة، وتُخفّض هذه المدة إلى سنتين لمن اجتازوا الدورات التدريبية في مجال أسواق الأوراق المالية التي تعتمدها الهيئة.
 - ٦- أن يتوافر في المديرين التنفيذيين للشركة خبرة لا تقل عن سنتين في مجال إصدارات الأسهم وطروحات الأوراق المالية المختلفة.
 - ٧- أن يتوافر عدد كافٍ من العاملين بمؤهلات علمية وخبرات مهنية تتناسب مع المسؤوليات والمهام الموكلة إليهم في الوظائف المهنية المختلفة، بحيث لا تقل الخبرة عن سنة في مجالات العمل المصرفي أو الشركات التي تمارس أعمالها في التمويل وأسواق الأوراق المالية وإدارة المؤسسات المالية بشكل عام.
 - ٨- أن يجتاز رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي للشركة وكذا مديرو الإدارات المختصة المقابلة الشخصية بالهيئة.
- (٢) نصر على أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٣، ص ٢٣٥.

والعقد منذ إنشائهم للتأكد من أن مذكرات الطرح والعقود المرتبطة لا تحوي أي شروط تعسفية أو مخالفات قانونية، كما يكون للهيئة الحق في إقرار أو تعديل أو رفض نشرة الطرح والعقود المرتبطة بهدف الحفاظ على مصلحة مالكي الصكوك.

ويبرم عقد الإصدار بين أطرافه وفقاً لمبدأ قانوني هو أن العقد شريعة المتعاقدين، ولكن لا يمكن الأخذ بهذا المبدأ على إطلاقه؛ حيث تطلبت الهيئة العامة للرقابة المالية^(١) ضرورة تضمين عقد الإصدار لقيود تتعلق بملكية الأصول أو المنافع أو المشروعات محل التصكيك من الجهة المستفيدة للشركة المصدرة، مفاده أن تلك الأصول أو المنافع أو المشروعات تهدف فقط لإصدار الصكوك، ولا يجوز لها أو لأي طرف من أطراف العقد التصرف في تلك الأصول عن طريق البيع، أو الرهن، أو نقل الملكية، أو أي من صور التصرف الأخرى.

وتعدُّ الشروط والأحكام التي تطلبتها الهيئة بالعقد جوهرية؛ إلّا أنه لم يُنصَّ صراحةً بقرار الهيئة على ترتيب أي بطلان للعقد جراء عدم احتوائه تلك الشروط، وبالتالي فإن^(٢) تخلفت كلها أو بعضها لا يترتب على ذلك بطلان العقد؛ حيث اعتبرها القانون بيانات تنظيمية، فلا يستتبط البطلان ضمناً، وإنما يلزم النص عليه صراحةً من المشرع لما يترتب عليه من آثار وخيمة؛ كالمساس بمراكز قانونية مكتسبة.

ونظراً لأن القانون ذاته في أكثر من موضع ذكر أن الشركة المصدرة تقوم بأداء مهامها بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، كذلك نصَّ على أن العناية المطلوبة في الشركة المصدرة هي عناية الرجل

(١) المادة السابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧٦ لسنة ٢٠١٨.

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار: دراسة في الجوانب القانونية لإدارة صناديق الاستثمار في القانونين المصري والفرنسي، (القاهرة: دار النهضة العربية، رقم إيداع ٩٩/٣٩٦٠ الرقم الدولي 3-2575-04-997-I.S.B.N، ص ٢٨.

الحريص^(١)، وحيث إن علاقة الشركة المصدرة بمالكي الصكوك ليست علاقة أبدية فشانها إلى الإنهاء أو الانتهاء وفقاً للقواعد العامة، مع جواز قيام الشركة المصدرة أن تندمج في شركة تزاوّل النشاط ذاته شريطة الحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية^(٢).

ويفترض إمكانية أن ينتهي عمل الشركة المصدرة بموجب قرار مالكي الصكوك إذا أثبتوا بالمستندات والأدلة خطأ الشركة المصدرة، ولا يكون قرارهم قراراً منفرداً، إنما يتعين عليهم الرجوع إلى الهيئة أو إلى القضاء بحسب ما تقتضيه الأحوال، وقد يكون ذلك سبباً من أسباب إنهاء الإصدار.

ويملك مالكي الصكوك في الأحوال كلها الرجوع على الشركة المصدرة بموجب المسؤولية العقدية إذا خالفت أي من الأحكام والشروط المنصوص عليها بعقد الإصدار أو بنشرة الطرح^(٣)، ومن المحتمل ألا يكون لهم الحق في الرجوع بموجب المسؤولية التقصيرية لاستقرار محكمة النقض^(٤) على أنه "... لا محل للأخذ بالمسؤولية التقصيرية؛ لأنها إهدار لنصوص العقد المتعلقة بالمسؤولية عند عدم تنفيذه بما يخل بالقوة الملزمة له.

(١) الفقرة (٣) من المادة السابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧٦ لسنة ٢٠١٨.
(٢) الفقرة (١٣) من المادة السابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٦ لسنة ٢٠١٨.

(٣) مادة (١٤٧) من القانون المدني المصري.
(٤) طعن رقم ١١١٩٥ لسنة ٨٨ قضائية، صادر بجلسة ٢٤/٣/٢٠١٩: "أن المشرع خصّ المسؤولية العقدية والمسؤولية التقصيرية كلاً منهما بأحكام تستقل بها عن الأخرى، وجعل لكلّ من المسئولين في تقنينه موضعاً منفصلاً عن المسؤولية الأخرى، فقد أفصح بذلك عن رغبته في إقامة نطاق محدد لأحكام كلّ من المسئولين، فإذا قامت علاقة تعاقدية محددة بأطرافها ونطاقها وكان الضرر الذي أصاب أحد المتعاقدين قد وقع بسبب إخلال الطرف الآخر بتنفيذ العقد، فإنه يتعين الأخذ بأحكام العقد وبما هو مقرر في القانون بشأنه باعتبار أن هذه الأحكام وحدها هي التي تضبط كلّ علاقة بين الطرفين بسبب العقد، سواء عند تنفيذه تنفيذاً صحيحاً أو عند الإخلال بتنفيذه، ولا يجوز الأخذ بأحكام المسؤولية التقصيرية التي لا يرتبط الضرور فيها بعلاقة عقدية سابقة لما يترتب على الأخذ بأحكام المسؤولية التقصيرية في مقام العلاقة العقدية من إهدار لنصوص العقد المتعلقة بالمسؤولية عند عدم تنفيذه بما يخل بالقوة الملزمة له.

و يثار التساؤل: هل من حق مالكي الصكوك إنهاء عمل الشركة المصدرة من عدمه، حيث خلا قانون سوق المال ولائحته التنفيذية عن تنظيم تلك المسألة؟

بناء على القواعد التي تحكم العلاقة بين الشركة المصدرة ومالكي الصكوك إلى جانب قواعد العقد وأحكام الوكالة وفقاً لنص المادة ١٤٧ مدني التي تقضي بأن العقد شريعة المتعاقدين، فلا يجوز نقضه ولا تعديله إلا باتفاق الطرفين أو للأسباب التي يقررها القانون، ووفقاً لما ورد في القانون المدني فإنه على الرغم من أن حق الموكل في عزل الوكيل يُعدُّ من النظام العام فإن الفقرة الثانية من المادة ٧١٥ مدني نصت على عدم أحقية الموكل في إنهاء الوكالة إذا كانت الوكالة صادرة لمصلحة الوكيل نفسه أو لصالح أجنبي، فلا يجوز للموكل أن ينهي الوكالة أو يقيد بها دون رضا ممن صدرت الوكالة لصالحه؛ وبناء عليه: فلا يمكن لمالكي الصكوك إنهاء عمل الشركة المصدرة بدون الحصول على رضاها، وأن يكون الإنهاء في وقت مناسب وبعذر مقبول لها، وإلا كانت مستحقة للتعويض جراء هذا الإنهاء المعيب من قِبَل مالكي الصكوك ما دامت لم ترتكب أية أخطاء جسيمة أو غشاً تُحاسب عليه، كما يحق للشركة المصدرة التتحي عن أداء مهامها؛ إلا أنه يُشترط أن تتتحي في وقت مناسب، وبعد الحصول على موافقة الهيئة.

وتختلف هذه الوكالة عن الوكالة المذكورة في القانون المدني التي تقوم على الاعتبار الشخصي، والذي تضاعل الأخذ به في ظل التطورات الاقتصادية وما اقتضاه عمل الشركة المصدرة وطبيعة عملية التصكيك؛ إلا أن المراكز القانونية للوكالة ما زالت قائمة، ولكنها أصبحت وكالة مأجورة كي تتلاءم مع التطورات الاقتصادية والتجارية؛ نظراً لأن جماعة مالكي الصكوك لا تكتسب الشخصية المعنوية، وهو الأمر الذي يعني أن الممثل القانون لمالكي الصكوك هو الشركة المصدرة بحيث يمكنها المثل نيابة عنهم أمام القضاء إذا

ثارت أية منازعات مع الشركة المستفيدة تتعلق بمستحققاتهم، ويرى البعض^(١) أنه في هذه الحالة لا بد من تطبيق ما ورد بنص المادة (٧٠٢) مدني^(٢) بشأن ضرورة حصول الشركة المصدرة على وكالة خاصة من مالكي الصكوك.

وتكون الإنابة الصادرة من مالكي الصكوك إلى الشركة المصدرة هي إنابة مصدرها القانون وليس العقد؛ لصريح نص المشرع على ذلك، حيث إنها تقوم بتملك الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروع محل التمويل نيابة عن مالكي الصكوك، كما أنها بصفتها وكيلًا عن مالكي الصكوك تقوم بالعديد من المهام المنصوص عليها قانونًا.

الفرع الثاني التزامات ومسئوليات الشركة المصدرة

تكون التزامات الشركة المصدرة ومسئولياتها ناتجة عن وصفها نائبًا قانونيًا عن مالكي الصكوك في متابعة استثماراتهم واستخدامها في غرض المشروع أو الأصول محل التصكيك، فاصدة في ذلك تحقيق الربح الذي يقصده مالكو الصكوك بغير ضمان، بينما تطلب المشرع الأردني^(٣) من الشركة ذات الغرض الوحيد أن تمتلك المشروع لغايات التصكيك وإصدار الصكوك الإسلامية وإدارة المشروع ومتابعة شؤونه، إلى جانب دورها في متابعة توزيع العائد على مالكي الصكوك.

وقد يمثل أداء الشركة المصدرة خطرًا من المخاطر التي تهدد إصدارات

(١) فارس محمد العجمي، رقابة سوق المال على إدارة محافظ الأوراق وصناديق الاستثمار: دراسة مقارنة بين القانون المصري والكويتي، (رسالة دكتوراه، غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٢)، ص ٢٠٤.

(٢) المادة (٧٠٢) مدني تنص على: "١- لا بد من وكالة خاصة في كل عمل ليس من أعمال الإدارة، وبوجه خاص في البيع والرهن والتبرعات والصلح والإقرار والتحكيم وتوجيه اليمين والمرافعة أمام القضاء. ٢- والوكالة الخاصة في نوع معين من أنواع الأعمال القانونية تصح، ولو لم يعين محل هذا العمل على وجه التخصيص، إلا إذا كان العمل من التبرعات. ٣- والوكالة الخاصة لا تجعل للوكيل صفة إلا في مباشرة الأمور المحددة فيها، وما تقتضيه هذه الأمور من توابع ضرورية وفقًا لطبيعة كل أمر وللعرف التجاري".

(٣) المادة (١٠) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢.

الصكوك الإسلامية حال ثبوت تهاونها واستهتارها في تدقيق المعلومات والمستندات الخاصة بالإصدار، أو لتمويل مشروعات محفوفة بالمخاطر المرتفعة استناداً على دراسات جدوى غير معبرة عن المشروع الممول، وعليه: فقد تناول القانون^(١) واللائحة التنفيذية تنظيم دور الشركة المصدرة^(٢)، ثم أضافت الهيئة بموجب القرارات الصادرة منها المزيد من الاشتراطات واللوائح المنظمة لعمل الشركة المصدرة^(٣).

ومنذ البداية تلتزم الشركة المصدرة بتحضير المسودة الخاصة بنشرة الإصدار، وتستعين في ذلك بمستشار قانوني للإصدار وآخر مالي، كما يجب عليها أولاً أن تحصل على رأي اللجنة الشرعية الفرعية للتأكد من توافق الإصدار مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

وإذا كانت شركة التصكيك سيادية فإنها تكون مسئولة عن: إعداد برنامج الإصدار، ونشرة الاكتتاب، ومشروع عقد حق الانتفاع، وإعداد كافة العقود اللازمة لعملية الإصدار، كما تقوم بتعيين البنوك المحلية أو الدولية بحسب الأحوال المسئولة عن إدارة عمليات الترويج للاكتتاب، وتعيين البنوك الدولية المعنية بالإيداع والحفظ المركزي، كما تكون الشركة المصدرة مسئولة عن تعيين مكاتب المحاماة المحلية أو الدولية لتكون مسئولة عن الجوانب القانونية للإصدار، وتعيين الوكيل أو الممثل بأي صفة قانونية طبقاً لقوانين الدول الأخرى التي ستصدر بها الصكوك^(٤).

كما تلتزم شركة التصكيك السيادي بموافاة الهيئة العامة للرقابة المالية بمتطلبات الإفصاح الخاص بنشاط الشركة الذي يتضمن أي تغيير يطرأ على مستندات تأسيس الشركة، وأي تغيير في رأس مالها المصدر أو المرخص به،

(١) المادة (١٤ مكرراً ٩) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (١٤ و ١٦ و ١٦ مكرراً ٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) المادة السادسة والسابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٧٦ لسنة ٢٠١٨.

(٤) المادة (٣) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

أو أي تغيير في عضوية مجلس الإدارة أو مديريها، كما لا بد أن يتضمن الإفصاح صورة معتمدة من القوائم المالية للشركة التي يتم إعدادها وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة الصادرة عن الجهاز المركزي للمحاسبات بعد اعتمادها منه^(١).

ومن مسئوليات الشركة المصدرة متابعة قيام الشركة المستفيدة أو من تخوله إدارة المشروع، وإعداد القوائم المالية الخاصة بالمشروع محل عملية التصكيك وتقديمها بعد مراجعتها من مراقبي الحسابات طوال عمر الإصدار، وهو التزام يفرضه قانون سوق رأس المال عليها^(٢)، كما أنه يعدُّ من مقتضيات علاقة الوكالة؛ حيث إن المادة ٧٠٥ من القانون المدني تنصُّ على أنه "على الوكيل أن يوافي الموكل بالمعلومات الضرورية عما وصل إليه في تنفيذ الوكالة، وأن يقدم له حساباً عنها"، كما قررت أيضاً محكمة النقض المصرية^(٣) "على الوكيل تنفيذ الوكالة بما تقتضيه حسن النية؛ إذ عليه أن يوافي الموكل بالمعلومات الضرورية عما وصل إليه في تنفيذ الوكالة عملاً بالمادة ٧٠٥ من القانون المدني، وذلك سواء أكانت الوكالة بأجر أم بغير أجر، فالوكيل يبقى مسؤولاً في تنفيذ الوكالة عن غشه وخطئه الجسيم.

ويمكن تلخيص مهام الشركة المصدرة والتزاماتها في النقاط الآتية:

أ- حق الإنابة: هي السلطة التي خولها إياها القانون لتمثيل مالكي الصكوك ومتابعة استثماراتهم حتى نهاية أجل الإصدار، مما يتعين عليها بموجب تلك الإنابة الموازنة بين العائد ومخاطر الاستثمار، ومتابعة الجهة المسؤولة عن إدارة المشروع المصكك والأطراف المرتبطة بالإصدار، كذلك الإشراف على تنفيذ الضوابط الاستثمارية والاقتصادية والتجارية للمشروع المصكك؛ من أجل الحفاظ على أموال مالكي الصكوك، وتجنبيهم المني بأي

(١) المادة (١٣) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١.

(٢) المادة (١٤ مكرراً ٥) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) الطعن ١١٥٣٢ لسنة ٧٥ قضائية الصادر بجلسة ٢٨/١٢/٢٠١٥.

خسارة ناتجة عن غش أو إهمال أو خطأ جسيم من أي من أطراف عملية التصكيك؛ ومن أهمهم: مدير المشروع ووكيل السداد .

بـ حق إنابة الغير: طبقاً للقواعد العامة للإنابة يمكن للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك إنابة غيرها في أداء بعض من مهامها، وألا تكون ضامناً لمن أنابته إذا وافق الموكل أو مالكو الصكوك على شخص المناب له، وفي الواقع تقوم الشركة المصدرة بإظهار من تنبيهه لأداء بعض مهامها بنشرة الطرح، وبموجب اكتتاب مالكي الصكوك يُعد ذلك إقراراً ضمناً منهم على الموافقة على شخص المناب له، حيث أرست محكمة النقض مبدأ قانونياً^(١) وهو: "الوكيل إنابة غيره فيما وكّل فيه أو جزء منه ما لم يكن ممنوعاً من ذلك بنص خاص في سند وكالته، (م ٧٠٨ / ١ مدني)؛ وأثره: قيام علاقة مباشرة بين نائب الوكيل و الموكل ينصرف بموجبها إلى الأخير كافة التصرفات التي يبرمها النائب متى تحققت شروط إعمال ذلك الأثر".

أما في حال عدم السماح لها بالإنابة تكون الشركة المصدرة في هذه الحالة ضامناً لمن أنابته بصفته أصيلاً^(٢)، واتجهت محكمة النقض الفرنسية بضرورة قيام النائب بمتابعة من يفوضه؛ حيث إنها قضت بأنّ الوكيل الذي أناب عنه غيره في تنفيذ مهمته، مع تصريح الموكل له بذلك، يظل ملتزماً بمراقبة نائبه بتنفيذ الوكالة على أحسن وجه^(٣).

وطبقاً للمادة ٧٠٨ من القانون المدني يجوز للموكل أن يرجع بدعوى مباشرة على النائب بوجه عام وتعويض الضرر الناشئ من خطئه، وأيضاً

(١) الطعن رقم ٦٧١٧ لسنة ٦٦ قضائية الصادر بجلسة ٢٠٠٨/٢/١٤.

(٢) تقرر محكمة النقض الفرنسية أنه طبقاً للمادة (١٩٩٤) من القانون المدني: "يكون الوكيل مسئولاً أصلياً في مواجهة الموكل، كما لو كان العمل صادرًا منه شخصياً، ويصبح الوكيل ومن حلّ محله متضامنين في المسؤولية"، وهذا ما نص عليه القانون المدني المصري، وكذلك قضت به محكمة النقض المصرية. مشار لدى: سامي عبد الباقي أبو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول: دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٥٠.

(٣) محمود مصطفى حسن محمد، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، (رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة)، ص ٤٠.

يجوز لنائب الوكيل أن يرجع على الموكل بدعوى مباشرة، وقد قضت محكمة النقض المصرية بأحقية الوكيل من الباطن في أن يرجع على الموكل بدعوى مباشرة يطالبه بالتعويضات والمصروفات والأجر، وذلك في حدود ما للوكيل الأصلي لدى الموكل^(١).

وقد غفل قانون سوق رأس المال عن تنظيم كل جوانب إنابة الشركة المصدرة عن مالكي الصكوك، وعليه: فإنه تطبيقاً لمبدأ "العقد شريعة المتعاقدين" يكون ما تمّ الاتفاق عليه بنشرة الاكتتاب من التزامات ومسئوليات على الشركة المصدرة وإنابتها لأي شخص آخر بأداء كل أو بعض من مهامها- هو الأساس التعاقدية الذي يحكم علاقة الإنابة، مع الأخذ بالاعتبار الشخصي والاعتبار الموضوعي مدى ارتباط أمر الإنابة بالشركة المصدرة في أداء عملها.

ج- إتمام المهام وفق عناية الرجل الحريص:

نظراً لأن عمل الشركة المصدرة في جوهره عمل ذهني، يتجسد في اتخاذ الإجراءات اللازمة ومتابعة إصدار الصكوك الإسلامية حتى نهاية أجله بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، وحيث إنه لم تكن عناية الرجل الحريص من متطلبات الوكيل طبقاً للقانون المدني^(٢)، إلا أنه لخطورة نشاط الاستثمار عبر الصكوك الإسلامية فلا يمكن الاعتماد على مفهوم الوكيل وفق عناية الرجل المعتاد؛ لأنها لا تصلح لوصف طبيعة مسؤولية الشركة المصدرة، فلا يكون بمقدور الرجل العادي أن يحدد اختياراته أو تتوافر فيه الكفاءة والمهنية المطلوبة لإدارة إصدارات الصكوك الإسلامية التي قد تصل قيمتها لمليارات الدولارات، فإنها تحتاج إلى شخص ذي خبرة بواطن الأمور المالية وطبيعة الشركات والمشروعات الراغبة في التمويل.

(١) حكم نقض (نقض مدني في ١٩ نوفمبر سنة ١٩٦٨ مجموعة أحكام النقض لسنة ١٩ رقم ٢٠٨ صفحة ١٣٨٦) مشار إليه في: السنهوري، ج٧ ص ٦٢٦ هامش (٢).
(٢) وفقاً للمادة (٢/ ٧٠٤) من القانون المدني المصري: "١-...، ٢- فإن كانت بأجر وجب على الوكيل أن يبذل في تنفيذها عناية الرجل المعتاد".

لذا استند القضاء على معيار الرجل الحريص عند الفصل في المنازعات المتعلقة بمجال الاستثمار في الأوراق المالية؛ لأن الاستثمارات بسوق الأوراق المالية هي استثمارات محفوفة بالكثير من المخاطر؛ مثل: مخاطر السوق، ومخاطر الأعمال، والمخاطر المالية، ومخاطر القوة الشرائية، ومخاطر معدلات الفائدة، والمخاطر السياسية، ومخاطر الصناعة، ومخاطر الرفع المالي، ومخاطر الرفع التشغيلي، ومخاطر السيولة، ومخاطر الإفلاس، وبالتالي: فإن خبرة القائمين على إدارة الشركة المصدرة تُعدُّ من العوامل المؤثرة في طبيعة الاستثمار؛ حيث يُشكّل غيابها خطراً إدارياً يؤدي إلى مخاطر غير منتظمة، وعليه: فإذا اتبعت الشركة المصدرة القواعد المعمول بها وترتبت بالرغم من ذلك أية خسارة لمالكي الصكوك فلا جزاء عليها، كما لا تكون الشركة المصدرة ضامنة لأي عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك، إلا في حالات التقصير أو الإخلال بأحكام القانون أو مخالفة شروط نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات^(١).

كما نصَّ القانون على أن شركات الأموال أو الشركات المختلطة عليها عبء تعويض المضرور حتى ولو تجاوز ممثلو هذه الشركات لحدود السلطات الممنوحة إليهم^(٢)، ويدفعنا ذلك إلى القول بأن أي خطأ تقوم به الشركة المصدرة تتحمّله على الفور؛ لأنها تلتزم بتعويض الغير أولاً، ولا يكون لحسن أو لسوء نية الغير اعتبار في هذا المقام، وتُعفى الشركة المصدرة من المسؤولية طبقاً للقواعد العامة؛ حيث تنص المادة ١٤٧ فقرة ٢ من القانون المدني على "... ومع ذلك إذا طرأت حوادث استثنائية عامة لم يكن في الوسع توقعها، وترتب على حدوثها أن تنفيذ الالتزام التعاقدية وإن لم يصبح مستحيلًا، صار مرهقاً للمدين بحيث يُهدّده بخسارة فادحة، جاز للقاضي -تبعاً للظروف وبعد الموازنة بين مصلحة الطرفين- أن يردّ الالتزام المرهق إلى الحد

(١) المادة (١٤ مكرراً ١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (٥٥) من قانون الشركات المساهمة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

المعقول، ويكون كل اتفاق على خلاف ذلك باطلاً؛ فعلى سبيل المثال: يمكن إعفاء الشركة المصدرة من تعويض الخسائر الناشئة عن التغيرات التي تحدث في السوق شريطة تتصف هذه التغيرات بأنها غير متوقعة؛ وذلك مثل: الانخفاض الطارئ في قيمة موجودات عملية التصكيك.

ونرى أنه يجب أن تبطل أي شروط ترد في نشرة الطرح تقضي بإعفاء الشركة المصدرة من مسؤوليتها أو تخفض الاكتفاء بمزاولتها للعمل طبقاً لعناية الرجل العادي وليس الحريص، أو إعفائها من مسؤوليتها عن الغش أو الخطأ الجسيم الذي يقع من أشخاص تستخدمهم؛ لصراحة ما ورد بالمادة ١٤ مكرر ١ من قانون سوق رأس المال التي تلزم أطراف عملية التصكيك بالضمان في حالات التقصير أو الإخلال بالقانون أو مخالفة شروط نشرة الطرح.

□ د. أتعاب الشركة المصدرة:

أتعاب الشركة المصدرة هي من المعلومات الجوهرية التي يجب تضمينها لنشرة الطرح، ويطبَّق

بشأن تحديد الأتعاب مبدأ: (العقد شريعة المتعاقدين)، بحيث يكون مقدارها معيناً بما يتماشى مع العرف والعادات المهنية، حيث تحصل الشركة المصدرة على أتعابها بشكل دوري أو مقطوع بحسب ما يتم النص عليه بنشرة الطرح، كما يخضع أمر تحديد الأتعاب لرقابة الهيئة^(١)، لذا: فإن أي تعديل في تقدير أتعاب الشركة المصدرة بعد قفل باب الاكتتاب يستلزم الحصول على موافقة جماعة مالكي الصكوك والهيئة التي تتأكد من وجود التناسب بين قيمة الأتعاب التي تحصل عليها الشركة المصدرة مقارنة بقيمة الاستثمارات في الإصدار التي تديره، وفي حالة ما إذا وجدت أن هناك مغالاة في تقدير الأتعاب تتدخل بتعديلها لهذا التقدير، مع مراعاتها النظر والتدقيق في النموذج المالي للإصدار

(١) كانت أتعاب شركة ثروة للتصكيك والمصدرة لأول صك مضاربة مُحددًا بالنشرة المنشورة على موقع الهيئة العامة للرقابة المالية على أساس نسبة ٠.٢٠% (عشرون من مائة في المائة) سنوياً من إجمالي الرصيد القائم للقيمة الحالية للمحافظ محلّ المشروع في بداية كل شهر.

الذي يُظهر ما إذا كانت الأتعاب التي تحصل عليها الشركة المصدرة هي أتعاب معقولة من عدمه، ولكن الهيئة لا تستند على أية قواعد قانونية بتدخلها إلا أنها تحافظ على السوق، وفي حقيقة الأمر فإن عمل الشركة المصدرة في حكم الوكيل المحترف، وتحديد أتعاب الوكالة متروك لعقد يحكمه إرادة أطرافه، وعليه: لا تملك السلطة القضائية -أيضاً- تقدير الأتعاب^(١)؛ لأن ذلك يعدُّ تحميل الإصدار بأعباء إضافية، كما يعدُّ تعديلاً لنشرة اكتتاب الإصدار، وبجانب الأتعاب التي تستحقها الشركة المصدرة فإنها تتقاضى كافة المصروفات التي تقوم بصرفها على الإصدار، ويرى البعض أن ترك المشرع المصري أمر تحديد الأتعاب التي تحصل عليها الشركة المصدرة للتفاوض وفق مبدأ "العقد شريعة المتعاقدين" يؤدي إلى زيادة السيولة وكفاءة السوق^(٢).

وهناك عدة ضمانات تستطيع الشركة المصدرة من خلالها الحصول على أجرها؛ فلها حق الحبس لما يكون تحت يدها وفقاً لنص المادة ٢٤٦/٢ من القانون المدني التي تنص على "١-...٢- ويكون ذلك بوجه خاص لحائز الشيء أو محرزها، إذا هو أنفق عليه مصروفات ضرورية أو نافعة، فإن له أن يمتنع عن رد هذا الشيء حتى يستوفي ما هو مستحق له، إلا أن يكون الالتزام بالرد ناشئاً عن عمل غير مشروع"، وعلى ذلك: فإن حق الشركة المصدرة في حبس ما يكون تحت يدها مقتصر على عدم إتيانها فعلاً غير مشروع.

كما نرى أن للشركة المصدرة حق امتياز ضماناً لحقوقها وفقاً لما تقضي به المادة ١١٤٠ مدني مصري، كما يكون لها الحق في التمسك بالمقاصة

(١) مادة (١٥٠) من القانون التجاري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩، ١-...٢-...٣-...٤- استثناء من أحكام الفقرة الثانية من المادة (٧٠٩) من القانون المدني إذا اتفق على أجر الوكيل التجاري فلا يخضع هذا الأجر لتقدير القاضي.

(٢) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٢م، ص٥٦٤، ٥٦٥.

القانونية طبقاً للمادة ٣٦٢ / ١ مدني مصري^(١).

وعموماً: تختلف الضمانات التي يمكن للشركة المصدرة أن تستخدمها لاستيفاء حقوقها باختلاف طبيعة موجودات عملية التصكيك، ولمعرفة مدى قدرتها على استخدامها يمكن تحليل الأصول التي يمكن تصكيكها على النحو الآتي:

أ. بالنسبة للأوراق المالية: نتفق على ما حمله الباحثون السابقون من عدم القدرة على استعمال حق الحبس بشأن الأوراق المالية، حيث غالباً ما يتم استثمار الأموال غير المستثمرة في المشروع المصكك في أدون خزانة لانقضاء طبيعتها المادية بعد حفظها مركزياً، أما بشأن حق الامتياز فنؤيد ما ساقه أحد الباحثين^(٢) من عدم قدرة الشركة على استخدامه؛ فحق الامتياز العام أو المعين المقرر على المنقول المعنوي يجب النص عليه قانوناً^(٣).

ب. بالنسبة للأصول العقارية: فإن للشركة المصدرة الحق في استعمال حق الحبس بشأن ما أنفقته من مصروفات تخص هذه العقارات، أما بشأن حق الامتياز فإنه ليس لها الحق في استعماله؛ حيث إن حق الامتياز من الحقوق التي يقررها القانون^(٤) بموجب نص عام أو خاص، وهذا غير متحقق بالفعل معها.

ولكن لا يمكن أن تتم التسوية والمقاصة عن طريق الشركة المصدرة وحدها؛ حيث لا يتصور ذلك عملياً لوجود وكيل السداد المفتوحة لديه حسابات الإصدار والمسئول عنها في ضوء الشروط والأحكام الواردة بنشرة الطرح، ومع غياب الحالات العملية لحدثة الصكوك الإسلامية بجمهورية مصر العربية لا يمكن أن تقوم الشركة المصدرة باستخدام حق المقاصة بدون

(١) المادة (٣٦٢) من القانون المدني "١- للمدين حق المقاصة بين ما هو مستحق عليه لدائنه وما هو مستحق له قبل هذا الدائن، ولو اختلف سبب الدينين إذا كان موضوع كلي منهما نقوداً أو مثليات متحدة في النوع والجودة، وكان كل منهما خالياً من النزاع مستحق الأداء صالحاً للمطالبة به قضاء".
(٢) فارس محمد العجمي، رقابة سوق المال على إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢١٦.
(٣) المادة (١١٣٠) من القانون المدني المصري.
(٤) المادة (١١٣٠) من القانون المدني "١- الامتياز أولوية يقررها القانون لحق معين مراعاة منه لصفته. ٢- ولا يكون للحق امتياز إلا بمقتضى نص في القانون".

الرجوع للهيئة والجهات المختصة في الفصل في أي نزاع قد ينشأ بسبب أو بمناسبة الإصدار.

الفرع الثالث

التزامات الشركة المصدرة بتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية وتجنب تعارض المصالح

بعد أن تعرفنا على التزامات الشركة المصدرة ومسئولياتها في إدارة إصدار الصكوك الإسلامية وفق عناية الرجل الحريص، يتعين علينا بيان التزاماتها بتطبيق قواعد الإفصاح ومراعاتها لشفافية وصحة المعلومات التي تستخدمها أو تنشرها على مالكي الصكوك وغيرهم، ومدى قدرتها على الحد من تعارض المصالح وذلك من خلال استعراض النقاط الآتية:

أ- الالتزام بالإفصاح:

يقصد بالإفصاح نشر المعلومات والتقارير والبيانات والإعلان عنها لمالكي الصكوك ولجمهور المستثمرين وللجهات الرقابية وحملها لهم عبر وسائل تطلبها المشرع؛ بحيث تمكنهم من الاطلاع عليها، ويتحقق الإفصاح بصورة دورية أو بصورة فورية بشأن أحداث استثنائية^(١)، وأهمية الإفصاح تكمن في توفير المعلومات بهدف تحقيق المساواة والعدالة بين جمهور المتعاملين مع الشركة المصدرة، وقد تطلبت اللائحة التنفيذية للقانون^(٢) صراحة على التزام الشركة المصدرة بالإفصاح عن أي تغيير في أطراف عملية التصكيك أو أي بند من بنود عقد الإصدار أو نشرة الطرح، كما فرضت عليها تقديم تقرير ربع سنوي عن متابعة الاستثمارات واستخدامها في الأغراض التي صدرت من أجلها وتواريخ توزيع عائد الصكوك، كما يتطلب من الشركة المصدرة الإفصاح الفوري عن أي أمر محتمل وغير مؤكد الوقوع، والتزام الطرف المستقل في هذا المقام هو التزام قانوني، إلا أنه يُترجم في مجال سوق المال بالتعاقدات المختلفة التي تتضمن ما سنه المشرع من قواعد أمره بهدف استقرار سوق رأس المال وتحقيق التوازن بين المتعاملين فيه^(٣)،

(١) عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، (القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٦)، ص ١٩٦.

(٢) المادة (١٦ مكرراً ٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) سامي عبد الباقي أبو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول: دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ٤٥.

مع الأخذ في الاعتبار مبدأي: "العقد شريعة المتعاقدين"، و "حسن النية في تنفيذ التعاقدات"^(١).
وقد لخص البعض الالتزام بتطبيق مبدأ حسن النية في الإفصاح (٢) بما يأتي:

- **الالتزام بالإعلام:** أي إعلام المتعاقدين بكافة الشروط والأحكام التي تحكم نشرة الطرح.

- **الالتزام بالتبصير:** أي تقديم النصيحة؛ فإفصاح الشركة المصدرة عن كل المعلومات المرتبطة بالإصدار يجعلها بمنزلة الأساس لشروع المكتتب في المبادرة بالاكتتاب المبني على علمه بأحكام نشرة الطرح وشروطها.

- **الالتزام بالتنبيه:** وتتناول تبصير المكتتب بالمخاطر المرتبطة بالاستثمار بالصكوك الإسلامية حتى يكون على بينة وعلم قبل إتمام اكتتابه في الصكوك، وغالباً يتم تضمينها بنشرة الطرح.

لذلك ينبغي على الشركة المصدرة بيان ما قامت به من دراسات فنية ومالية وقانونية لكل إصدار، ويكون لإدارة الهيئة سلطة مراجعة ومطابقة المعلومات المطروحة أمامها بنشرة الطرح؛ للتأكد من تماشيها مع القوانين واللوائح المعمول بها في هذا الشأن، وقد تنبّهت النظم القانونية بأهمية الإفصاح، وتطلبت أن تكون على مرأى المكتتبين ومسمعهم، وقد تحفظ البعض على القيام بالإفصاح المبالغ فيه؛ لأنه يضعف أداء الإصدارات، الأمر الذي جعل أصحاب هذا الرأي يخفون من وطء هذا الإفصاح المبالغ فيه^(٣).

وتتنوع صور الإفصاح الدوري الذي يتعين على الشركة المصدرة

(١) المادة (١٤٨) من القانون المدني المصري.

(٢) فارس محمد العجمي، "رقابة سوق المال على إدارة محافظ الأوراق وصناديق الاستثمار"، مرجع سابق، ص ١٨٨، خالد جمال أحمد، الالتزام بالإعلام قبل التعاقد، (القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٣)، ص ١٠١، سهير منتصر، الالتزام بالتبصير، دار النهضة العربية، ١٩٩٨، ص ٧ وما بعدها.

(٣) نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، (رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة)، ص ٣٤، ٣٥.

إعداده؛ سواء بتقديم القوائم المالية أو التقارير المطلوبة وفق القانون ولائحته التنفيذية وقرارات الهيئة أو التي تنص عليها نشرة الطرح، والتي تتمثل في:

١- إعداد القوائم المالية السنوية والدورية وفقاً لمعايير المحاسبة التي يصدر بها قرار مجلس إدارة الهيئة، وأن يتولى مراقب الحسابات أداء مهامه وفقاً لمعايير المراجعة التي يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة، وتلتزم الشركة بإعداد القوائم المالية السنوية خلال فترة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية، وإعداد القوائم المالية الدورية خلال ٤٥ يوماً على الأكثر من تاريخ انتهاء الفترة المالية، مرفقاً بها تقرير الفحص المحدود.

٢- إخطار الهيئة بالقوائم المالية السنوية وتقرير مراقب الحسابات قبل شهر من التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العامة للشركة، وللهيئة فحص الوثائق المشار إليها وإبلاغ الشركة ملاحظاتها (حال وجودها)، وتطلب إعادة النظر في الوثائق المشار إليها بما يتفق ونتائج الفحص، فإذا لم تستجب الشركة لذلك التزمت عند نشر القوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات بأن ترفق بهما ملاحظات الهيئة والتعديلات التي طلبتها.

٣- إصدار تقرير دوري إلى كل من الهيئة وجماعة حملة الصكوك تفصح فيه عن جودة الأصول المصككة.

٤- إخطار ممثل جماعة مالكي الصكوك عن أية بيانات أو معلومات تؤثر تأثيراً جوهرياً على الصكوك أو على سير إنجاز المشروع وعن الإجراءات التي اتخذها لمواجهة ذلك، على أن يتم الإفصاح خلال ثلاثة أيام عمل.

٥- موافاة الهيئة بنسخة من محاضر اجتماعات مجالس الإدارة والجمعيات العامة خلال سبعة أيام عمل من تاريخ انعقاد تلك الاجتماعات.

ويبين الإفصاح عن طريق القوائم المالية في بعض الأحيان التحذير بشأن واقعة مهمة في أداء الشركة المصدرة أو قيامها بعمل يخالف السياسة الاستثمارية لنشرة الطرح، كذلك فهو وسيلة لتقييم أداء الشركة المصدرة

والمشروع المصكك^(١).

كما نص المشرع^(٢) على التحذير من القيام بنشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أو غير مدققة، أو حجب أية بيانات أو معلومات تكون جوهرية، ولحرص القانون على سرية المعلومات رتبَّ الجزاء الجنائي كالحبس مدة لا تقل عن سنتين، وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد عن عشرين مليون جنيه، أو إحدى هاتين العقوبتين لكل من أفشى سرًّا اتصل به بحكم عمله أو حقق نفعًا له أو لزوجته أو لأولاده القصر^(٣).

بـ الالتزام بتجنب تعارض المصالح:

إلى جانب واجب الإفصاح المفروض على الشركة المصدرة بموجب القانون والقرارات، يقع عليها التزام آخر وهو عدم إتيانها بأفعال تؤدي إلى تعارض المصالح، وقد تزايدت الهيئة^(٤) في ذلك الأمر في بادئ الأمر حيث تطلبت أن تكون الشركة المصدرة مستقلة عن الجهة المستفيدة أو أي من أطرافها المرتبطة بما لا يؤدي إلى تعارض المصالح، ووجود هذا الشرط شكّل إعاقة لدى بعض المؤسسات المالية التي تقوم بتمويل مشروعات الشركات التابعة أو الشقيقة لها، إلى جانب أن هذا الشرط لم يكن منصوصاً عليه قانوناً لأدوات مالية أخرى تتشابه طبيعتها مع الصكوك الإسلامية؛ مثل: التوريق وصناديق الاستثمار، وقد خففت الهيئة من شرط الاستقلال؛ حيث إنها سمحت باستعانة الشركات المستفيدة المرتبطة بالشركة المصدرة عند قيام الأخيرة بمهامها شريطة أن يكون طرح الصكوك خاصاً، مع ضرورة تعيين طرف مستقل حتى يكون بمثابة الرقيب على نزاهة وحيدة الشركة المصدرة والشركة المستفيدة لحماية مصالح مالكي الصكوك.

(١) المادة (١٦ مكرراً ٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) الفقرة (١٠) من المادة (١٨٣ مكرراً ٢٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٣) المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) الفقرة الثانية من المادة السابعة من القرار ١٧٦ لسنة ٢٠١٨.

ونرى أن طلب الهيئة باستقلال الشركة المصدرة عن الشركة المستفيدة وفق ما جاء بقرارها رقم ١٧٦ لسنة ٢٠١٨ مردود عليه بالآتي:

أولاً: أن قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية أتاحت لشركات التوريق أن تصدر سندات توريق لشركات محيلة مرتبطة بها، وحتى عندما تطلبت الاستقلال كان بشرط يمكن تطبيقه، وذلك قبل تعديل اللائحة؛ حيث كان يحظر على شركة التوريق أن تعقد اتفاقاً لحوالة محفظة توريق مع محيل تزيد مساهمته؛ سواء كان منفرداً أو مع مجموعة مرتبطة على ٢٠% من رأس مالها، و غالباً ما كانت الهيئة تقوم بالإعفاء من هذا الشرط لمجارة السوق، وترتب على ذلك إلغاء المادة^(١) رقم ٣٠٢ من اللائحة التنفيذية بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٢١٦ لسنة ٢٠١٩ .

ثانياً: يسمح القانون^(٢) بوجود ارتباط بين شركات صناديق الاستثمار والشركات التابعة لها؛ حيث يجوز الاستثمار في الأوراق المالية الصادرة عن مجموعة مرتبطة بحيث لا يزيد هذا الاستثمار عن ٢٠% من صافي أصول الصندوق.

ثالثاً: أن الارتباط بين الشركة المصدرة والشركة المستفيدة هو أمر لم تقره التشريعات المقارنة؛ فوفق التشريع الأردني تقوم الشركة الراغبة في التمويل بتأسيس الشركة ذات الغرض الوحيد^(٣) التي تماثل في عملها الشركة المصدرة وفق القانون المصري، وبالتالي: تطلب الاستقلال من الهيئة العامة

^(١) تنص المادة (٣٠٢) من اللائحة التنفيذية الملغاة على: "يجوز أن تكون ملكية أي نسبة من أسهم شركة التوريق لأمين حفظ أو لمن يختاره أو من يرتبط معه باتفاق أو يكون معه مجموعة مرتبطة، على أن يتم الإفصاح عن ذلك للهيئة عند تقديم طلب تأسيس شركة التوريق، ويحظر على شركة التوريق أن تعقد اتفاقاً لحوالة محفظة توريق مع محيل تزيد مساهمته، سواء كان منفرداً أو مع مجموعة مرتبطة على (٢٠%) من رأس مالها، ولمجلس إدارة الهيئة إعفاء شركة التوريق من ذلك القيد لظروف وأسباب يقدرها، ويقصد بالمجموعة المرتبطة الأشخاص الذين يخضعون للسيطرة الفعلية لنفس الأشخاص الطبيعيين، أو لذات الأشخاص الاعتبارية، أو أولئك الذي يجمع بينهم اتفاق يتعلق بالمساهمة في شركة توريق".

^(٢) الفقرة (٧) من المادة (١٧٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

^(٣) المواد (٢) و(٢٠) و(٢١) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢ .

للمراقبة المالية في بادئ الأمر هو تزيُّد غير مطلوب؛ لأن إصدارات الصكوك الإسلامية تخضع لعدد من الجهات الرقابية؛ سواء الشرعية أو المالية أو القانونية، وبإمكانها أن تمنع ظهور أي تعارض للمصالح، ونرى أنه كان الأحرى على المشرع المصري أن يعطي دوراً أكبر لمنظم الإصدار بدلاً من تعيين الطرف المستقل.

ويتلخص دور الطرف المستقل الذي من الممكن أن يكون وكيل السداد في عدة مهام؛ هي كالاتي^(١) :

١- متابعة الجهة المصدرة بتوزيع عوائد الصكوك، وأداء القيمة الاستردادية للصكوك بالتواريخ المحددة لذلك في نشرة الطرح.

٢- متابعة التزامات شركة التصكيك الواردة بمذكرة المعلومات وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية.

٣- دعوة جماعة مالكي الصكوك للاجتماع كلما كان ذلك ضرورياً، أو بناء على طلب كتابي من مالكي الصكوك، بحيث لا تقل نسبة الصكوك الاسمية المملوكة لهم عن (١٠%) من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار.

٤- حضور اجتماعات الجهة المصدرة للصكوك واجتماعات مالكي الصكوك.

٥- مراقبة أي تجاوز أو تقصير أو تصرف يخالف شروط نشرة الإصدار وأحكامها، أو أية مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها، وإبلاغ جماعة مالكي الصكوك بذلك.

٦- تقديم تقرير للهيئة مرفق به تقرير مراقب حسابات من بين مراقبي الحسابات المقيدين لدى الهيئة عن مدى توافر النظام المحاسبي والدورة المستندية لإدارة عملية التصكيك التي تتناسب مع عمليات التصكيك.

(١) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٩٩) لسنة ٢٠٢٠ بتاريخ ٢٣/٦/٢٠٢٠ بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٧٦) لسنة ٢٠١٨.

- كذلك تطلبت الهيئة من كل من شركة التصكيك ووكيل السداد أو الطرف المستقل لضمان الحيطة مهاماً أخرى تتلخص فيما يأتي:
- ١- إصدار تقرير دوري إلى الهيئة وجماعة مالكي الصكوك، يتم الإفصاح فيه عن جودة الأصول المصككة.
 - ٢- تجديد التصنيف الائتماني للأصل أو محفظة الأصول من إحدى شركات التصنيف الائتماني التي تعتد بها الهيئة.
 - ٣- الإفصاح الفوري عن أي حدث جوهري من شأنه التأثير على التدفقات النقدية للأصل أو العوائد المستحقة لمالكي الصكوك.
 - ٤- الإفصاح الفوري عن أية حالة من حالات تعارض المصالح.

المطلب الثاني دور الجهة المستفيدة والتزاماتها

يطلق المشرعون في باقي التشريعات المقارنة المنظمة لإصدار الصكوك الإسلامية على الشركة المستفيدة اسم الشركة المصدرة Originator؛ كالتشريع الأردني^(١)، أما في التشريع المصري فسجد أن الجهة المستفيدة هي الجهة التي تحتاج إلى السيولة Originator؛ لذا تقوم بإعداد دراسة جدوى معتمدة من مستشار مالي مستقل، وتقدمها للشركة المصدرة - أي شركة التصكيك - التي تنظم الإجراءات والتعاقدات اللازمة للبدء في اختيار صيغة الصك الإسلامي المناسب لتمويل المشروع، وتنظم إجراءات نقل ملكية الأصل المصكك أو منفعه من الشركة المستفيدة لشركة التصكيك بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك.

وقد عرّف المشرع المصري الجهة المستفيدة^(٢) بأنها الشخص

(١) المادة (١٠) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (٣٠) لسنة ١٩٩٢؛ حيث جعل الشركة التي ترغب في إصدار الصكوك من خلال شركة ذات غرض خاص أنها الشركة المصدرة.

(٢) المادة (١٤) مكرراً من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الاعتباري المستفيد من التمويل عن طريق استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك وما تتحول إليها من أموال، وتشمل: الأعيان والمنافع والخدمات والنقود والديون وغيرها من الحقوق المالية، وقد حدد الجهات المستفيدة^(١) التي يمكنها تمويل مشروعاتها عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية؛ وهي: أ. شركات المساهمة الخاضعة لأحكام هذا القانون، أو قانون شركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم، والشركات ذات المسؤولية المحدودة، وشركات الشخص الواحد الصادر بالقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ التي يسمح نظامها الأساسي بذلك.

ب. البنوك التي يسمح نظامها الأساسي بذلك، بعد موافقة البنك المركزي المصري.

ج. الهيئات العامة وغيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة، بعد موافقة مجلس الوزراء بناءً على عرض وزير المالية وبمراعاة حكم المادة (١٤ مكرراً - ٨) الواردة في قانون سوق رأس المال.

د. مؤسسات التمويل الدولية أو الإقليمية، بعد موافقة مجلس إدارة البنك المركزي المصري.

وقد أتاح المشرع إمكانية إضافة جهات مستفيدة أخرى بموجب قرار يصدر من مجلس إدارة الهيئة، وتختص بوضع الشروط والإجراءات اللازمة للموافقة على إصدار الصكوك إذا كانت الجهات المستفيدة مؤسسات تمويل دولية أو إقليمية، ويؤخذ على المشرع المصري تطلبه صراحة قصر التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية على الشركات المساهمة المصرية المؤسسة، وفقاً لقانون سوق رأس المال أو لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١؛ وهذا معناه أنه لن يسمح لأي شكل من أشكال الشركات الأخرى كشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وغيرها من أنواع الشركات، أن

(١) المادة (١٤ مكرراً ٦) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

تقوم بتمويل مشروعاتها عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية.

وكان على المشرع المصري إتاحة الحق في التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية لكل أشكال الشركات؛ وذلك لإتاحة الفرصة أمام الشركات التي لا تصدر أية أوراق مالية؛ كالأسهم والسندات، أو تزيد قيمة رأس مالها عن طريق الاكتتاب العام؛ كالشركات ذات المسئولية المحدودة، لتعلق المنع بالنظام العام؛ وعليه: فتعديل النص سيزيل أي لبس، ويتيح التمويل لكل أشكال الشركات خاصة، وأن كثير من هذه الشركات تمتلك مشروعات حقيقية وتساهم بحصة لا يستهان بها في الاقتصاد القومي، كذلك لا يكون من الوجهة استبعاد شركة التوصية بالأسهم نظراً لكونها من أشكال الشركات التي خصها المشرع المصري بقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لمزاولة الأنشطة المرتبطة بالأوراق المالية والأنشطة المالية غير المصرفية^(١).

ويتعين على الشركة المستفيدة حتى تستطيع إصدار الصكوك أن تقوم بالآتي:

- أ. التعاقد مع منظم للإصدار يتولى الإشراف على إعداد جميع المستندات والإجراءات والتعاقدات، ويتولى التعامل مع الهيئة في شأنها.
- ب. الحصول على موافقة الجمعية العامة غير العادية على عقد إصدار الصكوك والتعهدات المرتبطة به، والالتزامات المترتبة عليه.
- ج. تقديم نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات إلى الهيئة وفق البيانات المنصوص عليها بالقانون^(٢).

ويكون للهيئة تقدير تحديد الحد الأقصى والأدنى لإصدارات الصكوك الإسلامية التي تقوم بها الجهات المستفيدة، التي من الممكن أن تكون بنكاً أو

(١) المادة (١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) بيانات نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات واردة بالمادة (١٤ مكرراً ٩) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أو المادة (١٦ مكرراً ١) من اللائحة التنفيذية للقانون.

هيئة من الهيئات العامة، أو الأشخاص الاعتبارية العامة، فيجب ألا يقل مبلغ الإصدار عن ٥٠ مليون جنيه أو ما يعادلها من العملات الأجنبية، وألا يزيد عن الحد اللازم لتمويل المشروع الموضح بدراسة الجدوى، وبالنسبة للهيئات والمنظمات الدولية والإقليمية يجب ألا يقل الإصدار عن ١٠٠ مليون جنيه أو ما يعادلها من العملات الأجنبية، وألا يزيد عن متوسط إصدارات المؤسسة لأدوات الدين في السنوات الخمس السابقة على طلب الإصدار^(١).

وتلتزم الشركة المستفيدة طبقاً للقانون^(٢) بأداء ناتج قيمة الصكوك لمالكيها، وتتعهد بشراء موجوداتها القائمة في نهاية أجلها، كما يجوز لها أن تقوم بشراء هذه الموجودات قبل نهاية مدة الصكوك في حالة الاستهلاك المبكر، على أن يتم تحديد الضوابط التي يتم على أساسها احتساب قيمة الاسترداد بنشرة الطرح.

وعملياً عند إطلاق أول إصدار صكوك إسلامية بصيغة المضاربة في جمهورية مصر العربية أثير الجدل عن المقصود بعبارة: "بالتزام الشركة بأداء ناتج قيمة الصكوك في نهاية أجلها لمالكيها"، فمن ظاهر النص يتعارض هذا الالتزام مع ما هو منصوص عليه بشأن حظر تضمين صيغ العقود المرتبطة بالإصدار لأي نص يفهم منه ضمان حصة مالك الصك في رأس المال أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب لقيمة الصك، كما أن الالتزام بأداء ناتج الصكوك لمالكيها في نهاية أجل الصك لا يتماشى مع معايير الشريعة الإسلامية التي ترفض الضمان؛ لذا يتعين على المشرع إما تعديل هذه المادة من القانون، أو أن تقوم الهيئة بتفسيره تفسيراً واضحاً.

ونظراً لأن الشركة المستفيدة هي صاحبة فكرة المشروع أو النشاط المراد تمويله عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية ومسئولة عنه، لذا تطلب

(١) المواد الخامسة والسادسة والسابعة والثامنة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٥٠ لسنة ٢٠١٩.

(٢) المادة (١٤ مكرراً ١٨) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

المشرع أن تكون طرفاً في جميع العقود الخاصة بالإصدار، و لم يضع المشرع حظراً على قيام الشركة المستفيدة بإدارة المشروع أو النشاط المصكك، وقد أصاب المشرع في ذلك؛ لالتزامها بالإفصاح وإخطار الهيئة طوال عمر الإصدار بأية متغيرات يكون لها تأثير على إصدار الصكوك^(١)، ويختلف المشرع المصري عن نظيره الأردني؛ حيث إن المشرع الأردني^(٢) قد اختص إدارة المشروع للشركة ذات الغرض الخاص وهي في حالتنا شركة التصكيك، ونرى أن المشرع المصري جاء متفوقاً في تركه أمر إدارة المشروع غير محدد، وإن كنا نفضل أن تقوم الشركة المستفيدة بإدارة المشروعات أو بقيامها بتعيين إدارة متخصصة من جانبها؛ لأنها الأكثر علماً ودراية في مجالات المشروعات المصككة، ولا يمكن إغفال أن الشركة المصدرة تقوم بمتابعة المشروع دوماً طوال عمر الإصدار؛ لأنها نائبة عن مالكي الصكوك.

ويختلف تحديد مدى تحمل الشركة المستفيدة للخسائر الناتجة عن المشروع المصكك على حسب صيغة الصك، فإذا كانت مضاربة ففي هذه

(١) المادة (١٦ مكرراً ٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢؛ وهذه المتطلبات هي:

نشر ملخص وافٍ لتقرير مجلس الإدارة وللقوائم المالية السنوية وربع السنوية والإيضاحات المتممة لها وفقاً لمعايير المحاسبة التي يحددها مجلس الإدارة ووفقاً لمعايير المراجعة المصرية - أيّ تعديلات على التعاقدات والتعهدات بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات إصدار الصكوك - أيّ واقعة أو معلومة يترتب عليها معلومات جوهرية من شأنها أن تؤثر على تداول الصكوك أو على سعرها أو على مقدره الجهة المستفيدة على الوفاء بالتزاماتها، وذلك فور علم تلك الجهة بتلك الواقعة أو المعلومات - الأحكام القضائية أو أحكام التحكيم الصادرة في أي مرحلة من مراحل التقاضي والتي تؤثر في مركز الشركة المالي أو في حقوق مالكي الصكوك أو على القرار الاستثماري للمتعاملين - القرارات الجوهرية التي تصدر عن جماعة مالكي الصكوك وأي تعديلات في بيانات نشرة الاكتتاب - شهادة حديثة بالتصنيف الائتماني تقدم خلال تسعين يوماً من نهاية السنة المالية وتُحدّد سنوياً خلال أجل الصك - القرارات الصادرة بعدم سداد أي جزء من الربح المستحق لمالكي الصكوك - أي إصدار جديد لأسهم أو سندات دين أو صكوك تقرر الجهة المصدرة القيام به وعلى الأخص أي ضمانات متعلقة بهذا الإصدار الجديد - أي تغيير يطرأ على مستندات التأسيس للجهة المستفيدة - أي تغيير بالنسبة لرأس المال المصدر أو المرخص به للجهة المستفيدة - أي قرار بتغيير طبيعة غرض ونشاط الجهة المستفيدة - أي تغيير في عضوية مجلس إدارة الجهة المستفيدة أو مديرها - أي تغيير في مراقبي حساباتها - أي تغيير في هيكل الملكية - حالات تعارض المصالح وأوجه تجنبها.

(٢) المادة (١٠) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢.

الحالة لا تشارك الشركة المستفيدة (المضارب)؛ حيث تقوم بإدارة المال نيابة عن أصحاب المال مالكي الصكوك الذين يتحملون الخسارة، أما إذا كانت صيغة الإصدار المشاركة ففي هذه الحالة يشترك كل من الشركة المستفيدة ومالكي الصكوك في تحمل الخسارة كل بنسبة مساهمته في رأس مال المشروع المصكك، وبحسب ما يتم الاتفاق عليه بنشرة الطرح وتقبله الهيئة واللجنة الشرعية، وبناء على ذلك: إذا قامت الشركة المستفيدة بالتعهد في نشرة الطرح بسداد مستحقات مالكي الصكوك كاملة حتى مع تحقق الخسائر، فإن هذا الشرط يُعدُّ باطلاً من الوجهة الشرعية.

ومن الالتزامات الملقاة على عاتق الشركة المستفيدة التزامها بالإفصاح عند قيامها بتمويل مشروعها أو نشاطها عن طريق طرح الصكوك الإسلامية وفق القواعد الواردة بقواعد القيد والشطب، كما تلتزم بإخطار الهيئة والبورصة بأية أمور فور وقوعها أو علمها بها^(١)، كذلك تلتزم بإيضاح أي إصدار جديد لأسهم أو سندات دين أو صكوك تقرر القيام بها، وعلى الأخص أية ضمانات متعلقة بالإصدار الجديد، ويرجع طلب المشرع لإلزام الشركة المستفيدة بالإفصاح لاحتمالية تأثير المركز المالي للشركة المستفيدة على كفاءة الإصدار وقدرته على سداد مستحقات مالكي الصكوك حتى نهاية أجله^(٢)، كما أن الشركة المستفيدة يمكنها إصدار الصكوك بذاتها دون وجود

(١) المادة (١٦ مكرراً ٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢: قيام الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أي من شركاتها التابعة بتقديم طلب بشأن حلها أو بشأن تعيين مصف لها - صدور حكم بحل أو تصفية الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أية جهة تابعة لها قراراً بحلها - انقضاء أجل الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أي من شركاتها التابعة - قيام أي مرتين بحيازة أو وضع اليد أو بيع جزء من موجودات الجهة المستفيدة تزيد قيمته الإجمالية على (١٠%) من القيمة الدفترية لصادفي تلك الموجودات.

(٢) تفرض قواعد القيد والشطب الصادرة بموجب قرار الهيئة رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ عديداً من المتطلبات على الشركات المقيد لها أوراق مالية بالبورصة؛ كالإفصاح عن تجاوز أو انخفاض ما يملكه كل مساهم والأطراف المرتبطة به، والخطة المستقبلية في حال إعادة هيكلية المساهمين بالشركة، وأي تعديل في مجلس إدارة الشركة أو في النظام الأساسي أو تغيير في المديرين الرئيسيين، والإعلان عن قرارات ومحاضر الجمعية العامة وقرارات مجلس الإدارة عن الأحداث الجوهرية والتوزيعات النقدية وفحص ونشر القوائم المالية، ووردت متطلبات الإفصاح بالمواد من (٢٧) حتى (٣٥).

الشركة المصدرة، وقد سمح المشرع^(١) وترك تحديد الضوابط والشروط للهيئة^(٢) التي تطلبت وجود طرف مستقل توافق عليه ليقوم بكافة المهام الرئيسية لإصدار الصكوك ومتابعتها حتى انتهاء أجلها، ومن الملاحظ أن دور الطرف المستقل يتطابق مع الدور الذي حددته الهيئة إذا كان هناك ارتباط بين الشركة المستفيدة والشركة المصدرة، وفي الأحوال جميعها يتعين أن يكون الطرف المستقل محايداً؛ حتى يمنع أية حالة من حالات تعارض المصالح، ويتخذ الإجراءات في حينها لمنع أي تعدٍ على مستحقات مالكي الصكوك.

وتطلبت الهيئة بالنسبة للشركات المستفيدة التي تقوم بإصدار صكوك بذاتها أن يكون من ضمن مؤسسي الشركة المستفيدة هيئات عامة أو بنوك، وألاً تقل مساهمة تلك الجهات في رأس مالها عن النصف^(٣)، وهذا الشرط قصر السماح للشركات المستفيدة بإصدار الصكوك بذاتها على شركات عامة وبنوك فقط، وهو شرط تزيد فيه المشرع الذي لم يطلبه من الشركات المساهمة التي تصدر سندات توريق من غير شركة توريق^(٤)، وتطلبت الهيئة^(٥) فقط استيفاء بعض الشروط في حالة قيام الشركات المساهمة بإصدار أكثر من إصدار توريق^(٦)، وقد أعطى المشرع لحملة سندات التوريق

(١) المادة (١٤ مكرراً ٤) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٥٠) لسنة ٢٠١٩ والصادر بتاريخ ٢٠١٩/٤/٨.

(٣) المادة الرابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٥٠) لسنة ٢٠١٩.

(٤) المادة (٤١ مكرراً ٨) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٥) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٠٥) لسنة ٢٠١١ الصادر بتاريخ ٢٠١١/١٢/١٨.

(٦) شروط قيام الشركات المساهمة بإصدار سندات توريق من غير وجود شركات توريق هي: (١) تعهد من الشركة موقفاً من العضو المنتدب والمدير المالي للشركة بإمسك حسابات مستقلة لكل إصدار من سندات التوريق مقابل إحدى محافظ الحقوق المالية المستقلة المملوكة للشركة يشمل على الأقل ما يأتي: أ. أصول كل محفظة حقوق مالية والالتزامات المترتبة على إصدار السندات، ب. قيمة كل إصدار من السندات، عدد السندات، القيمة الاسمية لكل سند، تاريخ وفترة كل إصدار من سندات التوريق، اسم أمين الحفظ، ج. الحسابات المستقلة المتعلقة بتحصيل الحقوق المالية لكل محفظة توريق، ٢) تعهد بإجراء تصنيف ائتماني لكل إصدار من سندات التوريق وتصنيف ائتماني للشركة مصدرة السندات لا تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات وفقاً للقواعد الصادرة عن مجلس إدارة الهيئة. ٣) تعهد بالوفاء بالالتزامات الواردة بالمادة (١٢) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. ٤) إقرار من أمين الحفظ وشهادة من مصر للمقاصة والعضو المنتدب للشركة بالوفاء الكامل بالالتزامات

الداخلي الحق في الاشتراك في التنفيذ على حقوق الشركة إذا لم يستوفوا مستحقاتهم من محفظة الحقوق المالية الآجلة المحالة، وهو الأمر الذي قرب سندات التوريد الداخلي من خصائص السندات التقليدية، وكان ذلك مؤثراً؛ حيث لم نرَ التوريد الداخلي منتشرًا في جمهورية مصر العربية.

وفي الواقع العملي تكون التزامات الشركة المستفيدة وحقوقها مذكورة بنشرة الطرح والعقود المرتبطة بالإصدار، والذي بموجبها قد يتفق على تأجيل بعض الحقوق؛ كالمستحقات المالية للشركة المستفيدة، إلى نهاية عمر الإصدار، كما هو الحال في بعض الإصدارات الصادرة في جمهورية مصر العربية، وقد أقرت اللجنة الشرعية هذا التأجيل، ولا يمكن معاملة مستحقات الشركة المستفيدة المؤجلة كاحتياطي للإصدار، وهناك رأي^(١) حذر من اقتطاع أية مبالغ من أرباح الشركة المستفيدة (المضارب)؛ لعدم جوازه شرعاً، ولكن يجوز أن يتكون الاحتياطي من اقتطاع مبلغ من الربح الكلي قبل توزيعه لضمان مستوى معين من الأرباح، وعادة ما تتزيد الشركة المصدرة في اشتراط التزامات إضافية على الشركة المستفيدة عما هو وارد بالقانون؛ وذلك من أجل تحقيق مصلحة مالكي الصكوك، ولضمان سلامة إصدارات الصكوك الإسلامية.

المطلب الثالث دور منظم الإصدار والتزاماته

عرّف المشرع المصري^(٢) منظم الإصدار بأنه "بنك أو شركة أوراق مالية مؤسسة وفقاً لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، أو أي

المرتتبة على الإصدارات السابقة لسندات التوريد. ٥) شهادة من مراقب الحسابات بالوفاء بالتزامات الإفصاح وفقاً للمواعيد المقررة.

(١) فتاوى الهيئة الشرعية، بنك دبي الإسلامي، فتوى رقم، ٨٠٧/٩، وفتاوى الحلقة العلمية الثانية، بنك البركة للفتوى الثالثة مشار لدى: هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية: دراسة تطبيقية فقهية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ص ٢٢٦.

(٢) مادة رقم (١٤ مكرراً) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

مؤسسة مالية أخرى ترخص لها الهيئة بإدارة وتنظيم الإصدار والترويج له نيابة عن الجهة المستفيدة والجهة المصدرة"، ووفق هذا التعريف فقد حدد المشرع الطبيعة القانونية لمنظم الإصدار؛ حيث تنطبق عليه كافة أحكام النيابة المذكورة بالقانون المدني.

ووفق أحكام النيابة ينبغي على منظم الإصدار القيام بمهامه؛ سواء بشكل مباشر؛ أو عن طريق تفويض أي شخص آخر للقيام بها؛ وفي الأحوال كلها يكون هو المسئول أمام الشركة المصدرة والشركة المستفيدة على سبيل التضامن مع الشخص الذي أنابه في أداء جزء من مهامه أو كلها، ويكون مسئولاً فقط عن اختياره لمن فوضه في حالة موافقة الشركة المستفيدة والشركة المصدرة على شخص المنيب، ولم يتطلب المشرع استقلال منظم الإصدار عن أي من أطراف عملية التصكيك؛ وخاصة كل من الشركة المستفيدة والشركة المصدرة، فمن الممكن أن يكون أحد الشركات التابعة لأي من الشركتين، وهذا ما حدث في الواقع العملي في معظم إصدارات الصكوك الإسلامية التي صدرت بجمهورية مصر العربية.

ووفق ما نصّت عليه اللائحة التنفيذية للقانون^(١) يُقرّ منظم الإصدار بالتزامه بالإشراف على إعداد جميع المستندات والإجراءات والتعاقدات الخاصة بالإصدار، والتعامل مع الهيئة فيما يخص الإصدار حتى غلق باب الاكتتاب، وتنظيم الإصدار والترويج له نيابة عن الشركة المستفيدة والشركة المصدرة، والحصول على كافة البيانات والمعلومات اللازمة في شأن الإصدار، على أن تقوم بعملها وفق عناية الرجل الحريص؛ للتأكد من صحة المعلومات والبيانات المقدمة للهيئة.

وينظم أعمال منظم الإصدار عقد الإصدار؛ وهو عقد ثلاثي الأطراف،

(١) الفقرة ١٩ من المادة (١٦ مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

يبرمه منظم الإصدار مع كل من: الشركة المستفيدة والشركة المصدرة، كذلك لا يكون هناك تعارض بأن يكون منظم الإصدار هو ذاته ضامن الاكتتاب، وفي حال كون منظم الإصدار بنكاً وَجَبَ عليه الحصول على موافقة البنك المركزي المصري على قيامه بهذا الدور^(١).

ولم يتطلب المشرع -كذلك- أن يكون هناك سجل خاص لمنظم الإصدار، واعتباره نشاطاً مستقلاً ينبغي للشركة المساهمة أن تحصل على ترخيص لممارسته، وذلك أسوة بما تتطلبه الهيئة من الطرف المستقل إذا كانت الشركة المستفيدة والشركة المصدرة مرتبطين أو في حالة قيام الشركة المستفيدة بإصدار صكوك إسلامية بذاتها؛ حيث تطلبت الهيئة أن يتوافر في الطرف المستقل شروط محددة^(٢)، وأن يتقدم بطلب للجنة المختصة بالهيئة على أن تبت اللجنة في الطلب المقدم منه خلال ثلاثين يوماً من تاريخ تقديم الطلب مستوفياً، كما رتب المشرع أنه في حالة مخالفة الطرف المستقل أو إتيانه لفعل يتعارض مع ما تطلبت الهيئة يتم توجيه التنبيه أو الوقف المؤقت للقيود لمدة لا تجاوز سنة، أو شطب القيد من السجل من الهيئة، وتتناسب العقوبة بحسب جسامة الخطأ.

وفي الواقع العملي لا يكون لمنظم الإصدار دور بارز في التفاوض مع الشركة المستفيدة أو الشركة المصدرة أو حتى في التعامل مع الهيئة؛

(١) المادة (١٤ مكرراً ١١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) شروط الطرف المستقل المنصوص عليها بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٢٠) لسنة ٢٠٢٠ بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٠: ١- أن يكون أحد الأشخاص الاعتبارية أو أحد وكلاء السداد أو البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري، شريطة موافقة البنك المركزي على القيد بالنسبة للبنوك ووكلاء السداد. ٢- أن تتوافر لديه خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال إصدار السندات أو الصكوك ومتابعة الالتزامات المرتبطة بهما. ٣- تقديم ما يفيد وجود عدد كافٍ من الأشخاص الذين لديهم الخبرة اللازمة للقيام بالمهام المنوطة بطلب القيد. ٤- تقديم تعهد بأن يكون مستقلاً عن شركة التصكيك أو الجهات المستفيدة من حصيله إصدار الصكوك بحسب الأحوال. ٥- تقديم تعهد بإمسك حسابات مستقلة لكل إصدار في حالة متابعته أكثر من إصدار. ٦- عدم صدور ثمة عقوبات جنائية ضده في أحد الجرائم المنصوص عليها في القوانين المنظمة للأنشطة المالية غير المصرفية أو قانون البنك المركزي خلال الثلاث سنوات السابقة على تقديم طلب القيد. ٧- عدم صدور ثمة تدابير إدارية ضده من الهيئة أو الجهة الإدارية التابع لها باستثناء التنبيه خلال الستة أشهر السابقة على طلب القيد.

حيث تقوم الشركة المصدرة غالباً بجميع الأدوار، حيث تقوم بالتواصل مع جميع الأطراف المشاركة في الإصدار والهيئة، وعليه: فدور منظم الإصدار هو دور نظري تطلبه المشرع، لذا يكون من الأنسب عدم النص على وجوده؛ لأنه يُعدُّ تكلفة على الإصدار يتحملها مالكو الصكوك والشركة المستفيدة من إيرادات المشروع المصكك في نهاية المطاف، ولم يتطلب المشرع الأردني وجود هذا الدور^(١) حيث نص على وجود شخص آخر هو أمين الإصدار، الذي يكون مسئولاً عن رعاية حقوق مالكي صكوك التمويل الإسلامي، ويتعاون مع ممثليهم في حماية هذه الحقوق، ويبدو أن دور أمين الإصدار منطقياً عن دور منظم الإصدار الذي لم ينجح القانون المصري في رسم دوره بشكل واضح طوال عمر الإصدار، وكان الأحرى على المشرع أن يعطي له ذات الصلاحية التي أعطاها المشرع الأردني لأمين الإصدار؛ حتى يكون دوره منتجاً ومفيداً لإصدارات الصكوك الإسلامية في مصر.

وعملياً: يقوم بدور الترويج وضممان الاكتتاب للإصدار منظم الإصدار، كذلك يؤيد عدم الأهمية لدور منظم الإصدار أن المشرع المصري عند صياغته لقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ لم ينص على وجود منظم الإصدار أو الحاجة إليه من الأساس؛ حيث نجد المشرع جعل أطراف عقد الإصدار والمنوطين بإيرامه هم الجهة المصدرة وشركة التصكيك السيادي بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية، ومن ثمَّ يتضح أن الشركة المصدرة أو شركة التصكيك هي اللاعب الأساسي في عملية التصكيك، ولا تحتاج إلى معاونة من منظم الإصدار، وكذلك الأمر بالنسبة للشركة المستفيدة التي ألزمها القانون بالكثير من الأعباء؛ سواء عند بداية الإصدار وحتى نهاية أجله.

وللتعرف على ما ساقته بعض الإصدارات بجمهورية مصر العربية

(١) المادة (١٥) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢.

سنجد أن منظم الإصدار يكون المستشار المالي والمرتب والمنسق العام ومدير الإصدار ومروج الاكتتاب^(١)، وقد وافقت الهيئة العامة للرقابة المالية على ذلك التوصيف الوارد بنشرة الطرح للإصدار الأول والثاني لشركة هيرميس للتصكيك؛ لعدم وجود ما يمنع قانوناً من أدائه لأدوار أخرى، كذلك قام منظم الإصدار في الإصدار الأول لشركة ثروة للتصكيك بالترويج وضمّان الاكتتاب، ومهامه الرئيسية وفق هذا الدور هي إدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الصكوك، وجلب المستثمرين وما يتصل بذلك من وسائل نشر في وسائل الإعلام، والاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة وغير المطروحة للاكتتاب العام، وله إعادة طرحها في خلال سنة من تاريخ اعتماد نشرة الطرح.

وعلى الرغم من تطلب المشرع باللائحة التنفيذية أن يكون إعداد دراسة جدوى المشروع المصكك وتحديد القيمة العادلة لموجودات الصكوك من خلال مستشار مالي مستقل^(٢)، إلا أنه وفق ما جاء بنشرة طرح الإصدار الأول لصكوك الإجارة لشركة هيرمس للتصكيك يتضح أن المستشار المالي لم يكن مستقلاً؛ حيث ذكر أن المستشار المالي والمرتب والمنسق العام ومدير الإصدار ومروج الاكتتاب ومنظم الإصدار وضمّان التغطية هو شركة المجموعة المالية هيرمس لترويج وتغطية الاكتتاب ش.م.م، وهذا يعدّ مخالفة من الهيئة لما تطلبه المشرع المصري وتعليمات الهيئة في هذا الشأن من ضرورة الاستعانة بمستشار مستقل.



(١) نشرة طرح الإصدار الأول والثاني لشركة هيرميس للتصكيك المنشور على موقع الهيئة العامة للرقابة المالية، وكذلك كان منظم الإصدار يقوم كذلك بدور أحد مروجي وضمّاني تغطية الاكتتاب في الإصدار الأول لشركة ثروة للتصكيك.

(٢) الفقرة (٩) من المادة (١٦ مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الفصل الثاني الأطراف الأخرى المرتبطة بالإصدار والمشروع محله

إلى جانب الأطراف الرئيسية لعملية التصكيك المتمثلة في الشركة المصدرة والشركة المستفيدة ومنظم الإصدار، تطلب القانون تدخل أطراف أخرى مع تحديد أدوارهم في نشرة الطرح، وضرورة قيام الشركة المصدرة بإبرام العقود معهم، وسنقوم بدراسة أهم هذه الأطراف؛ المتمثلة في: وكيل السداد، ومتعهد الاسترداد، ومدير المشروع، وذلك من خلال المبحثين الآتيين:

المبحث الأول: الأطراف الأخرى المرتبطة بالإصدار.

المبحث الثاني: المشروع محل الإصدار.



المبحث الأول الأطراف الأخرى المرتبطة بالإصدار

في هذا المبحث سنلقي الضوء على كل من: وكيل السداد، وملتهد الاسترداد؛ لبيان الواجبات والمسئوليات التي يقومون بها لإنجاح إصدارات الصكوك الإسلامية، مع بيان الطبيعة القانونية لهذه الأطراف، وذلك من خلال المطلبين الآتيين:

المطلب الأول: دور وكيل السداد والتزاماته.

المطلب الثاني: دور ملتهد الاسترداد والتزاماته.

المطلب الأول دور وكيل السداد والتزاماته

قد عرف المشرع المصري البنك وكيل السداد^(١) بأنه: "بنك مرخص له من البنك المركزي، يعمل وكيلاً عن الجهة المصدرة لتنسيق الصكوك وأداء قيمتها في نهاية المدة لمالكها، أو إحدى الشركات المرخص لها بمزاولة نشاط الإيداع والقيد المركزي".

وقد عرف المشرع المصري دور وكيل السداد، وذكر كذلك لفظ أمين الحفظ؛ حيث قضى^(٢) بضرورة حفظ الصكوك الإسلامية لدى أحد أمناء الحفظ وإيداعها لدى شركة الإيداع والقيد المركزي على أن يكون أمين الحفظ مرخصاً له بذلك، ثم تطلب المشرع أن يقوم وكيل السداد بأداء دور مختلف؛ وهو القيام بتوزيع العوائد وأداء القيمة الاستردادية للصك عند حلول أجله وفقاً لأحكام نشرة الطرح.

ودور البنك وكيل السداد هو دور مماثل لنشاط أمناء الحفظ؛ حيث لم

(١) المادة (١٤ مكرراً) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
(٢) المادة (١٤ مكرراً ١٣) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

يتطلب المشرع المصري ضرورة حصول البنوك أو الشركات على ترخيص للعمل كوكيل سداد لإصدارات الصكوك الإسلامية، كذلك لم يرد النص على التزام البنوك والشركات الحاصلة على ترخيص أمناء الحفظ بضرورة التسجيل في سجل خاص لوكلاء السداد بالهيئة العامة للرقابة المالية، وهو ما يؤكد أن دور وكيل السداد هو ذاته دور أمين الحفظ.

وقد أثار نوعاً من الخلط والغموض لدى جمهور المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ولم يكن يعرف أحد ما هو دور وكيل السداد عند بداية استخدام الصكوك الإسلامية؛ لأنه يعدُّ دوراً دخلياً على قانون سوق رأس المال وأنشطته التي دائماً ما تتطلب وجود أمين حفظ، وهذا ما جعل المستثمرون والمؤسسات المالية تتساءل: من هو وكيل السداد؟ وما هو دوره على وجه الدقة؟ حيث اقتصر المشرع على تعريفه بأنه بنك مرخص له من البنك المركزي لأداء هذا الدور، أو شركة إيداع وقيد مركزي كشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي، ثم مع الاستطراد في النص تبين أنه لا بد من قيد الصكوك الإسلامية لدى أمين حفظ، وهو نشاط يحتاج إلى ترخيص من البنك المركزي إذا كان بنكاً، وكذلك من الهيئة العامة للرقابة المالية، ثم يأتي دور وكيل السداد ليقوم بمتابعة سداد مستحقات مالكي الصكوك، وبالتالي: فإن ذلك هو دوره إلى جانب الدور المعروف لأمين الحفظ وشركة الإيداع والقيد المركزي.

وهذا يجعلنا ننظر إلى دور أمين الحفظ في نشاط صناديق الاستثمار؛ حيث إننا سنجدّه يحتفظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق فيها أمواله، كما أنه يتولى تحصيل التوزيعات المرتبطة بهذه الأوراق المالية، كذلك فإنه يقوم بتقديم تقرير دوري كل ثلاثة أشهر بشأن تلك الأوراق المودعة لديه، كما يتولى توزيع أرباح وثائق الاستثمار عن طريق البنوك^(١)، ويمكن القول

(١) المادة (١٦٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

بأن دور أمين الحفظ بالنسبة لوثائق الاستثمار - وهي أداة ملكية شأنها شأن الصكوك الإسلامية - يتماثل مع دور وكيل السداد في إصدارات الصكوك الإسلامية، مع وجود فارق بينهما؛ فوكيل السداد ليس منوطاً به الاحتفاظ بالصكوك الإسلامية التي يتولى حفظها أمين الحفظ، أو بمعنى أصح شركة الإيداع والقيود المركزي.

وبالنظر كذلك لدور أمين الحفظ في نشاط توريق الحقوق المالية الآجلة الواردة بالقانون^(١) يتبين لنا أن دوره أوسع نطاقاً من دوره في نشاط صناديق الاستثمار؛ حيث إنه هو المسئول عن إمساك الحسابات الخاصة بسداد أصل سندات التوريق والعائد المستحق على تلك السندات، واستثمار الفائض من حصيلة الحقوق الآجلة، كما يلتزم بتقديم تقرير شهري بشأن محفظة التوريق، على أن يشمل ذلك التقرير ما يوضح المبالغ التي تم تحصيلها في فترة التقرير، وما سدد لحملة السندات من مستحقات، والعمولات والمصاريف المخصصة، وفائض الأموال المودعة لديه، ومجالات استثمارها، وحالات التأخير والامتناع عن السداد من قبل المدينين، وأي أمر قد يؤثر على جودة الضمانات المتصلة بالحقوق الآجلة، وأي تغيير في الاتفاق بين أمين الحفظ والجهة المسؤولة عن التحصيل، وإمساك الدفاتر الخاصة بالإصدار؛ كدفتر تحليلي للمدينين بالحقوق المحالة، ودفتر أستاذ مساعد يوضح المبالغ المستحقة على كل مدين، وسجل الأوراق التجارية التي استحق موعد تحصيلها ولم تحصل، وبيان بالمبالغ المحصلة، وحساب إيرادات أمين الحفظ عن مزاوله نشاطه.

وللوقوف على دور أمين الحفظ المنصوص عليه بقانون الإيداع والقيود المركزي^(٢) نجده يختص بإدارة الأوراق المالية المحفوظة لديه باسم المالك

(١) المواد (٣١١) و(٣١٢) و(٣١٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (٣٠) و(٣١) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

المسجل ولصالحه، أو باسم المالك المسجل ولصالح المالك المستفيد، وذلك كله وفقاً للتعليمات المبرمة مع عميله، كما يُلزم بإمساك حسابات مستقلة وبإضافة وخصم المدفوعات الناتجة عن التعامل في الأوراق المحفوظة لديه.

وقد تطلب المشرع المصري من وكيل السداد أن يقوم بتقديم تقرير شهري بشأن عائد المشروع المصكك، وأن يرفق بذلك تقرير مراقب الحسابات، وألزم المشرع تضمين التقرير الشهري تحديد المبالغ التي تم تحصيلها في الفترة المعد عنها التقرير، وكذلك ما تم سداده من مستحقات مالكي الصكوك، والعمولات والمصروفات التي خصمها، وفائض الأموال المودعة لديه، ومجالات استثمارها وفقاً لنشرة الطرح، وحالات التأخير أو الامتناع عن السداد، والإجراءات التي اتخذها ضد المدينين المسؤولين عن دفع التدفقات النقدية، وكل ما يؤثر على جودة الضمانات المتصلة بالحقوق المحالة تأثيراً جوهرياً، وأي تغيير بشأن الاتفاق المبرم بشأن تحصيل الحقوق المالية الآجلة.

وبعد أن استعرضنا دور أمين الحفظ في نشاط صناديق الاستثمار، وفي نشاط توريق الحقوق المالية الآجلة، ودور وكيل السداد في نشاط الصكوك الإسلامية، يتضح لنا تشابه دور وكيل السداد مع دور أمين الحفظ في نشاط توريق الحقوق المستقبلية؛ حيث تطلب المشرع منهما تقديم تقرير يحتوي على المتطلبات ذاتها، ويكون هناك تطابق إذا كانت الصكوك معتمدة على أحكام الحوالة للحقوق المالية الآجلة التي تتم بين المحيل وشركة التوريق بصفتها نائباً عن حملة السندات، ولكن الأمر يختلف في حالة اعتماد إصدارات الصكوك على نقل ملكية موجودات عملية التصكيك من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، فإذا كان الإصدار بصيغة الإجارة فلا توجد حقوق مالية محالة، إنما هو نقل ملكية الأصل، وما يتبع نقل الملكية هو حصول مالكي الصكوك على التدفقات النقدية المرتبطة بالإيجار، وعليه: فلا تسري أحكام الحوالة بالنسبة للأصل

المصكك في إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول، ولكنها تسري على ما يرتبط بالأصل المصكك والمشروع من تدفقات نقدية آجلة.

وعملياً بالاطلاع على دور وكيل السداد في إصدار صكوك المضاربة لشركة ثروة للتصكيك لتمويل مشروع الشركة المستفيدة؛ وهي شركة كونتكت للتمويل التي تقوم بتمويل السيارات الجديدة والمستعملة لعملائها^(١)، سنجد أن وكيل السداد هو (بنك مصر)، وهو بنك مرخص له بممارسة نشاط أمناء الحفظ، كما أنه يتعهد بالقيام بمهام وكيل السداد، ولم تتطلب الهيئة من بنك مصر الحصول على ترخيص وكيل السداد، مما يعني أن دور بنك مصر كأمين حفظ في إصدارات سندات التوريق هو دور وكيل السداد ذاته بالنسبة لإصدارات الصكوك الإسلامية، مع وجود فروق في طريقة العمل وفق الهيكل المالي لإصدارات الصكوك التي تختلف باختلاف المشروع وصيغة الصك الإسلامي المستخدم، فهي ليست ثابتة كما هو الحال في إصدارات سندات التوريق.

والفرض هنا: ما مدى إمكانية وجود وكيل سداد لمزاولة مهامه المرتبطة بإصدارات الصكوك الإسلامية وكذلك وجود أمين حفظ؟ وللرد على هذه الفرضية نرى أنه لا يوجد موانع قانونية بأن يكون هناك بنكان أو شركتان أحدهما يقوم بدور أمين الحفظ كما وضحه المشرع المصري بقانون سوق رأس المال، والآخر يقوم بمهام وكيل السداد، ولكن سيعد ذلك تكلفة إضافية ودخول لطرف آخر في الإصدار مما قد ينتج عنه مشاكل تداخل واختلاط في الاختصاصات و الأدوار؛ وبناء على ذلك يكون من الأيسر والمتماشي مع

(١) يعتبر هذا الإصدار أول إصدار صكوك مضاربة في مصر في سنة ٢٠٢٠، ولم يرد أي نص لا من قريب أو من بعيد على دور أمين الحفظ بكل من إصدار صكوك الإجارة الأولى لشركة المجموعة المالية هيرميس للتصكيك لتمويل مشروع الشركة العربية للمشروعات والتطوير العمراني ش.م.م، وإصدار صكوك الإجارة الثانية لشركة المجموعة المالية هيرميس للتصكيك لتمويل مشروع شركة القاهرة للاستثمار والتنمية العقاري. صكوك-المجموعة-المالية-هيرميس-للتصكيك-ص ١ pdf (fra.gov.eg) بتاريخ ٢٠٢٢/٦/٢٦.

المعمول به عملياً أن يقوم أمين الحفظ بمهام وكيل السداد؛ وذلك لعدم تطلب المشرع من البنك أو الشركة التي تزاوّل نشاط وكيل السداد الحصول على ترخيص خاص آخر بخلاف حصولها على ترخيص أمناء الحفظ.

والفرض الثاني: تعديل النصوص القانونية والإبقاء فقط على دور أمين حفظ، والنص على دوره مع استبعاد دور وكيل السداد من النصوص المنظمة للصكوك الإسلامية: وذلك الأمر هو الأمتل، وسيكون متماشياً مع باقي الأدوات المالية التي يتناولها قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ التي تستدعي وجود أمين حفظ مقيداً بسجل أمناء الحفظ لدى الهيئة العامة للرقابة المالية، كما أن هذا ما اتبعه المشرع المصري عند سنه لقانون صكوك التمويل الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣؛ فقد تطلب أن يكون لكل إصدار أمين حفظ يتم تحديده في نشرة الطرح وتختاره الشركة ذات الغرض الخاص من بين المرخص لهم من الهيئة.

ويعد العقد المبرم بين الشركة المصدرة ووكيل السداد من العقود الرضائية، ولم يتطلب المشرع بشأن إبرام هذا العقد أن يكون في قالب رسمي أو شكلي؛ وعليه فاستلزام كتابة العقد هي فقط للإثبات ولتنظيم العلاقة التعاقدية بين أطرافه، كما تقوم الهيئة وجهة التصنيف الائتماني بمراجعة هذا العقد في مرحلة ما قبل غلق باب الاكتتاب للتأكد من قدرة وكيل السداد على ممارسة عمله للوفاء بمستحقات مالكي الصكوك بناء على التعليمات الصادرة له من الشركة المصدرة، وقد ذهب البعض^(١) إلى تكييف هذا العقد وفق أحكام عقد الوديعة والوكالة في آن واحد، كما كيّفه البعض الآخر على أنه عقد وديعة عادية^(٢)، وقد اتجهت محكمة النقض بتوصيف دور أمين الحفظ الذي يماثل دور وكيل السداد بأنه مهنيّ محترف لتلقي الودائع؛ حيث قضت

(١) محمد بهجت عبد الله قايد، عمليات البنوك والإفلاس، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠، ط٢، ص ٥٠ و٥١.

(٢) محمود مختار بريري، قانون المعاملات التجارية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٤، ص ١٦٧ و١٦٨.

بأن^(١): "دور المصرف المودع لديه الأوراق المالية الالتزام بالمحافظة عليها لديه وبذل عناية الوديع بأجر بصفته مهنيًا محترفًا لتلقي الودائع".

ولتنظيم دور البنك وكيل السداد ينبغي تضمين العقد المبرم بينه وبين الشركة المصدرة كافة الأحكام والشروط اللازمة لضبط التعامل بشأن كل إصدار، ويتمشى ذلك مع ما هو وارد بالقانون وما أرسته محكمة النقض من مبدأ^(٢)؛ حيث قضت بأنه: "يلتزم المرخص له بممارسة نشاط أمين الحفظ بإيداع الأوراق المالية المقيدة بنظام الإيداع المركزي وشرائها وبيعها وتحويلها في حسابات العملاء وإدارتها مع إضافة وخصم المدفوعات الناتجة عن التعامل عليها في الحساب الخاص بكل عميل وإمسك سجلات لها، وتحقق العلاقة بين العملاء وأمين الحفظ بإبرام عقد يُحدد حقوق والتزامات الطرفين يتضمن بيان كيفية مزاولة النشاط بينهما والخدمات التي يقدمها أمين الحفظ لعملائه وكيفية ومواعيد ومقابل الحصول عليها والتزامات الوكلاء الذين يعملون لحسابه، ويجب أن يتم التعاقد بينهما قبل فتح حساب للعميل، ويلتزم أمين الحفظ بتسجيل كافة الاشتراطات المنصوص عليها بالعقد على برامج الحاسب الآلي الخاصة به عند فتح حساب العميل، وعليه بذل أقصى درجات عناية الرجل الحريص في تنفيذ أوامر العميل، كما يلتزم بإضافة وخصم المدفوعات الناشئة عن التعامل في الأوراق المالية وإدارتها في الحساب الخاص بكل عميل، بما مؤداه أن نظام الحفظ المركزي يهدف إلى تسهيل تداول الأوراق المالية أو رهنها؛ وذلك عن طريق إلزام الشركة التي تصدر أوراقاً مالية وتقيدها في البورصة أو تطرحها للاكتتاب بإيداعها لدى شركة تختص بإيداع وحفظ الأوراق المالية بحيث يتم التعامل عليها باسم ولصالح العميل ووفقاً لأوامره وتعليماته وفي حدودها".

وقد أعطت الهيئة^(٣) دوراً إضافياً لوكيل السداد؛ وهو إمكانية قيامه بدور الطرف المستقل الذي تطلبته الهيئة في حالة عدم استقلال الشركة المصدرة عن الشركة المستفيدة وفي حالة قيام

(١) الطعن رقم ٤٧١٨ لسنة ٨٦ قضائية الصادر بجلسة ٢٠٢٠/١١/٤ مكتب فني (سنة ٧١ - قاعدة ٧٧ - ص ٦١٣).

(٢) الطعن رقم ٤٧١٨ لسنة ٨٦ قضائية الصادر بجلسة ٢٠٢٠/١١/٤ مكتب فني (سنة ٧١ - قاعدة ٧٧ - ص ٦١٣).

(٣) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٩٩) لسنة ٢٠٢٠ بتاريخ ٢٣/٦/٢٠٢٠ بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٧٦) لسنة ٢٠١٨.

الشركة المستفيدة بإصدار صكوك بذاتها من غير وجود الشركة المصدرة، وقد حدّدت الهيئة مجموعة من الاشتراطات في وكيل السداد حتى يؤدي دور الطرف المستقل؛ حيث ينبغي عليه القيد في سجل خاص لدى الهيئة للحصول على ترخيص بمزاولة دور الطرف المستقل، كما حددت مجموعة من الاشتراطات^(١) الواجب توفرها للقيد في سجل الطرف المستقل.

ولحصول وكيل السداد على ترخيص ممارسة نشاط الطرف المستقل^(٢) ينبغي عليه تقديم طلب للهيئة التي تتولى فحص طلب القيد وإعداد مذكرة مشفوعة برأيها للعرض على اللجنة التي تشكلها الهيئة لهذا الغرض، وتبت اللجنة في طلب القيد خلال ثلاثين يوماً على الأكثر من تاريخ تقديم الطلب مستوفياً الشروط والمستندات على أن يُعتمد قرار اللجنة من رئيس الهيئة.

ويؤخذ على قرار الهيئة المنظم لدور الطرف المستقل بأنه طلب من وكيل السداد المرخص له بنشاط أمناء الحفظ وليس وكلاء السداد أن يحصل على ترخيص مستقل لممارسة نشاط الطرف المستقل، كما أعطى المشرع الحق للشركات الحاصلة على ترخيص بمزاولة نشاط الإيداع والقيد المركزي أن تمارس نشاط وكلاء السداد؛ ومن ثمّ يمكنها مزاولة نشاط الطرف المستقل بعد حصولها على الترخيص المطلوب من الهيئة^(٣).

المطلب الثاني

دور متعهد الاسترداد والتزاماته

إلى جانب دور ضامن التغطية نصَّ المشرع المصري على جواز الاستعانة بمتعهد للاسترداد، ولم يرد تعريف لدور متعهد الاسترداد بالقانون؛

(١) المادة الثانية من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١٢٠) لسنة ٢٠٢٠؛ وهذه الاشتراطات هي: ١- أن يكون أحد الأشخاص الاعتبارية أو أحد وكلاء السداد أو البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري شريطة موافقة البنك المركزي على القيد بالنسبة للبنوك ووكلاء السداد. ٢- أن تتوافر لديه خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال إصدار السندات أو الصكوك ومتابعة الالتزامات المرتبطة بهما. ٣- تقديم ما يفيد وجود عدد كافٍ من الأشخاص الذين لديهم الخبرة اللازمة للقيام بالمهام المنوطة بطلب القيد. ٤- تقديم تعهد بأن يكون مستقلاً عن شركة التصكيك أو الجهات المستفيدة من حصيلته إصدار الصكوك بحسب الأحوال. ٥- تقديم تعهد بإمساك حسابات مستقلة لكل إصدار في حالة متابعته أكثر من إصدار. ٦- عدم صدور ثمة عقوبات جنائية ضده في أحد الجرائم المنصوص عليها في القوانين المنظمة للأنشطة المالية غير المصرفية أو قانون البنك المركزي خلال الثلاث السنوات سابقة على تقديم طلب القيد. ٧- عدم صدور ثمة تدابير إدارية ضده من الهيئة أو الجهة الإدارية التابع لها باستثناء خلال الستة أشهر السابقة على تقديم طلب القيد.

(٢) قرار رئيس الهيئة رقم (١٢٠) لسنة ٢٠٢٠ بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٠.

(٣) المادة (١٤ مكرراً) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

حيث تطلب المشرع أن يكون من البنوك أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ويرى البعض^(١) أن متعهد الاسترداد يُعدُّ ضامناً، وهو ما يعزز تقوية الدرجة الائتمانية للإصدار؛ وبالتالي يكون عليه التزام بسداد قيمة الصكوك إلى مالكي الصكوك في حالة عدم قيام الشركة المستفيدة، ولا يمكن إقرار أن متعهد الاسترداد ضامنٌ في ظل عدم إيضاح المشرع أو الهيئة لدوره، على الرغم من تطلب المشرع في أكثر من موضع باللائحة أن تشمل نشرة الطرح على تسوية الصكوك واستردادها والضوابط الحاكمة لتداول واسترداد الصكوك بحسب طبيعة ونوعية كلِّ صكٍّ وما إذا كان هناك ضمانات شخصية أو عينية.

ودور متعهد الاسترداد مقتصر فقط على استرداد الصكوك من مالكيها الراغبين في ذلك، وتختلف طريقة الاسترداد بحسب ما إذا كانت الصكوك غير مقيدة أو مقيدة ببورصة الأوراق المالية، ففي الحالة الأولى ينبغي تقييم موجودات المشروع المصكك وكافة الأموال الموجودة لدى وكيل السداد لتحديد قيمة الصك السوقية، أما إذا كانت الصكوك مقيدة ببورصة الأوراق المالية فلا يمكن تفعيل الاسترداد المباشر؛ لأنه في هذه الحالة سيكون للصك سعران؛ أحدهما المعلن في البورصة يومياً، والآخر بعد تقييم موجودات المشروع المصكك ومعرفة القيمة السوقية للسهم.

وبالمقارنة بما اتبعه المشرع المصري عند تطبيقه للنصوص القانونية التي تحكم عمل صناديق الاستثمار؛ سنجد أن المشرع فرَّق بين الصناديق المغلقة والصناديق المفتوحة، فالأولى لم يسمح بالاسترداد المباشر وإنما عن طريق البيع بالبورصة المصرية بسوق التداول، أما بالنسبة للصناديق المفتوحة فقد أتاح استرداد الوثائق من خلال الصندوق، وهناك من لا يتفق على ذلك ويرى^(٢) أنه يمكن استرداد الصكوك مباشرة حتى إذا كانت مقيدة

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٥١.

(٢) مرجع سابق، ص ٣١٦.

ببورصة الأوراق المالية، كما يمكن إعدامها، ولكن هذا لا يحدث عملياً لصعوبة تنفيذه، وكذلك حتى لا يحدث تغير بين الأدوات المالية المتشابهة التي ينظمها قانون سوق رأس المال، ويمكن أن يكون استرداد القيمة الاسمية عن طريق سدادها جزئياً بشكل دوري مباشرة بناء على تعليمات وارده بنشرة الطرح خلال عمر الإصدار، وهذا ما اتبعته بعض الإصدارات بمصر؛ كإصدار صكوك المضاربة الأول لشركة ثروة للتصكيك^(١)، وقد وافقت اللجنة الشرعية على هذا السداد الجزئي ويمكن تشبيه الاسترداد الجزئي بأسهم التمتع للشركات التي يتناقص فيها قيمة الأصول مع الوقت.

وقد ذهبت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى جواز التعهد بالاسترداد على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بثمن يتفق عليه عند الشراء^(٢)، وقد تطلب المشرع أن يتم تعيين أسس تقييم الموجودات بنشرة الطرح^(٣)، ويلزم لإتمام عملية التقييم أن تتم بواسطة مراقب حسابات مستقل عن الإصدار، كما يجب في حالة ما إذا كانت موجودات عملية التصكيك تحتوي على عقارات أن يتم تقييمها بذات المعايير والضوابط المطبقة وفق القرارات الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية^(٤)، والهدف من ذلك تلافي كافة الأضرار المترتبة على المغالاة في التقييم.

وبدراسة الحالات العملية لإصدارات الصكوك الإسلامية بجمهورية مصر العربية سنجد أن متعهد الاسترداد لم يكن له وجود، وكان الأفضل قيام المشرع أو الهيئة بوضع الضوابط التي تمكن من إعادة هيكلة إصدارات الصكوك في حالة تعسرها بدلاً من النص على وجود متعهد للاسترداد، وقد قدمت لنا دراسة^(٥) بُنيت على تحليل ودراسة حالات عملية لإصدارات

(١) والقيمة السوقية هي المتناسبة مع الإصدارات الشرعية؛ لأن السداد الجزئي للقيمة الاسمية للصك تعني أن إصدارات الصكوك في هذه الحالة ستكون مشابهة لإصدارات سندات التوريق.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٣١٩.

(٣) المادة (١٤ مكرراً ١٨) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٤) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٥٧) لسنة ٢٠١٤ الصادر بتاريخ ١٣/٤/٢٠١٤.

(٥) Umar A. Oseni, Dispute management in Islamic Financial instructions: a case study of near sukuk defaults, Supra.

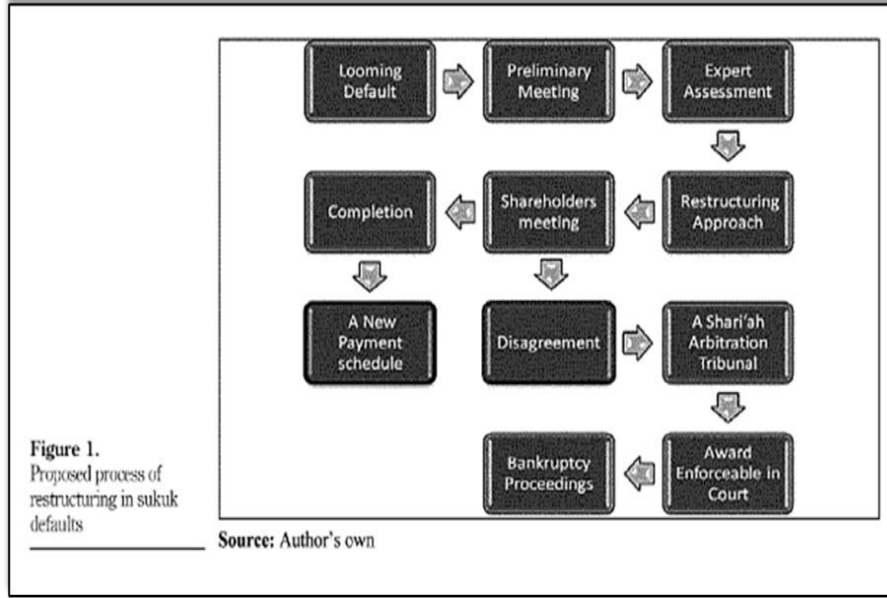
صكوك تعثرت في سداد مستحقات مالكي الصكوك، وقامت بإعادة هيكلة الديون بشكل يتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك كان من خلال التوصل إلى تسويات مربحة لأطراف الإصدار، وقد اقترحت هذه الدراسة تنظيمًا علاجيًا للتعامل مع الظروف المؤدية للتقصير في سداد مستحقات مالكي الصكوك.

وعلى الرغم من أن إعادة الهيكلة تقدم حلولًا للحفاظ على مستحقات مالكي الصكوك إلا أن لها جانبًا سلبيًا؛ وهو زيادة قلق المستثمرين في الاكتتاب في الصكوك الإسلامية، وذلك نتيجة لحدوث عديد من حالات التخلف عن الوفاء بالتزامات العقد الأساسي الصادر على أساسه الإصدار، كما أن ما يزيد تخوف المستثمرين من هذا الاستثمار هو عدم اليقين القانوني لأولوية مالكي الصكوك في تملك الموجودات في حالة إعادة الهيكلة، والتخلف عن سداد مستحقات مالكي الصكوك، وللحفاظ على أولوية مالكي الصكوك في تملك موجودات التصكيك لابد من وضع تدابير وقائية وعلاجية أثناء صياغة الهيكل التعاقدى للإصدار بحيث لا يفصل عن احتمالية إعادة الهيكلة للديون والقدرة على إدارة المنازعات.

كما ذكرت الدراسة حالة عملية تخلف مصدر الصك عن سداد ١٠٠ مليون دولار في عام ٢٠٠٩، ولحل هذه المشكلة قام بإعادة هيكلة مستحقات مالكي الصكوك في ٢٠١١؛ حيث قام بسداد جزء من الحقوق نقدًا مع تحويل جزء من المستحقات إلى حقوق ملكية في الشركة المصدرة - الشركة المستفيدة طبقًا للقانون المصري-، وفي حالة عدم رغبة الشركة المصدرة في إدخال مساهمين جدد في هيكل ملكيتها فإنها تقوم بسداد المستحقات على أقساط لمدد زمنية يتفق عليها من خلال التسوية والتفاوض قبل اللجوء إلى جهات فض المنازعات.

كما اقترحت الدراسة مجموعة من المقترحات المؤدية إلى التسوية عن تحقق حالات التعثر في سداد مستحقات مالكي الصكوك، وتم تلخيصها في

الشكل البياني التالي:



وبناء على ما جاء بالشكل أعلاه كانت البداية بضرورة البدء بالاجتماع التمهيدي لمناقشة إعادة الهيكلة، وذلك عقب تعثر المصدر أو احتمالية تعثره في الوفاء بالتزاماته التعاقدية، ولعل هذا الاجتماع هو الأكثر إنتاجية واستدامة على المدى القصير والطويل، وقد يتفق الأطراف في هذا الاجتماع على الحصول على استشارة من بعض الخبراء المتخصصين في الأوراق المالية شريطة أن يكونوا محايدين.

ويتطلب الأمر ضرورة كتابة إعادة الهيكلة للإثبات وإقرارها من مستشاري الشريعة الإسلامية المعنيين بالإصدار، وفي مثل هذه الحالات يفضل وجود لجنة تحكيم شرعية للفصل في أيّ منازعات ناتجة عن إصدارات الصكوك لأنها الأنسب والأقدر على حلّ المنازعات المترتبة على إصدارات الصكوك.

وقد أقرت ماليزيا وجود لجنة التحكيم الشرعية عندما أصدرت قواعد التحكيم عام ٢٠١٢ للمسائل التجارية الإسلامية من مركز كوالالمبور الإقليمي للتحكيم (KLRCA) Kuala Lumpur Regional Center for Arbitration، وتعدُّ هذه القواعد هي الأنسب في التطبيق عند التعامل مع المنازعات المترتبة على إصدارات الصكوك الإسلامية بدلاً من تنفيذ إجراءات الإفلاس وفقاً للقوانين الوضعية، وقد نالت الأحكام الصادرة من مركز كوالالمبور قابلية تنفيذها من أي محكمة مختصة.



المبحث الثاني المشروع محل الإصدار

يعدُّ مشروع الشركة المستفيدة هو نقطة البداية لطلب التمويل عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية، ويختلف المشروع بحسب الأصول التي تمتلكها الشركة المستفيدة، فقد يكون لديها أصل ثابت أو منقول أو خدمات أو منافع وترغب في تملكها للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك مقابل حصولها على التمويل المطلوب، وتكون هذه الأصول موجودة فعلياً، كما هو الحال في الإصدار المدعوم بالأصول Asset Backed Sukuk، فإذا كانت الشركة المستفيدة تمتلك مبنى عقارياً فإنها ستقوم بنقل ملكيته للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك بموجب استخدام صيغة شرعية مناسبة؛ كالإجارة، وفعلياً اعتمد الإصدار الأول لصكوك الإجارة لشركة هيرميس للتصكيك الصادر في جمهورية مصر العربية على تمويل مبنى عقاري مملوك للشركة المستفيدة.

وفي أحيان أخرى يكون مشروع الشركة المستفيدة معتمداً على أصول ستواجه خلال عمر الإصدار، ويتم شراء هذه الأصول من حصيلة الاكتتاب، كما هو الحال بالنسبة لإصدارات الصكوك المبنية على الأصول Asset Based Sukuk، وفي هذا الإصدار تعتمد الشركة المستفيدة على سداد مستحقات مالكي الصكوك من التدفقات النقدية المتولدة من المشروع، كتمويل مشروع يعتمد على صناعة منتجات لإعادة بيعها للمستهلكين؛ حيث يملك مالكو الصكوك المهتمات اللازمة لتصنيع المنتجات التي يتم شراؤها من حصيلة الاكتتاب في الصكوك، ثم بعد ذلك يملكون المنتجات التامة الصنع عند بيعها بالأجل أو نقداً، كما يحصلون على مستحقاتهم من التدفقات النقدية لبيع هذه المنتجات للمستهلكين، ويتطلب القانون أن ينوب عن مالكي الصكوك في إدارة المشروع محل التصكيك مدير للمشروع تعينه الشركة المصدرة بموجب عقد؛ وعليه ففي هذا المبحث سنقوم بدراسة ماهية المشروع المصكك ودور مدير المشروع والتزاماته من خلال المطالبين الآتئين:

المطلب الأول: ماهية المشروع المصكك.

المطلب الثاني: دور مدير المشروع والتزاماته.

المطلب الأول

ماهية المشروع محل التصكك

نصَّ المشرع المصري^(١) على مجموعة من الضوابط والسمات المرتبطة بالمشروع المصكك؛ وذلك بهدف الوصول إلى تمويل لمشروعات حقيقية وتساهم في دعم الاقتصاد الوطني، وكذلك للتأكد من قدرة الشركة الراغبة في التمويل على سداد مستحقات مالكي الصكوك، وسيتم توضيحها على النحو الآتي:

أولاً: أن يدر دخلاً وفقاً لدراسة جدوى تعد لهذا الغرض:

اشترط المشرع المصري ضرورة إعداد دراسة جدوى عن المشروع المراد تمويله بالصكوك الإسلامية، ولم يتطلب المشرع المصري سواء بالقانون الملغى أو بالأحكام القانونية السارية أن تقتصر دراسة جدوى المشروعات على تمويل المشروعات الجديدة بالنسبة للمشروعات الخاصة، ولكنه قد نص بالقانون الملغى على إصدار صكوك المنافع والخدمات الحكومية بحيث يكون الهدف إنشاء وتمويل مشروعات جديدة^(٢)، ونرى أن المشرع كان متزايداً في القانون الملغى اشتراطه بأن يكون التمويل لمشروعات جديدة فقط، وحسناً ما أقره المشرع من عدم اشتراط ذلك بالقوانين المنظمة للصكوك الإسلامية السارية حالياً^(٣)، فالتنمية تحتاج إلى تمويل مشروعات قائمة، كما تحتاج إلى تمويل مشروعات جديدة من أجل تحقيق دخل أكبر بما يحقق فوائد اقتصادية واجتماعية.

(١) المادة (١٤ مكرراً ٣) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (١٥) من قانون إصدار الصكوك رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣.

(٣) تستخدم حصيلة الاكتتاب في الصكوك السيادية في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنمية المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة على النحو الذي يصدر به قرار من الوزير المختص بعد التشاور مع الوزير المعني بشئون التخطيط.

ويستطيع المستثمر اتخاذ قراره الاستثماري الصائب بعد دراسة نشرة الطرح الذي تطلب المشرع أن تتضمن وصفاً تفصيلياً عن المشروع المصكك والعائد الذي يدره الصك ومدته^(١)، ويمكن للمستثمر إحلال نتائج استثمار الأصل محل التصكيك في إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول والإصدارات القائمة على الأصول - التي قد لا يتم تحديد أصولها في أول الإصدار - من خلال دراسة هيكل المشروع التي توضحه دراسة الجدوى التي تشتمل على النموذج المالي المصاحبة لنشرة الطرح، كما يستطيع المكتتبون الاعتماد على التقارير الصادرة من الشركة المستفيدة والشركة المصدرة خلال عمر الإصدار لمعرفة ماهية الأموال التي يملكونها، ويستلزم القانون توصيف المشروع المصكك حتى يتمكن مالكو الصكوك من التنفيذ على أصوله لاستيفاء حقوقهم في حالة تعثر الشركة المستفيدة عن الوفاء بمسئولياتهم.

وأشار رأي^(٢) إلى أنه لا يمكن استخدام حصيلة إصدار الصكوك في مشروع خيري لا يدر عائداً لغياب القيمة الاستثمارية، ونرى أن عديداً من الجمعيات الخيرية تقوم بتمويل مشروعات خيرية وتستخدم جزءاً من العائد في تنمية المشروع الخيري والجزء الآخر في إعالة المستفيدين من المشروع، ومن هذا المنطلق تستطيع أي شركة مستفيدة أن تقوم بتصكيك أحد المشروعات ليتم صرف عائدها بعد ذلك في أعمال أخرى خيرية وخدمية.

ثانياً : أن تديره إدارة متخصصة، تتمتع بخبرة عالية في نوع النشاط:

أشار المشرع بقانون الصكوك الملغى إلى ضرورة أن يكون هدف المشروع ونشاطه مشروعاً، وأشار رأي^(٣) إلى أن تطلب المشرع ليس

(١) لبنى عماد محمد عبد العزيز، الصكوك كأداة للتمويل وفقاً لقانون رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٦، ص ١٢٠.

(٢) مرجع سابق، ص ١٢٥.

(٣) لبنى عماد محمد عبد العزيز، الصكوك كأداة للتمويل وفقاً لقانون رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣، مرجع سابق، ص ١٢٣.

بمطلب جديد؛ لأن تأسيس الشركات والمشروعات لا يمكن أن يكون محلها مخالفاً للنظام العام والآداب، ونرى أن مقصد المشرع هو أن تتوافق المشروعات المصككة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها بجانب توافقها مع القانون و عدم مخالفتها للنظام والآداب العامة.

وتطلب المشرع المصري أن تكون إدارة المشروع من خلال إدارة متخصصة تتمتع بخبرة عالية متناسبة مع مجال المشروع هو مطلب صائب ولم يحظر المشرع اضطلاع الجهة المستفيدة بإدارة المشروع لأنها الأقدر على المعرفة ببواطن القوة والضعف للمشروع المصكك، ولديها القدرة على توقع العوائد الاقتصادية المستقبلية، فغالباً ما يكون المشروع المصكك هو ذاته غرضاً من أغراض الشركة المستفيدة^(١)، وهذا ما يحدث بالفعل في الواقع العملي؛ حيث استقرت الشركات المصدرة على تعيين الشركات المستفيدة مديراً للمشروع المصكك.

وتكون إدارة المشروع وفقاً لعقد إدارة المشروع المبرم بين الشركة المصدرة والشركة المستفيدة بصفتها مدير المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بتضمين هذا العقد كافة الشروط والأحكام المنظمة لعمل مدير المشروع وبيان كافة الالتزامات والواجبات الملقاة على عاتقه؛ لضمان إدارة المشروع المصكك بشكل صحيح، وبما يحفظ حقوق مالكي الصكوك.

ثالثاً: أن يكون النشاط أو المشروع داخل جمهورية مصر العربية، ما لم تكن الشركة أو الجهة مصرية:

ناقض المشرع المصري نفسه بقانون سوق رأس المال؛ حيث اشترط أن يكون النشاط أو المشروع داخل جمهورية مصر العربية، ثم عاد وذكر عبارة "ما لم تكن الشركة أو الجهة مصرية"، وهي عبارة تناقض ما انتواه،

(١) أجازت الهيئة العامة للرقابة المالية لشركة كونتكت للتمويل ش.م.م بصفتها الشركة المستفيدة أن تقوم بإدارة المشروع المصكك في أول إصدار مضاربة والإصدارات اللاحقة له، وكذلك أجازت للشركة العربية للمشروعات والتطوير العمراني ش.م.م بأن تكون مدير المشروع في أول إصدار إجارة.

ويفهم منها إمكانية إصدار الصكوك بالداخل إذا كانت الشركة المستفيدة غير مصرية واستخدام حصيلة الاكتتاب لتمويل مشروع بالخارج، وكان من الممكن أن يساير المشرع المصري كلاً من المشرع الأردني والمشرع التونسي اللذين لم يشترطا استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك داخل الحدود الوطنية.

ونرى أنه ينبغي على المشرع المصري عدم الإفراط في السماح بتمويل مشروعات بخارج مصر؛ لأننا ما زلنا بحاجة لوجود أنشطة ومشروعات حقيقية تدر دخلاً لدعم التنمية الاقتصادية داخلياً؛ وعليه فلن يكون مقبولاً تجميع الأموال من الداخل وعمل مشروعات تخدم التنمية الاقتصادية لبلاد أخرى بالخارج.

رابعاً: أن يكون له حسابات مالية مستقلة عن الأنشطة أو المشروعات الأخرى الخاصة بالجهة المصدرة والجهة المستفيدة وتستخرج منها القوائم المالية الدورية والسنوية:

تطلب المشرع المصري استقلال حسابات المشروع أو النشاط المصكك عن الحسابات الخاصة بالجهة المستفيدة والجهة المصدرة، كما يعد التمويل عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية تمويلاً خارج ميزانية الشركة المستفيد Off Balance Sheet؛ حيث يتم نقل ملكية أصول المشروع إلى الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك سواء عن طريق الحوالة أو عن طريق التجديد، ويترتب على ذلك إخراج قيمة هذه الأصول من الحسابات الدفترية للشركة المستفيدة لتصبح منفصلة ومستقلة عن الحسابات الخاصة بالشركة المصدرة والشركة المستفيدة وتضمنها للحسابات الخاصة بالمشروع المصكك، وذلك يساعد على معرفة حقوق ومستحقات مالكي الصكوك من خلال القوائم المالية المنفصلة للمشروع المصكك.

وفي هذا السياق يمكن اعتبار المشروع المصكك بمثابة شركة محاصة

بين الشركة المستفيدة والشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، ورغم أنها شركة مستترة قانوناً إلا أن المشرع تطلب أن يكون لها حساباتها المستقلة، وقد رأى البعض^(١) ضرورة تطلب أن تكون الشركة المستفيدة مستقلة تماماً عن الشركة المصدرة (الشركة ذات الغرض الخاص) قانونياً ومحاسبياً، وهذا المطالب متحقق حتى لو كانت الشركة المستفيدة تابعة أو شقيقة للشركة المصدرة؛ لوجود شخصية معنوية منفصلة لكل منهما، وكذلك ذمة مالية منفصلة كأثر من آثار الشخصية المعنوية.

وكأثر قانوني لوجود الحساب المستقل للمشروع المصكك وفق المعمول به بالتشريع المصري وما يتبعه المشرع الأردني إلى جانب أن المشرع الفرنسي ذاته استلزم انتقال الأصول من الشركة المنشئة للشركة ذات الغرض الخاص بصفتها المالك الائتماني، بموجب إبرام عقد ثقة بينهما مع تضمين العقد خيار إعادة الشراء للشركة المنشئة في إصدارات الصكوك التي تمت في فرنسا؛ وذلك لكون أصول المشروع المصكك قد انتقلت إلى الشركة ذات الغرض الخاص بعد تسجيل البيع بالشهر العقاري ليكون بيعاً حقيقياً ويكون له حسابات مستقلة، وبموجب ذلك فإنه يحق للمستفيدين التنفيذ على الأصول محل التصكيك لاستيفاء حقوقهم^(٢).

خامساً: أن يتولى مراقبة حسابات المشروع مراقب حسابات أو أكثر، تعيينه الجهة المصدرة من بين مراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة:

اشتراط المشرع المصري أن يتم مراجعة حسابات المشروع المصكك من مراقب حسابات أو أكثر على أن يتم تعيينه من قبل الشركة المصدرة،

(١) حسين حامد حسان، دراسة بعنوان أدوات التمويل الإسلامية الصكوك بديلاً عن القرض بفائدة، ص ٣١.

(٢) محمد مبارك فضيل، التنظيم القانوني للصكوك التمويلية وتمييزها عن السندات: دراسة في القانون الكويتي والقانون المقارن، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٣، ص ١٦٥.

كما اشترط المشرع أن يكون هذا المراقب من ضمن المسجلين لدى الهيئة^(١)، ولم يتطلب المشرع صراحة أن يكون مراقب الحسابات مستقلاً عن الشركة المصدرة أو عن الشركة المستفيدة.

وبناء عليه يمكن افتراض ما إذا كان مراقب الحسابات تابعاً لأيٍّ من الجهتين أو مستقلاً عنهما، وذلك على النحو التالي:

أولاً: الفرض بأن يكون مراقب الحسابات تابعاً لأيٍّ من الجهتين:

إذا افترضنا أن مراقب حسابات المشروع تابع للشركة المستفيدة فإن ذلك يعني أن هناك احتمالاً لأن يتبع ما تمليه عليه الشركة المستفيدة؛ وعليه لن يتحقق دقة وحيادية الفصل بين الحسابات التي تطلبها المشرع، وأيضاً إذا كان مراقب الحسابات تابعاً للشركة المصدرة فسينطبق ذات ما أوضحناه بشأن الشركة المستفيدة، وإذا قمنا بدراسة نشرات الاكتتاب للإصدار الأول والثاني للصكوك الإسلامية بجمهورية مصر العربية فسندري أنه في الإصدار الأول لصكوك الإجارة ذكر بنشرة الاكتتاب أسماء مراقبين حسابات مختلفين لكل من الشركة المستفيدة والشركة المصدرة والإصدار ذاته، ومن الملاحظ

(١) ١- مرور خمس سنوات على قيده في السجل العام للمحاسبين والمراجعين بوزارة المالية ممن لهم الحق في مراجعة واعتماد ميزانيات الشركات المساهمة.

٢- أن يكون عضواً بشعبة مزاوولي المهنة الحرة للمحاسبة والمراجعة بنقابة التجاريين.

٣- ما يفيد مراجعته لحسابات شركات مساهمة لمدة خمس سنوات على الأقل بمعدل مراجعة خمس شركات على الأقل سنوياً.

٤- أن يكون متحققاً في المحاسب أحد الشروط الآتية:

أ- أن يكون عضواً بجمعية المحاسبين والمراجعين المصرية، أو حاصلاً على إحدى الشهادات الأجنبية المهنية المعادلة لها، أو حصوله على درجة الدكتوراه في المحاسبة من إحدى الجامعات المصرية المعترف بها.

ب- أن يكون مقيماً في سجل مراقبي حسابات البنوك لدى البنك المركزي المصري على أن يكون قد قام بمراجعة حسابات أحد البنوك لمدة عام على الأقل بما يتفق مع معايير المحاسبة المصرية.

ج- أن يكون مقيماً في سجل مراقبي حسابات شركات التمويل العقاري لدى الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري (سابقاً)، على أن يكون قد قام بمراجعة إحدى شركات التمويل العقاري لمدة عامين على الأقل.

د- أن يكون مقيماً في سجل مراقبي حسابات شركات التأمين وإعادة التأمين وجمعيات التأمين التعاوني لدى الهيئة المصرية للرقابة على التأمين (سابقاً)، على أن يكون قد قام بمراجعة إحدى شركات التأمين لمدة عامين على الأقل.

أن جميعهم كانوا مستقلين عن بعضهم البعض، أما بالنسبة للإصدار الثاني لصكوك المضاربة سنجد أن مراقب حسابات الإصدار هو ذاته مراقب حسابات الشركة المصدرة بينما كان مراقب الحسابات للشركة المستفيدة مستقلاً، ولم يأت ذكر لتعيين مراقب حسابات المشروع بنشرات الطرح، وكان يتعين على الهيئة العامة للرقابة المالية التأكد من إدراج اسم مراقب حسابات المشروع، وأن يتوافر فيه الاستقلال عن كل من الشركة المستفيدة والشركة المصدرة؛ لأنه يمثل الرقابة الداخلية للتأكد من أن المشروع يدار بنجاح وعلى أكمل وجه، وبما يحفظ استمرار كفاءة المشروع المصكك والحفاظ على حقوق مالكي الصكوك، وذلك من خلال الاطلاع على تقريره المصاحب للقوائم المالية للمشروع دورياً.

ثانياً: الفرض بأن يكون مراقب الحسابات مستقلاً عن الجهتين أو أي من أطراف عملية التصكيك:

حيث عدد المعيار المحاسبي المصري رقم (٢٤) الاستقلالية^(١)، ووصفها بأنها استقلالية من حيث الجوهر أو الشكل، ويبيّن أن المقصود باستقلال الجوهر هو الصفاء الذهني لمراقب الحسابات وبعده عن أية ضغوط خارجية مؤثرة على حكمه الشخصي، بينما المقصود من استقلالية الشكل هو بعد مراقب الحسابات عن أية ظروف أو وقائع خارجية مؤثرة على طبيعة عمله، و يحظر على مراقب الحسابات (بما في ذلك أعضاء فريق العمل) أن يكون له أي مصلحة مباشرة وغير مباشرة بالعمل الذي يتولّى مراجعته، أو الاشتراك في إدارته أو الاستثمار فيه^(٢).

وتطلب دليل معايير حوكمة الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة أن

(١) المعيار المحاسبي المصري رقم (٢٤) معيار السلوك المهني "الاستقلالية"، قرار وزير الاقتصاد رقم ١٤٦ لسنة ٢٠٠٤ الصادر في ١٠/٣/٢٠٠٤.

(٢) ونص المادة (١٠٤) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ أنه: "لا يجوز الجمع بين المراقب والاشتراف في تأسيس الشركة أو عضوية مجلس إدارتها أو الاشتغال بصفة دائمة بأي عمل فني أو إداري أو استشاري فيها، ولا يجوز كذلك أن يكون المراقب شريكاً لأي شخص يباشر نشاطاً ممّا نصّ عليه في الفقرة السابقة، أو أن يكون موظفاً لديه أو من ذوي قرابه حتى الدرجة الرابعة...".

يجدد لمراقب الحسابات بحد أقصى لمدة خمس سنوات، على أن يراعى تغييره بعد ذلك، ولا ينبغي إعادة تعيينه قبل انقضاء ثلاث سنوات على انتهاء عمله كمراقب حسابات للشركة^(١)، وقد صارت هذه المدة ست سنوات طبقاً لقواعد الحوكمة الصادرة في ٢٠٠٧، ولا ينبغي إعادة تعيينه قبل انقضاء سنتين على انتهاء عمله كمراقب حسابات للشركة^(٢).

ونرى أن الاستقلالية المترتبة على تغيير مراقب الحسابات لا تنطبق على إصدارات الصكوك؛ حيث يمكن استمرار مراقب حسابات المشروع لمدة عمر الإصدار الذي قد يصل إلى ثلاثين عاماً.

كذلك فإنه وفقاً للقانون المصري يرى الكثير من الفقهاء اصطباغ القرارات الصادرة من الهيئة بالصفة التشريعية؛ وعليه يشكل عمل مراقب الحسابات الذي يخالف -على سبيل المثال: معيار السلوك المهني "الاستقلالية"- المعيار المحاسبي المصري رقم (٢٤)^(٣) خطأً مدنياً يُحاسب عليه؛ لذا يلزم على مراقبي الحسابات الإفصاح عن أي تهديدات جوهرية^(٤) تشوب استقلالهم، وينبغي عليهم -في هذا الشأن- العمل على توفير أدوات حماية لخفض هذه التهديدات الجوهرية إلى مستوى مقبول أو استمراره فيه، مع التزامه بالإفصاح المسبق والمستمر لتجنب تعارض المصالح، فإذا لم يستطع فيتعين عليه إنهاء العلاقة بالاعتذار عن قبول العمل.

كما يجب على مراقبي الحسابات الإفصاح عن موقف المخالفات التي يكتشفها وتحديد ما إذا كانت قائمة أو منتهية^(٥)، وهناك رأي آخر يرى^(٦)

(١) دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وغير المقيدة بالبورصة الصادر في ٢٠١٦/٧/٢٦.

(٢) دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات الصادر من مركز المديرين المصري بتاريخ فبراير ٢٠١١.
(٣) قرار وزير التجارة الخارجية رقم ١٤٦ لسنة ٢٠٠٤ المنشور بالوقائع المصرية العدد (٥٣) في ٢٠٠٤/٣/١٠.

(٤) ورد تعريف التهديدات التي تواجه الاستقلالية بالبنود (٢١)، (٢٢)، (٢٣)، (٢٤)، (٢٥)، (٢٦) من المعيار المحاسبي المصري رقم (٢٤)؛ وهي: أ- وجود مصلحة شخصية للمراجع. ب- القيام بمراجعة ما تم إعداده بمعرفة نفس المراجع. ج- الدفاع عن مصالح العميل أمام الغير. د- التألف غير المهني مع العميل. هـ- الضغوط التي قد يفرضها العميل على فريق خدمة التأكد.

(٥) عملاً بما نصت عليه الفقرة (ز) من المادة (١٠٦) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.
(٦) علي قاسم، مراقب الحسابات: دراسة قانونية مقارنة لدور مراقب الحسابات في شركة المساهمة، مرجع سابق، ص ١٩٣، ١٩٤.

ضرورة الإدلاء بالمخالفات القائمة، وكذا التي تم تداركها مع بيان السبل التي اتبعتها الشركة للتغلب على هذه المخالفات، ولا يوجد التزام على مراقب الحسابات بالإدلاء الفوري لهذه المخالفات، وعموماً فإنه يجب على مراقبي الحسابات التحقق بانتظام من دفاتر المشروع المصكك والدورة المستندية للحسابات الداخلية؛ وإعداد التقارير المصاحبة للبيانات المالية السنوية.

ويتعيّن على المشرع المصري النص على استقلال مراقب حسابات المشروع المصكك عن الشركة المستفيدة والشركة المصدرة لأنه هو صمام الأمان لمالكي الصكوك والغير المتعامل مع المشروع المصكك.

وقد رتب المشرع المصري الجزاء بقانون صكوك التمويل الملغى على كل مراقب حسابات للشركة ذات الغرض الخاص أو المشروع أو النشاط يقوم متعمداً بوضع تقرير غير صحيح عن نتيجة مراجعته أو أخفى عمداً وقائع جوهرية في هذا التقرير، ولم ينص المشرع بقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على تلك العقوبة اعتماداً على تطبيق مواد العقوبات الواردة بالقانون، لكنه رتب الجزاء بقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ على مراقب حسابات الشركة ذات الغرض الخاص بالمادة (٢٣)^(١)، ولم يتناول الحديث عن مراقب حسابات المشروع المصكك.

ثالثاً: أن تصدر القوائم المالية للنشاط أو المشروع وتراجع وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المشار إليها في قانون سوق رأس المال.

لم ينص المشرع المصري كما نص المشرع الأردني^(٢) على استخدام معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، إنما أشار لاستخدام

(١) المادة (٢٣) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ : "... يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنة، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد عن مليون جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من ارتكب أحد الأفعال الآتية: وضع مراقب حسابات شركة التصكيك السيادي لها عمداً تقريراً غير صحيح عن نتيجة مراجعته، أو أخفى عمداً وقائع جوهرية في هذا التقرير...".

(٢) نص المشرع الأردني في المادة (١٣) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢ على أن تصدر البيانات المالية للمشروع وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعتمدة للبنوك الإسلامية الأردنية وفق أحكام التشريعات النافذة.

المعايير المحاسبية التي ينص عليها قانون سوق رأس المال، وقد أحال المشرع^(١) المجلس الهيئة مهمة تحديد معايير المحاسبة والمراجعة المطبقة مع إعطائه إمكانية الاعتماد على معايير محاسبية ومراجعة صادرة من إحدى الجهات الدولية ذات الاختصاص.

وقد صدر قرار الهيئة^(٢) بإلزام شركات التصكيك والجهات المستفيدة من حصيللة الصكوك لدى إعدادها وعرضها للقوائم المالية أن تكون وفق معايير 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، ووفق هذا القرار نرى أن الهيئة تعطي الأولوية في التطبيق لمعايير المحاسبة المصرية، وتكون المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية هي مصدر ثانوي استرشادي، ولا يمكن تطبيقه وحده إنما دائماً يكون تطبيق هذه المعايير مشروطاً بتوافقه مع معايير المحاسبة المصرية.

وكان الأخرى على المشرع تطبيق مبادئ هيئة المحاسبة والمراجعة للتمويل الإسلامي Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) وذلك من أجل التماشي مع المتغيرات المستمرة في عمل أسواق المال، وقد تشكلت في مصر بالفعل لجنة دائمة هدفها إعداد معايير المحاسبة ومعايير المراجعة للقوائم المالية وما يرتبط بهم من قواعد السلوك المهني^(٣)، وتستقي هذه اللجنة معلوماتها من

(١) المادة (١٦ مكرراً ٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٨٨ لسنة ٢٠١٨ بشأن معايير المحاسبة للشركات المصدرة للصكوك والشركات المستفيدة ومعايير المراجعة التي يلتزم بها مراقبو الحسابات.

(٣) قرار وزارة الاقتصاد رقم ٤٧٨ لسنة ١٩٩٧ المنشور بالوقائع المصرية بالعدد رقم (٢٩٩) (تابع) في ١٩٩٧/٩/٢٨.

الدراسات والاستشارات الفنية من المنظمات المهتمة بأسواق المال أو الجهات البحثية أو من المختصين من الجهات العامة.

المطلب الثاني دور مدير المشروع والتزاماته

تطلب المشرع أن يدير المشروع إدارة متخصصة ولها سابقة أعمال في مجال المشروع المصكك، ويمكن كما سبق البيان أن يقوم بدور مدير المشروع الشركة المستفيدة باعتبارها المسئول عن المشروع أو النشاط؛ فهي الأكثر دراية بطبيعة وكيفية إدارة المشروع المصكك، ويتمشى ذلك مع تطلب المشرع المصري لضرورة تعيين إدارة متخصصة تتمتع بخبرة عالية؛ وذلك لضمان نجاح النشاط أو المشروع المصكك^(١)، كما تطلبت اللائحة التنفيذية^(٢) كذلك تعيين إدارة لها سابقة خبرات في إدارة المشروعات المماثلة للمشروع محل التصكك.

ولم يتطلب القانون تحديد جنسية مدير المشروع؛ وعليه فمن الممكن أن يكون مصرياً أو أجنبياً مع ضرورة أن يكون النشاط أو المشروع داخل جمهورية مصر العربية، وبناء عليه تكون المتطلبات الرئيسية اللازم توافرها في مدير المشروع هي ذات المتطلبات الخاصة بمديري الشركات إذا كان المدير فرداً طبيعياً، وإذا ما كان مدير المشروع شخصاً اعتبارياً فيتطلب فيه ذات الأحكام المتعلقة بأهلية الشركة المدير.

وتنطبق أحكام الإنابة أو الوكالة على عمل مدير المشروع باعتباره وكيلاً عن الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، ووفق الإصدار الأول لشركة ثروة للتصكك فقد تم الاتفاق بنشرة الطرح أن تقوم الشركة المستفيدة بإدارة المشروع والتعاقد مع الغير باسم ولحساب الشركة المصدرة، ويقتضي ذلك

(١) المادة (١٤ مكرر ٣) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) البند (٥) من المادة (١٦ مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

مناً دراسة الطبيعة القانونية لمدير المشروع للتعرف على مسؤولياته والتزاماته؟ وللتوصل إلى ما إذا كان يحق لمدير المشروع التعاقد باسمه ولحساب غيره بصفته نائباً أم وكيلاً تجارياً أم وكيلاً بالعمولة عن الشركة المصدرة؟

بداية: إن الهدف من الوكالة أن تكون نيابية؛ أي يتصرف الوكيل باسم الموكل ولحسابه، وقد ثار خلاف حول ذلك بمعنى أن تكون الوكالة بغير إنابة، ويترتب على ذلك أن يتصرف الوكيل باسمه ولحساب موكله، وهو ما يعني أن الوكيل يتصرف من أجل تحقيق مصالح موكله^(١).

ومن المتفق عليه في كثير من النظم القانونية؛ كالتقنين السويسري والفرنسي والإيطالي والألماني، الذي سار على نهجهم المشرع المصري عند سنّه للقانون المدني، يكون تناول أحكام النيابة في المبادئ العامة للعقد، وقد أدرجها المشرع المصري بالمواد من (١٠٤ حتى ١٠٨) بالقانون المدني، بينما اعتبر الوكالة من العقود المسماة، وتناولها من المواد (٦٩٩ إلى ٧١٧)^(٢).

وقد ورد تعريف الوكالة بالمادة (٦٩٩) من القانون المدني بأن: "الوكالة عقد بمقتضاه يلتزم الوكيل بأن يقوم بعمل قانوني لحساب الموكل"، وقد روعي في القانون المدني فصل أحكام النيابة عن أحكام الوكالة؛ حيث يكون مصدر النيابة العقد أو القانون أو القضاء، بينما يكون مصدر الوكالة دائماً الاتفاق^(٣)، وربما كان ذلك أصح عندما اختار المشرع أن تكون الشركة المصدرة نائباً عن مالكي الصكوك لتكون نيابة قانونية، حيث تتعاقد الشركة المصدرة وفقاً لإرادتها لا إرادة الأصيل^(٤) -مالكو الصكوك- عند البدء في

(١) محسن عبد الحميد إبراهيم، فكرة الوكالة بغير نيابة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية عدد خاص ٩٩٥، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ٢٠١٢، ص ٣.

(٢) جمال مرسي بدر، النيابة في التصرفات القانونية، طبيعتها وأحكامها وتنازع القوانين فيها، الهيئة العامة للكتاب، ١٩٨٠، ص ١١، ١٢.

(٣) محسن عبد الحميد إبراهيم، فكرة الوكالة بغير نيابة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، مرجع سابق، ص ٥٥.

(٤) عبدالرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء الأول، مصادر الالتزام، تنقيح المستشار أحمد مدحت المراغي، ص ١٥٦.

التصكيك وإعداد نشرة الطرح، ولكن يمكن أن تكون وكيلاً، كما اتجهت أغلب التشريعات المقارنة في اتباعه؛ حيث تعدُّ نشرة الاكتتاب عقداً وبالتالي تكون الشركة المصدرة وفقاً لنشرة الاكتتاب وكيلاً عن مالكي الصكوك في إبرام التصرفات القانونية مع أطراف عملية التصكيك.

ويقصد بالإنابة حلول إرادة شخص وهو النائب محلَّ إرادة شخص آخر وهو الأصيل في إبرام تصرف قانوني باسم ولحساب الأصيل؛ وعليه تكون إرادة إبرام التصرف للنائب الذي يكون طرفاً في إبرام التصرف، ولكن لا يكون طرفاً في العلاقة الناشئة عن التصرفات القانونية؛ حيث تستقر كافة آثار التصرف من حقوق والتزامات في ذمة الأصيل^(١)، وطبقاً للمادة (١٠٦) من القانون المدني التي تنص على "إذا لم يعلن العاقد وقت إبرام العقد أنه يتعاقد بصفته نائباً، فإن أثر العقد لا يضاف إلى الأصيل دائماً أو مديناً".

وبناء عليه فإنَّ عدم إعراب النائب ضمناً أو صراحة بنيابته في التعاقد عن الغير يترتب عليه انصراف التصرفات القانونية المترتبة على التعاقد إلى ذمته، وقد خفف المشرع من ذلك الحكم؛ حيث قضى استثناءً بأنه في حالة عدم ذكر النائب وقت إبرام العقد أنه يتعاقد بصفته نائباً يمكن أن يضاف أثر التصرف إلى الأصيل إذا كان الغير المتعاقد معه يعلم بوجود النيابة أو كان يستوى عنده أنه يتعامل مع الأصيل أو مع النائب، والفارق بين الوكالة والنيابة أن الأولى يترتب عليها أن الوكيل يتصرف باسمه ولحساب الموكل؛ ممَّا يعني انصراف آثار التصرف القانوني إلى ذمة الوكيل، بينما في الإنابة تنصرف آثار التصرف إلى ذمة الموكل مباشرة بدون أن تمر بذمة النائب^(٢).

ونرى أنه بمجرد توقيع المكتب على نشرة الاكتتاب الخاصة بالإصدار التي

(١) مرجع سابق، ص ١٥٩.

(٢) محسن عبد الحميد إبراهيم، فكرة الوكالة بغير نيابة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية مرجع سابق، ص ١٨.

ينص بها على الهيكل التعاقدى وطبيعة سير عمل المدير، فإن ذلك يرتب إمكانية إبرام مدير المشروع للتصرفات القانونية مع الغير باسمه ولحساب الشركة المصدرة، وفي هذه الحالة يتحقق علم مالكو الصكوك جيداً بأن المدير يعد نائباً عن الشركة المصدرة، وبالتالي نائباً عنهم في إبرام التصرفات مع الغير.

والتفريق بين الوكالة والنيابة يكمن في أن الوكالة يكون الوكيل نائباً عن شخص الموكل، أما بالنسبة للنيابة فالتمييز يكون بين موضوعين، إما نيابة النائب عن شخص الأصيل أو نيابته عن مصالح الغير^(١)، ومن ثم يمكن القول بأن مدير المشروع هو وكيل بالعمولة أو نائب عن الشركة المصدرة في إبرام التعاقدات مع الغير، وظهر ذلك في الإصدار الأول للمضاربة الخاصة بشركة كونتكت لتمويل السيارات، فكانت الشركة المستفيدة هي مدير المشروع ونائباً عن الشركة المصدرة في إبرام التعاقد باسمها ولصالح الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، وهو ما يترتب عليه وفقاً لما ورد بالقانون المدني حق الشركة المصدرة بصفتها دائناً الرجوع والطعن في التصرفات التعاقدية المبرمة بين الشركة المستفيدة وعملائها إذا تواطأت معهم^(٢).

وفكرة الوكالة بغير نيابة هي فكرة واضحة شريطة تبني الفقه مفهومًا واسعًا للوكالة، ويرتبط بنظرة معينة للنيابة^(٣)، ووفقاً للمفهوم الضيق للوكالة فإن الأمر يستلزم دائماً وجود معيارين التعاقد باسم الموكل والتعاقد لحساب الموكل، أما بالنسبة للمفهوم الواسع للوكالة فإن ذلك يعطي الحق للوكيل أن يتعاقد باسمه الشخصي ولصالح الموكل، وهو ما يتضح من أحكام الوكالة بالعمولة؛ وعليه فإن الوكالة بالعمولة لا يمكن اعتبارها نيابة كاملة، وإنما تعد وكالة بالمفهوم الواسع لتفسير الوكالة ومن الممكن وصفها بأنها نيابة ناقصة.

(١) محسن عبد الحميد إبراهيم، فكرة الوكالة بغير نيابة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية مرجع سابق، ص ١٠٤.

(٢) عبدالرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء الأول، مصادر الالتزام، مرجع سابق، ص ١٥٩.

(٣) محسن عبد الحميد إبراهيم، فكرة الوكالة بغير نيابة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، مرجع سابق، ص ٧٧.

وقد عرفت المادة (١/١٦٦) من قانون التجارة الوكالة بالعمولة بأنها: "عقد يتعهد بمقتضاه الوكيل بأن يجري باسمه تصرفاً قانونياً لحساب الموكل"، ووفق ما جاء بالقانون فإن الوكيل بالعمولة يتولى إبرام العقد باسمه وهو ما يميزها عن الوكالة العادية المنصوص عليها بالقانون المدني وخروجاً على أحكامها.

وللرد على التساؤل: لماذا ينصرف آثار العقد إلى ذمة الأصيل على الرغم من أن الوكيل يتعاقد باسمه؟

فتتصرف آثار التصرفات القانونية في كل الأحوال إلى ذمة الأصيل؛ حيث ينبغي على النائب أن يتصرف في حدود نيابته، وذلك تنفيذاً لما نصت عليه المادة (١٠٥) من القانون المدني "إذا أبرم النائب في حدود نيابته عقداً باسم الأصيل فإن ما ينشأ عن هذا العقد من حقوق والتزامات يضاف إلى الأصيل"؛ وعليه إذا أبرم النائب تصرفاً خارج حدود نيابته فإن التصرف يكون موقوف الفاعلية لحين إجازته من الأصيل^(١).

وعلى ذلك فتعاقد الشركة المصدرة مع مدير المشروع يستلزم تضمين عقد الإدارة لكافة التعليمات الأمرة والبيانية لإدارة المشروع محل التصكيك، والنيابة في التعاقد تعد متماشية مع الفقه الإسلامي الذي يقر انصراف آثار العقود إلى ذمة الأصيل.

وطبقاً للمادة (١٧٣) من قانون التجارة فإنه يجوز:

أ. أن يصرح الوكيل بالعمولة باسم الموكل الذي يتعاقد لحسابه، إلا إذا طلب منه الموكل عدم الإقضاء باسمه، ولا يترتب على الإقضاء باسم الموكل تغيير في طبيعة الوكالة ما دام الوكيل يبرم العقد باسمه.

ب. على الوكيل بالعمولة الإقضاء إلى الموكل باسم الغير الذي تعاقد معه إذا طلب الموكل منه ذلك، فإذا امتنع الوكيل بالعمولة عن الإقضاء باسم الغير دون مسوغ مقبول جاز اعتباره ضامناً لتنفيذ العملية.

(١) مرجع سابق، ص ٢٠، ٢١.

وإذا ما أُناب الوكيل عنه غيره يكون مسئولاً عن عمل هذا النائب، كأن يكون صدر منه شخصياً بحيث يكون الوكيل والنائب متضامنين في المسؤولية^(١)، أما إذا رخص الموكل للوكيل إنابه غيره فيكون الوكيل مسئولاً فقط عن اختياره لنائبه، ويجوز في كلا الحالتين أن يرجع الموكل على النائب مباشرة طبقاً لنص المادة (٨٠٧) من القانون المدني.

ولا يوجد علاقة مباشرة بين الموكل والغير المتعاقد معه إلا في الاستثناء الذي ساقته لنا المادة (١٧٥) تجاري؛ حيث أوجد المشرع علاقة مباشرة بين الموكل والغير وذلك عند إفلاس الوكيل بالعمولة، وذلك تفادياً لدخول أية أثمان أو بضائع تخص أيّاً من الموكل أو الغير بحسب طبيعة التعامل، ويترتب على حكم هذه المادة أنه لا يمكن أن تدخل موجودات المشروع المصكك في الذمة المالية لمدير المشروع، ويحق لمالكي الصكوك مباشرة الرجوع عليها لاستيفاء حقوقهم.

(١) تناولت المواد من (١٦٧ إلى ١٧١) أحكام الوكالة بالعمولة بقانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩.



الباب الثاني المخاطر المرتبطة بالصكوك الإسلامية وطرق التحوط منها والرقابة عليها

بعد أن انتهينا من بيان ماهية الصكوك الإسلامية، وكذلك المسائل القانونية التي تحكم إصداراتها والتي من شأنها أن تؤثر على حقوق مالكي الصكوك، ففي هذا الباب سنقوم بإيضاح المخاطر المرتبطة بالتمويل عن طريق الصكوك الإسلامية وسبل التحوط منها والضمانات الشرعية المقدمّة للحفاظ على حقوق مالكي الصكوك، وكذلك بيان الرقابة على الإصدار والمشروع المصكك من تاريخ بدايته وحتى نهاية أجله، وذلك من خلال الفصول الآتية:

الفصل الأول: المخاطر المرتبطة بإصدار الصكوك الإسلامية وطرق التحوط منها.

الفصل الثاني: الرقابة على الإصدار والمشروع المصكك.





الفصل الأول المخاطر المرتبطة بإصدار الصكوك الإسلامية وطرق التحوط منها

يُقصدُ بمفهوم المخاطرة: أنها المتغيّر الذي يؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري، والمخاطر من الوجهة المالية تُعبّر عن إمكانية حدوث انحراف بين العائد المتوقع أو المخطّط له والنتائج الفعلية في المستقبل^(١)، وتعرّض الصكوك الإسلامية لنوعين من المخاطر؛ هما: المخاطر العامة والمخاطر الخاصة، وسنتناول الحديث عن هذه المخاطر من خلال المبحث الأول، كما سنتناول حقوق والتزامات جماعة مالكي الصكوك بالمبحث الثاني.

المبحث الأول: المخاطر المرتبطة بالصكوك وإدارتها و ضمانات التوقي منها.

المبحث الثاني: حقوق والتزامات جماعة مالكي الصكوك.



(١) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مج ٢٠، ع ١٤، ٢٠١٤، ص ١٦.

المبحث الأول المخاطر المرتبطة بالصكوك وإدارتها و ضمانات التوقي منها

تُعرّف المخاطر بأنها: الانحراف عن المسار الذي يوصل إلى النتيجة المتوقعة أو المأمول حدوثها^(١)، كذلك هناك ارتباط طردي بين العائد والخطر، فكلما ارتفعت المخاطر ارتفع العائد والعكس صحيح، ودائمًا ما يرتبط الاستثمار بمجموعة متنوعة من المخاطر؛ لذا سنقوم بدراسة هذه المخاطر بالمطلب الأول من هذا المبحث، كما سنتناول في المطلب الثاني كيفية إدارة هذه المخاطر و ضمانات التوقي من حدوثها؛ وذلك على النحو الآتي:

المطلب الأول: المخاطر المرتبطة بالصكوك.

المطلب الثاني: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية و ضمانات التوقي

منها.

المطلب الأول المخاطر المرتبطة بالصكوك

إنَّ الاستثمار من خلال الصكوك الإسلامية يحوطه عديد من المخاطر المرتبطة بطبيعتها المتماشية مع الشريعة الإسلامية أو تطبيقات القوانين الوضعية، وتختلف المخاطر المرتبطة بحسب طبيعة الإصدار فيما إذا كان إصدارًا مدعومًا بالأصول Asset Based Sukuk، أو إصدارًا مبنياً على الأصول Asset Based Sukuk، كذلك تكون المخاطر واردة الحدوث في إصدارات الصكوك الإسلامية السيادية في ظلّ بقاء الدولة مالكةً لحق الرقبة في موجودات عملية التصكيك، وأساس الخطر أنّ مالكي الصكوك لن يستطيعوا التنفيذ أو التصرف أو الحجز على موجودات عملية التصكيك السيادي لاستيفاء حقوقهم.

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٣٥.

وجدير بالذكر أنّ المخاطر لا تنصب فقط على الأصول المصككة، بل قد يأتي الخطر من جانب الشركة المصدرة، ولا يستطيع مالكو الصكوك الرجوع عليها لاستيفاء حقوقهم، ويظهر ذلك الخطر في إصدارات الصكوك المبنية على الأصول لأنها لا تعدو أن تكون مثل إصدارات السندات للشركات المساهمة؛ حيث تكون ديناً في ذمة الشركة المستفيدة، ويمكن التحوط من هذا الخطر بالنص على التزام الشركة المستفيدة بإعادة شراء الأصول في حالة التعثر والإخفاق في سداد مستحقات مالكي الصكوك، وينبغي على المشرّع المصري الذي نصّ على جواز تعهد الشركة المستفيدة بشراء هذه الموجودات قبل نهاية مدة الصكوك أن ينصّ على إلزامها بشراء الموجودات في حالة التعثر والإخفاق في أداء مستحقات مالكي الصكوك^(١).

وتحتّم فلسفة النظام المالي الإسلامي دراسة المخاطر المرتبطة بالصكوك؛ لأنه لا يمكن تحقيق أرباح بدون تقبّل تحمّل المخاطر التي تحيط بالعملية الاستثمارية؛ لذا ترتبط الصكوك الإسلامية بمجموعة من المخاطر العامة والخاصة، وسيتم تفصيل هذه المخاطر من خلال الفروع الآتية:

الفرع الأول: المخاطر العامة المرتبطة بالصكوك.

الفرع الثاني: المخاطر الخاصة المرتبطة بالصكوك.

الفرع الأول

المخاطر العامة المرتبطة بالصكوك

أولاً: المخاطر الائتمانية:

وتسمّى مخاطر التمويل، وهي تُعبّر عن احتمالية عدم الوفاء بالالتزامات التعاقدية في مواعيدها، ويرتبط هذا الخطر بالصكوك الإسلامية التي ترتبط بالتدفقات النقدية الآجلة المرتبطة بموجودات التصكك، فعلى سبيل المثال: إذا كانت الموجودات عبارة عن عينٍ مستأجرة فسداد مستحقات

(١) كوثر بوزميطة، دراسة نقدية لمقتضيات قانون الصكوك عدد ٣٠ لسنة ٢٠١٣، مجلة دراسات قانونية، جامعة صفاقس-كلية الحقوق، ع٢٣، ٢٠١٦، ص ١٨٧.

مالكي الصكوك سيكون من القيمة الإيجارية التي تُسَدِّدها الشركة المستفيدة إذا كانت هي المستأجر، أو في حالة إصدار الصكوك الإسلامية بصيغ المضاربة أو المشاركة يكون سداد مستحقات مالكي الصكوك من التدفقات النقدية الآجلة الناتجة من عقود تمويل الشركة المستفيدة لعملائها لشراء عقارات أو منقولات وفق دراسة جدوى المشروع المصكك.

وترجع المخاطر الائتمانية إلى عدم الكفاءة والملاءة المالية للعميل أو المستهلك النهائي المشتري لسلع وخدمات المشروع المصكك بالتفصيل، وبالتالي تَحَقُّقُ تعسره في سداد ما عليه من مستحقات، ويمكن التحوُّط من هذا الخطر عن طريق قيام الشركة المستفيدة مانحة الائتمان لعملائها بالتأكد من قدرتهم على السداد^(١) ورفض العميل الذي تكون درجته الائتمانية منخفضة أو دخله لا يكفي لسداد ما يكون مستحقاً عليه من أقساط.

وفي الواقع العملي فإن شركات التصنيف الائتماني تعطي درجاتها وتقييمها للصكوك المبنية على الأصول أو المخففة الدعم بالأصول بعد أن تقوم بالتأكد من الملاءة المالية لعملاء الشركة المستفيدة ومدى انتظامهم في سداد الديون المستحقة عليهم عن طريق ما يسمى بالـ Shadow Rating، والغالب أنها ترفض حوالة المحافظ الذي يزيد فيها درجة تقاعس العملاء عن السداد في تواريخ الاستحقاق، وقياس شركة التصنيف الائتماني من شأنه تجنيد مالك الصك من الدخول في مشروعات يحتمل فشلها أكثر من نجاحها، وقد تلجأ الشركات المستفيدة بتلافي هذا الخطر بتقديم الحلول؛ ومنها طرح صكوك إسلامية للاكتتاب في الإصدار بحوالي ٨٠% من قيمة محفظة الحقوق المالية محل المشروع المصكك، على أساس اعتبار أن نسبة ٢٠% المتبقية تبقى كضمان لتغطية أي نقص قد يحدث مستقبلاً في التدفقات النقدية للمشروع، والتي يُسَدِّد منها مستحقات مالكي الصكوك.

(١) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص ١٩.

ثانياً: مخاطر التأخر أو العجز في الوفاء:

مخاطر التأخر في الوفاء في سداد العوائد والدفعات المقررة لمالكي الصكوك تكون نتيجةً طبيعيةً لتأخر أو لعدم قدرة عملاء الشركة المستفيدة على السداد، وهذا الخطر يترتب عليه العجز في الوفاء بمستحقات مالكي الصكوك، كما يكون سبباً في تآكل رأس المال المستثمر، وقد يرجع ذلك الخطر لعدم اختيار الشركة المستفيدة للعملاء، والإخفاق في التأكد من جدارتهم الائتمانية، أو لانخفاض قيمة الأصل المصكك، ومن النادر حدوث خطر العجز في الوفاء بالنسبة لإصدارات الصكوك السيادية؛ وذلك لأنها مضمونة من وزارة المالية وهو ضمان الدولة، وذلك سيعطي إصدارات الصكوك السيادية درجة ائتمانية عالية؛ ومن ثم سيساعد على تشجيع المستثمرين واستقطابهم من داخل وخارج جمهورية مصر العربية للاستثمار في الصكوك السيادية حتى ولو كانت صادرة لتغطية عجز الموازنة العامة.

ثالثاً: مخاطر السوق:

أما مخاطر السوق فهي ناتجة عن تغير القيمة السوقية للأصل المصكك؛ كانهخفاض سعر العقار أو قيمته الإيجارية، وهذه المخاطر كفيلة بتهديد المشروع المصكك، وتغير القيمة السوقية هو سلاح ذو حدين؛ فقد يحقق المشروع خسائر فادحة أو أرباحاً عالية، وتضم مخاطر السوق المخاطر الآتية:

أ. **مخاطر سوق الأصول الحقيقية (السلع والخدمات):** وهي مخاطر تخص الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة ملكية وليست أداة دين؛ حيث إنَّ الصك عبارة عن حصة شائعة في ملكية موجودات المشروع المصكك التي قد تتعرض للهلاك، سواء بفعل عوامل خارجية؛ كالكوارث الطبيعية، أو بفعل عوامل داخلية؛ كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو

الموارد البشرية المؤهلة والمدربة^(١)، أو قد تتعرض لانخفاض سعرها في السوق عمّا هو متوقع من دراسة جدوى المشروع وتنتج هذه المخاطر من ظروف السوق؛ كالعرض والطلب، والسياسات الاقتصادية للحكومات، والعلاقات الاقتصادية الدولية، والأزمات الاقتصادية.

ب. مخاطر سوق المال: وتشمل: □

- مخاطر سعر الصرف: وهي مخاطر ترتبط بسوق النقد، وتنتج من تقلب أسعار صرف العملات في المعاملات الآجلة التي تعقدها المؤسسات المالية، وينتج ذلك الخطر عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملة أخرى، أو إذا كان مشروع الشركة المستفيدة عليه التزامات مرتبطة بتجارة دولية.

- مخاطر سعر الفائدة: وتتمثل في تقلب أسعار الفائدة في المستقبل بعد غلق باب الاكتتاب في الصكوك؛ حيث إنه كلما ارتفعت أسعار الفائدة انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة في سوق التداول الثانوي والعكس صحيح؛ مما ينتج عنه أثر سلبي على معدل العائد على الاستثمار، وانخفاض سعر الفائدة بالبنوك يعمل على تشجيع المستثمرين لشراء الصكوك الإسلامية ذات العائد الثابت نسبياً بسوق التداول الثانوي، وتعدّ الصكوك الإسلامية ذات العائد المتغير أقل تأثراً بالتغيرات في أسعار الفائدة، ولكن يظهر التأثير السلبي إذا كان العائد المتغير مرتبطاً بسعر مرجعي؛ كمعدل الفائدة (ليبور LIBOR)^(٢)، وهو ما اعتمدت عليه بعض الإصدارات بجمهورية مصر العربية^(٣)، وفي الغالب تتأثر أسعار الصكوك الإسلامية بتغير سعر الفائدة المرجعية في السوق الثانوية، لكن ممّا يُخفّف من تأثير ذلك الخطر عدم وجود نشاط دائم في السوق الثانوية لتداول

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٤٣.

(٢) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص ٢٤.

(٣) احتسبت شركة المجموعة المالية هيرمس للتصكيك ش.م.م العائد للإصدار الثاني بواقع (سعر الإقراض المعلن من البنك المركزي بالإضافة إلى نسبة الهامش قدرها (٠.٧٥%) على أن يتم مراجعة سعر الإقراض المعلن من البنك المركزي كل ستة أشهر.

الصكوك الإسلامية بجمهورية مصر العربية واتجاه مالكي الصكوك في الغالب - وخاصة البنوك- إلى الاحتفاظ بالصكوك الإسلامية حتى نهاية مدتها.

- مخاطر معدل العائد: يختلف هذا الخطر عن خطر معدل الفائدة؛ حيث إنَّ العائد يرتبط في الصكوك الإسلامية بنتائج الأنشطة الاستثمارية من خسارة أو أرباح، وغالبًا ما تسعى المؤسسات المالية إلى دفع عائد يفوق العائد الذي حققه فعلاً المشروع للاحتفاظ باستمرار مالكي الصكوك^(١)، وفي أحد الإصدارات لصكوك المضاربة الإسلامية بجمهورية مصر العربية نُكر بنشرة الطرح إرجاء نصيب الشركة المستفيدة لتأخذه في نهاية عمر الإصدار وبعد أن يحصل مالكي الصكوك على مستحقاتهم؛ وذلك لبث الطمأنينة على سداد مستحقات مالكي الصكوك، ومخاطر معدل العائد هي مخاطر نظرية وليست عملية؛ حيث إنَّ معظم إصدارات الصكوك لا تتعرض لهذا الخطر، إما لكونها تقوم على ملكية أصول حقيقية أو لكونها مضمونة الأصل والعائد من الشركة المستفيدة، وهي في ذلك الأمر تشبه السندات، ولا تقوم على مبدأ الغنم بالغرم.

- مخاطر أسعار الأوراق المالية: الصكوك الإسلامية باعتبارها ورقة مالية يجوز قيدها في البورصة، وبالتالي يختلف سعر تداولها بحسب ظروف العرض والطلب عليها، وقد تتأثر أسعار الصكوك بالانخفاض نتيجة لوجود مشاكل حقيقية مرتبطة بالمشروع المصكك أو نتيجة لانتشار الشائعات المغرصة حول الصك المتداول، وفي كلا الحالتين يؤدي ذلك إلى قلة الرغبة في اقتناء الصك ضمن المحافظ الاستثمارية للمستثمرين مما يضطر معه مالكو الصكوك للاحتفاظ به دون رغبة منهم في ذلك أو التخلص منها بأيّ ثمن متاح، وبالتالي تكبدهم لخسائر جراًء شرائهم الصك بأسعار مرتفعة عن سعر بيعه في السوق الثانوية.

- مخاطر التضخم^(٢): مخاطر التضخم تظهر عادة في شكل انخفاض

(١) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص ٢٥.

(٢) مرجع سابق، ص ٢٧.

في قيمة العملة وقدرتها على شراء الأصول والخدمات في السوق نتيجة لارتفاع الأسعار، ولكن إذا ما نظرنا إلى وضع إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول Sukuk Asset Backed نرى أن مخاطر التضخم قد تؤثر إيجاباً عليها؛ حيث سيرتفع قيمة الأصل والخدمات المصككة نتيجة لارتفاع أسعارها في السوق، ويظهر ذلك عند تصفية الصكوك وبيع الأصول الضامنة لها وتحويلها إلى سيولة، وقد يختلف الأمر بالنسبة للإصدارات القائمة على الأصول Sukuk Asset Based؛ حيث تتأثر طردياً بالسلب بالتضخم بزيادة مكوناتها من النقود والديون، حيث إنه كلما اعتمدت الإصدارات على النقود والديون دون الأصول يكون تأثير التضخم وارتفاع الأسعار له تأثيراً سلبياً في انخفاض قيمة هذه النقود والديون التي غالباً ما تكون في صورة شيكات آجلة الدفع.

الفرع الثاني

المخاطر الخاصة المرتبطة بالصكوك

تتعرض الصكوك الإسلامية -شأنها شأن كافة الأدوات المستخدمة في تمويل المشروعات- لمخاطر عامة ترتبط بالظروف السياسية والاقتصادية على مستوى الدولة التي تقوم بإصدارها أو على مستوى العالم، كما تتعرض لمخاطر خاصة بطبيعة المشروع أو الأصل المصكك؛ كالمخاطر المرتبطة بالصناعة أو الزراعة أو التجارة، ويمكن توضيح هذه المخاطر على النحو الآتي:

أولاً: مخاطر التحايل على الشريعة الإسلامية:

تتمثل هذه المخاطر في بيع العينة^(١)؛ حيث يكون لدى الشركة المستفيدة مشاكل مالية فتتطلب في التمويل عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية لحل مشاكل نقص السيولة، وليس بهدف إنشاء مشروع جديد أو تطوير مشروع

(١) بيع العينة هو من البيوع المنهي عنها شرعاً، ويلجأ إليه الشخص عندما يحتاج إلى المال، ويعرف بأنه: بيع السلعة بثمن مؤجل، ثم يشتريها منه بثمن عاجل أقل من ثمنها الأول، ما هو بيع العينة -موضوع، إبراهيم العبيدي، ما هو بيع العينة، ١٩ يونيو ٢٠١٧ > (mawdoo3.com) < (٢٠٢٢/٧/٢٧).

قائم -قرض مؤمن بالأصول- فنقوم الشركة المستفيدة بنقل ملكية الأصل المملوك لها للشركة المصدرة التي تتولى إصدار الصكوك الإسلامية بصيغة الإجارة على سبيل المثال، ثم تقوم الشركة المستفيدة باستئجار هذا الأصل مقابل أن تدفع الأجرة بثمن أعلى شهرياً حتى تمام سداد مستحقات مالكي الصكوك^(١)، ويكون الفرق بين حصيلة الاكتتاب والإيجار المسدد في نهاية عمر الإصدار هو بمثابة مصاريف القرض والفائدة من البنوك التجارية.

ثانياً: مخاطر عدم القدرة على استرداد قيمة الصك:

الاستثمار في الصكوك الإسلامية يُعدُّ استثماراً مغلقاً ولا يُتاح لمالكي الصكوك استرداد قيمة صكوكهم خلال عمر الإصدار إلا وفق الشروط والأحكام المنصوص عليها بنشرة الطرح، ولا يكون أمام مالكي الصكوك للحصول على التمويل إلا بيع الصكوك إذا كانت مقيّدة ببورصة الأوراق المالية بالسوق الثانوي، وإذا لم تكن هذه الصكوك مقيّدة فيتعين عليهم إبقاء تملك الورقة المالية حتى نهاية أجل الإصدار، ولكن في الحالتين قد تظهر مخاطر السيولة نتيجة لعدم قدرة مالكي الصكوك على تسيل الصكوك المملوكة لهم؛ لعدم وجود سوق ثانوية نشطة للصكوك وضعف تداولها، وغالباً ما يتم توقي هذا الخطر عن طريق أخذه في الاعتبار كمتغير تقوم الشركة المصدرة بحسابه في احتساب مستحقات مالكي الصكوك بالنموذج المالي للإصدار.

ثالثاً: مخاطر تملك مالكي الصكوك على الشيوخ:

نصَّ المشرع المصري على تملك مالكي الصكوك للموجودات على الشيوخ ولم يقنن هذه الملكية بالقانون، وفي هذه الحالة يكون لأي من مالكي الصكوك طلب القسمة والفرز والتجنيب مستنداً على نصوص القانون المدني المتعلقة بالملكية على الشيوخ، والتي تقضي بأن الأصل هو عدم إجبار

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٣٦.

الشركاء على البقاء في الشيوخ؛ وذلك وفقاً لنص المادة ٨٣٤ التي نصت على: "لكل شريك أن يطالب بقسمة المال الشائع لإزالة الشيوخ ما لم يكن مجبراً على البقاء في الشيوخ بموجب نص أو اتفاق...".؛ وعليه فإذا كان هناك اتفاق أو نص قانوني يقضي بالبقاء في الملكية على الشيوخ -ويُسمى وفقاً للقانون المدني^(١) بالشيوخ الإجباري^(٢) - لاستغلال المال أو لإجراء إصلاحات فيه بحيث لا تزيد على خمس سنوات، مع جواز تجديدها بين الشركاء إذا زادت على ذلك؛ طبقاً لما جاء بنص ٨٣٤ مدني^(٣).

وإذا ما طبقنا ما جاء بالقانون المدني فسيُشكّل ضرراً على الإصدار والمشروع المصكك وبمصلحة باقي الملاك على الشيوخ، وكان يتعيّن على المشرع المصري في هذه الحالة أن يطبق ما طبقه المشرع التونسي^(٤)؛ حيث قضى بعدم أحقية أيّ من حملة الصكوك أو ورثتهم وذوي الحق ودائنيهم طلب قسمة الصندوق المشترك (الذي يحوي موجودات الصكوك) وإذا ورد الاتفاق على ذلك بنشرة الطرح أو بأيّ من العقود المرتبطة يُعدّ هذا الاتفاق لاغياً؛ لذا يجب على المشرع المصري أن يتدارك هذه الجزئية ويوضّح حدود الملكية على الشيوخ لموجودات عملية التصكيك، كما قضى بالنسبة لصناديق الاستثمار بالمادة (١٥٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال^(٥).

(١) تنص المادة (٨٥٠) مدني: "ليس للشركاء في مال شائع أن يطلبوا قسمته؛ إذ تبيّن من الغرض الذي أعدّ له هذا المال أنه يجب أن يبقى دائماً على الشيوخ".

(٢) عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، حق الملكية مع شرح مفصل للأشياء والأموال، الجزء الثامن، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ص ٨٨١، ٨٨٤.

(٣) المادة (٨٣٤) مدني: "لكل شريك أن يطالب بقسمة المال الشائع لإزالة الشيوخ ما لم يكن مجبراً على البقاء في الشيوخ بموجب نص أو اتفاق، ولا يجوز بمقتضى الاتفاق أن تمنع القسمة إلى أجل يجاوز خمس سنين، فإذا كان الأجل لا يجاوز هذه المدة نفذ الاتفاق في حق الشريك وفي حق من يخلفه".

(٤) الفصل رقم ٢/١٣ من قانون الصكوك التونسي رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٣.

(٥) نصت المادة (١٥٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنه: "لا يجوز لحملة الوثائق أو ورثتهم أو دائنيهم طلب تخصيص أو تجنّب أو فرز أو السيطرة على أي من أصول الصندوق بأي صورة، أو الحصول على حق اختصاص عليها".

رابعاً: مخاطر السيولة (١):

خطر السيولة هو خطر يرتبط بالشركة المستفيدة، ويظهر عندما لا تستطيع الشركة الوفاء بالتزامها بسداد مستحقات مالكي الصكوك في مواعيدها نتيجة لظهور عارض عاديٍّ أو مفاجئٍ أثر على التدفقات النقدية للمشروع، وهذا الخطر يظهر كنتيجة لاعتماد الإصدارات على تحصيل التدفقات النقدية، خاصة في إصدارات الصكوك المبنية على الأصول، ويكون سببه عدم قدرة عملاء الشركة المستفيدة على سداد الأقساط المستحقة عليهم إذا كان مشروع الشركة المستفيدة يعتمد على إعطاء تمويل لعملائه لشراء السلع والخدمات وغيرها من الأصول العقارية.

ومن الملاحظ أن مخاطر السيولة ترتبط بشكل كبير في حالة تمويل المشاريع التابعة لشركات القطاع الخاص، إنما تكاد تتعدم بالنسبة لإصدارات الصكوك السيادية؛ كون المصدر في هذه الحالة جهات أو شركات حكومية، وتكون إصدارات الصكوك مضمونة من وزارة المالية، ويتم معاملتها من حيث الضمان كأذون وسندات الخزنة.

خامساً: المخاطر التشغيلية والصكوك الإسلامية (٢):

يُعدُّ هذا الخطر من المخاطر الخاصة إذا اتصل بأوجه الاختلال الوظيفي في نظم المعلومات ونظم رفع التقارير، وغالبًا ما يكون مصدر هذه المخاطر الأخطاء البشرية أو المهنية أو التقنية من العوامل الداخلية المؤدية لهذا الخطر: عدم كفاءة التجهيزات أو الوسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر المقدرات والمكثات في إدارة المشروع، كذلك يُشكّل ضعف الرقابة الشرعية خطرًا تشغيليًا على الإصدار، وقد يؤثر سلبًا على ثقة المتعاملين الذين يسعون للاستثمار في المشروع

(١) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص ٢٧ وما بعدها.

(٢) مرجع سابق، ص ٣٢ وما بعدها.

المصكك؛ لأنه تمويل يتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها. كما تُعدُّ المخاطر القانونية أحد أهم مخاطر التشغيل، وقد اعتبرت اتفاقية بازل للرقابة المصرفية جزءاً من مخاطر التشغيل التي تشتمل على الآتي:

أ. المخاطر التشريعية والقانونية: □

ينشأ هذا النوع في حالة عدم وجود إطار قانوني محدّد لتحديد مهام وواجبات أطراف عملية التصكك وعلاقتهم بالجهات والسلطات الرقابية، ويظهر هذا الخطر نتيجة للاختلاف بين تطبيق القوانين الوضعية على التمويل الإسلامي، ونجد ذلك بارزاً في التشريع المصري؛ حيث لا يحتوي القانون المدني والقانون التجاري على قواعد منظمة للتمويل الإسلامي، وبالتالي سيطبق القضاء القوانين الوضعية التي تبعد في التطبيق في بعض الأحيان مع أحكام التمويل الإسلامي؛ على سبيل المثال: في حالة الإصدارات المدعومة بالأصول العقارية، فقد ظهرت مشاكل نتيجة لعدم إتمام إجراءات البيع الحقيقي للأصول من الشركة المستفيدة إلى الشركة المصدرة وفقاً للقوانين الوضعية؛ وعليه تعرّض مالكو الصكوك لصعوبة في القدرة على التنفيذ على الأصول العقارية محلّ التصكك؛ لصعوبة الحكم بملكية العقارات للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك.

ب. مخاطر السياسة الضريبية التي تنتهجها الدولة: □

يكون للسياسة الضريبية التي تنتهجها الدولة دوراً فعالاً في تشجيع أو عزوف الراغبين في شراء الصكوك الإسلامية، فإذا ما قدّمت الدولة حوافز ضريبية فإن ذلك سيزيد أعداد المستثمرين في الصكوك الإسلامية، وإذا ما فرضت ضرائب عالية على دخل الإصدار وفرضت ضرائب أخرى على توزيعات الأرباح فإن ذلك سيكون دافعاً لعزوف المستثمرين عن اقتناء الصكوك الإسلامية؛ وعليه ينبغي على الدولة أن تُقرّر انتهاج سياسة الإعفاء

الضريبي على دخل مالكي الصكوك أو حتى تقرير إعفاءات نسبية؛ لأن ذلك سيؤدي لزيادة المشروعات الحقيقية بما ينعش الاقتصاد بالدولة.

سادساً: مخاطر نقص المعلومات:

هي مخاطر مرتبطة بعدم وجود شفافية ومعلومات صحيحة عن المشروعات أو الأصول محلّ عملية التصكيك، وهذه غالباً تظهر من الاعتماد على دراسات جدوى وهمية للمشروعات والأنشطة محلّ التصكيك، تستهدف تعظيم الأرباح بشكل لا يتماشى مع الواقع الاقتصادي لهذه المشروعات، أو تكون المشروعات محلّ التصكيك لا تتبع القواعد والنظم التي تؤهلها لمعرفة الملاءة المالية لعملائها وقدرتهم على سداد الأقساط، وهو ما يؤثر بالنهاية على التدفّقات النقدية للمشروع، ويظهر ذلك بوضوح في إصدارات الصكوك المبنية على الأصول.

ولخص رأي^(١) مخاطر الإصدارات الحالية للصكوك الإسلامية في: أنها مرتبطة بعدم وجود أصول متماشية مع الشريعة الإسلامية، بحيث تكون قادرة على تقديم عوائد جذابة لاستقطاب أصحاب الأموال للاستثمار في الصكوك، بالإضافة إلى عدم القدرة على استخدام الضمانات المرتبطة بإصدارات الأوراق المالية التقليدية؛ لعدم السماح باستخدامها في النظام الإسلامي كضمانات السداد وتعزيزات الائتمان وآليات دعم السيولة، كما أن عملية إدارة المخاطر للعملة وأسعار الفائدة والائتمان هي أمور غير مقبولة شرعاً، وقد استندت الدراسات للمشاريع المصككة بأنها عادة ما ترتبط بضعف تقدير معدلات الاسترداد المحتملة، وأهم المخاطر هي عدم وجود سوق ثانوية للتداول والقدرة على تسيلها بسهولة.

(1) Andreas Jobst, Peter Kunzel, Paul Mills and Amadou Sy, Islamic bond issuance: what sovereign debt managers need to know, Monetary and Capital Markets Department (MCM), International Monetary Fund (IMF), Washington, DC, USA, ><http://www.emeraldinsight.com/1753-8394.htm>< 11 December 2022.

ونرى أن هذا الرأي قد خالفه الصواب في كثير من أجزائه؛ لأن المعيار الشرعي رقم (٥) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) قد تضمّنت عددًا من الضمانات التي يمكن استخدامها، وقد عمل هذا على تشجيع المستثمرين للاستثمار في الصكوك الإسلامية، ويظهر ذلك من انتشار إصدارات الصكوك بالدول غير الإسلامية.

المطلب الثاني

إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وضمانات التوقي منها

يرى البعض^(١) أنه يُقصد بمصطلح إدارة المخاطر المرتبطة بالصكوك: أنها العمليات والإجراءات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي تحاول تغيير العلاقة بين العائد والمخاطرة المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية للمشروع المصكك بقصد تعظيم القيمة السوقية للصك؛ وحتى تتم إدارة المخاطر بشكل صحيح وفعال ينبغي اتباع خطوات متشابهة، وتتمثل هذه الخطوات في الآتي^(٢):

- ١- **تحديد المخاطر:** أي إنه ينبغي أولاً تحديد مصدر المخاطر فيما إذا كانت مخاطر عامة أو خاصة بالمشروع المصكك.
- ٢- **تقييم المخاطر:** وهي مرحلة تعتمد على قياس وتقييم الخطر لمعرفة أبعاده الثلاثية، من حيث الحجم، والمدة، واحتمالية حدوثه.
- ٣- **ضبط المخاطر:** أي دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع المخاطر بحسب أنواعها؛ لتجنب حدوث المخاطر أو توزيعها أو قبولها والتعامل معها.
- ٤- **تنفيذ القرار:** أي المفاضلة بين القرارات والبدائل المتاحة

(١) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص ٤٩.

(٢) مرجع سابق، ص ٤٩ و ٥٠ و ٥١.

لاختيار القرار الأمثل لمنع الخطر أو تقليله؛ وذلك بعد تحديد المخاطر وقياس درجاتها.

٥- **المراقبة ومراجعة المخاطر:** أي مراقبة ومتابعة المخاطر، فقد تختلف التقنيات الضرورية لإدارتها، وقد تظهر مخاطر جديدة مرتبطة بالمخاطر القائمة وتحتاج للإدارة بالنهج السابق نفسه.

وترتبط إدارة المخاطر بعدد من الآليات والطرق الشرعية المرتبطة بإصدارات الصكوك الإسلامية، وقد يأتي النص عليها بالقوانين المنظمة؛ وذلك على النحو الآتي:

أولاً: دراسة الجدوى الاقتصادية:

يقصد بالمفهوم الضيق لدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع محلّ التصيّد: أنها دراسة استباقية غرضها تحديد العائد والمصروفات المتوقعة لموجودات المشروع، سواء كانت منافع أو أصولاً أو تدفقات نقدية أو حقوقاً مالية، أما مفهومها الواسع: فإنها تعتمد على كافة الدراسات الاقتصادية التمهيدية والتفصيلية القائمة على دراسة الفرص الاستثمارية من مهد المشروع وحتى تمام تنفيذه، ويجب أن تعتمد دراسة جدوى المشروع على مبدأ الربحية الإسلامية بجميع أبعادها الشرعية والاجتماعية والاقتصادية لتقييم العائدات المتوقعة وتجنب توجيه حصيلة الاكتتاب إلى مشاريع محرمة شرعاً^(١)، وقد اشترط المشرع المصري النشاط أو المشروع المصكك مدرّاً للدخل وفقاً لدراسة تُعدُّ لهذا الغرض^(٢)، كما تطلّبت اللائحة التنفيذية^(٣) أن تُبيّن دراسة جدوى المشروع القيمة العادلة لموجودات الصكوك وأن تكون معتمدة من مستشار ماليّ مستقل، وبذلك يتفوق المشرع المصري على نظيره

(١) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص ٥٢.

(٢) المادة (١٤ مكرراً ٣) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) الفقرة (٩) من المادة (١٦ مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الأردني الذي اكتفى باشتراط أن يكون المشروع مدرراً للدخل فقط^(١).

ثانياً: الضمانات:

تكون الضمانات وفق القانون المدني^(٢) شخصية^(٣) وعينية^(٤)، وغالباً ما يكون مصدرها العقد، وتُسمى بعقود الضمان، وأهم أنواع التأمينات الشخصية: الكفالة، أما العينية فتظهر في الرهن الرسمي أو الحيازي، وتعدّ الضمانات من أدوات الهندسة المالية الإسلامية التي تعتمد عليها إصدارات الصكوك الإسلامية، والضمان المطلوب لا يتعارض مع ما نص عليه المشرع المصري^(٥) من عدم تضمين التعاقد لأي نص بضمان مالك الصك في رأس المال أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب لقيمة الصك.

ووفقاً للقانون^(٦) يجوز أن تقدم الشركة المستفيدة ضمانات وتأمينات لمالكي الصكوك مع ضرورة بيان هذه الضمانات -إن وجدت- بنشرة الطرح، على أن تبين نوعية هذه الضمانات ونسبة التغطية لإجمالي قيمة الصكوك والجهة الضامنة^(٧)، وهو ما أجازته كذلك المشرع التونسي؛ حيث نصّ على^(٨) الاتفاق على تقديم ضمانات عينية وشخصية وفقاً للمعايير الشرعية التي تقوم على فكرة التأمينات والكفالات أو الأصول الضامنة، وقد سمح المشرع المصري بإمكانية وجود جهة ضامنة حكومية مع ضرورة ذكر

(١) المادة (١٣) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢.

(٢) عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء العاشر والأخير في التأمينات الشخصية والعينية، دار إحياء التراث العربي، بيروت - لبنان، ص ٨.

(٣) الضمانات الشخصية: هي ضم ذمة أو أكثر إلى ذمة المدين الأصلي، ويكون كلهم مسؤولين عن الدين إما في وقت واحد أو على التعاقب.

(٤) الضمانات العينية: بموجبها يكون للذات حق عيني على هذا المال، وهو حق تبعية وبموجبه يتقدم الدائنون العاديون بل والدائنون الأتزل في المرتبة في استيفاء حقوقهم من هذا التأمين الخاص، وإذا انتقلت إلى يد غيره يكون للدائنين الحق في الحجز عليها وهو في يد الغير لاستيفاء حقوقهم.

(٥) المادة (١٤ مكرراً ١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٦) الفقرة (١٢) و(١٨) من المادة (١٦ مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٧) الفقرة (٤) من المادة (١٦ مكرراً ١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٨) نص الفقرة (٤) من المادة (١٦ مكرراً ١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، والفصل رقم (٤) من قانون الصكوك التونسي رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢.

اسم الجهة الحكومية وبالقرار الذي تمّ بموجبه منح الضمان بنشرة الطرح. كما ورد باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال^(١) تفصيل الالتزامات التي تقوم بها الشركة المصدرة إذا كان الإصدار مضموناً بموجودات؛ حيث ينبغي عليها تفصيل الإجراءات الخاصة بالبيع والتنازل عن هذه الموجودات أو أي حقوق للجهة المصدرة في الموجودات لمالكي الصكوك وبيان ملخص بهذه العقود أو الاتفاقيات أو الضمانات أو الكفالات البنكية المرتبطة بالموجودات وتواريخ استحقاقها وعملتها وقيمتها الدفترية والفعلية، وإذا كانت الموجودات مضمونة بموجودات أخرى لا بد أن تُحدّد تفاصيل تلك الموجودات الأخرى.

وقد أقرّت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) استخدام الضمانات بالمعيار الشرعي الخامس مع بيان ما يجوز منها وما لا يجوز تطبيقه، ولا يوجد مانع شرعيّ للحصول على أكثر من ضمان لإصدارات الصكوك الإسلامية؛ وعليه يمكن الجمع بين الضمان والرهن، ولكن لا يجوز اشتراط الكفالة والرهن بالنسبة لعقود الأمانات؛ كاشتراط الضمان على المضارب أو وكيل الاستثمار أو أحد الشركاء، سواء أكان الضمان للأصل أو للربح، كذلك لا يجوز الجمع بين الكفالة والوكالة في عقد واحد، لكن يمكن إبرام عقد وكالة وعقد ضمان منفصل؛ حيث يكون الوكيل بالاستثمار ضامناً بموجب عقد منفصل وحتى لو عُزل عن الوكالة يبقى ضامناً، وحيث يكون الضمان من ضمن حقوق مالكي الصكوك.

ويقصد بالضمان بوجه عام: "شغل الذمة بما يجب الوفاء به من مال أو عمل"^(٢)، وتتخصّص الضمانات التي نص عليها المعيار الخامس الصادر من هيئة

(١) الفقرة (٤) من المادة (١٦ مكرراً ١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) مشار لدى: سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٥٣، حامد حسن ميرة، صكوك الحقوق المعنوية،

المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية Accounting and Auditing
Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) في الآتي:

أ. الكفالة: □

تعدُّ الكفالة أحد الضمانات الشخصية التي تُضمَّن عند تعرض حسيطة الاكتتاب في الصكوك الإسلامية لمخاطر سوء توظيف هذه الأموال، والمخاطر الشرعية ومخاطر انخفاض قيمة الأصول في حالة التقصير، والكفالة التي يقصدها المعيار هي الكفالة مع عدم الرجوع على المكفول عنه، كما يمكن وضع حدٍّ أو مدة أقصى لهذه الكفالة أو تقييدها بشرط أو إحالتها للمستقبل، ويكون للكفيل الحصول على كافة المصروفات التي انفقها على الكفالة.

ومشروعية الكفالة شرعاً بالقرآن الكريم والسنة والإجماع والمعقول، فمن القرآن قوله تعالى: "قَالُوا نَفَقْدُ صُوعَ الْمَلِكِ وَلِمَن جَاءَ بِهِ حِمْلُ بَعِيرٍ وَأَنَا بِهِ زَعِيمٌ"^(١)، ومن السنة حديث سلمة بن الأكوع قال: كنا عند النبي ﷺ فأُتِيَ بجنابة، فقالوا: يا رسول الله صلِّ عليه، قال: هل ترك شيئاً؟ قالوا: لا. قال هل عليه دين؟ قالوا: ثلاثة دنائير، قال: صلوا على صاحبكم، فقال أبو قتادة: صلِّ عليه يا رسول الله وعليّ دينه، فصلّى عليه^(٢)، وفي رواية: أنا أتكفّل به"^(٣).

كذلك وفقاً لهذا المعيار تصح كفالة ما ليس معلوماً من الديون ويسمى (ضمان السوق) أو (ضمان العهدة)، والدليل الشرعي على ذلك قول الله ﷻ: "وَلِمَن جَاءَ بِهِ حِمْلُ بَعِيرٍ وَأَنَا بِهِ زَعِيمٌ"^(٤)؛ حيث ضمن حمل البعير قبل ثبوت الحق، ويمتنع على الشركة المستفيدة الراغبة في التمويل على أساس صيغة

ندوة الصكوك الإسلامية، المنعقد بجامعة الملك عبد العزيز بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد

الإسلامي، ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، في الفترة ١٠-١١/٦/١٤٣١هـ، ص ٣٢.

(١) سورة يوسف، الآية ٧٢.

(٢) أخرجه البخاري في صحيحه، (٨٠٠/٢)، دار بن كثير واليامة.

(٣) سنن النسائي، (٣١٧/٧)، وسنن ابن ماجة، (٨٠٤/٢)، والسنن الكبرى للبيهقي، (٥٩/٤).

(٤) سورة يوسف، الآية ٧٢، والمراد بالزعيم الكفيل.

المضاربة أو المشاركة أو الوكالة بالاستثمار أن تضمن تقلبات أسعار صرف العملة لاسترداد إسهامات المستثمرين لأنه ممنوع شرعاً.

ب. الالتزام بالوعد:

نصّ القانون المدني على الالتزام بالوعد بالمواد من (١٠١) و(١٠٢) وهو أمر مقبول شرعاً، ويسمح المعيار الخامس بوجود ضمان الالتزام بالوعد لتفادي مخاطر النكول في تطبيقه، وخاصة في صكوك المرابحة للأمر بالشراء، والوعد هو الذي يصدر من الأمر بإرادته المنفردة وهو التزام قضائي، ويتحدد أثر الالتزام إما بتنفيذ الوعد وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر.

ج. ضمان طرف ثالث: □

يمكن كذلك حماية الإصدار من التعرض للمخاطر عن طريق ضمان طرف ثالث غير الشركة المستفيدة والشركة المصدرة، وأن يكون له شخصية قانونية وذمة مالية مستقلة، فإذا كان مقدم الضمان متبرعاً فلا خلاف على جواز ضمانه، واقتراح البعض^(١) أن يكون الضمان هو نقل عبء الإثبات على عاتق المضارب؛ أي الشركة المستفيدة عند خسارة الأموال، فعليها أن تثبت انتفاء صلتها بالخسارة مع بيان السبب الأجنبي الذي أدّى إلى الخسارة، وقد نص المعيار رقم (٥) على أنه^(٢): "يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب - الشركة المستفيدة- أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة، أو عقد الوكالة بالاستثمار"، ومن الممكن أن يكون هذا الطرف الثالث الدولة أو شركة

(١) حسين حامد حسان، عبد الله المنيع، عبد الستار أبو غدة، نزيه كمال حماد، في المؤتمر الفقهي الثالث للمؤسسات المالية الإسلامية الذي نظّمته شركة شوري للاستثمارات الشرعية في عام ٢٠٠٩ بدولة الكويت، مشار لدى: سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٥٨.

(٢) المعيار رقم (٥) الضمانات من المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI).

متخصصة أو فرداً، ويصح الضمان حتى ولو كان معلقاً على شرط من الشروط التي يتم الاتفاق عليها وفق شروط عقد الضمان.

د. الرهن: □

يجوز للمؤسسات المالية أن تشترط الرهن في عقود المداينات، وعقد الرهن ملزم للمدين الراهن ولو لم يقبض، فلا يحق له إلغاؤه، وهو غير ملزم للدائن المرتهن، ويجوز له التنازل عنه، ولا أثر لموت الراهن أو المرتهن على الرهن، ويحل الورثة محل الميت، ومحل الرهن مال متقوم يجوز تملكه وبيعه وتسليمه، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه، ويمكن إيقاع أكثر من رهن على شيء واحد بشرط علم المرتهن اللاحق بالرهن السابق، وجميع المصرفيات الخاصة بالرهن تكون على المدين الراهن، وإذا قام الدائن المرتهن بسدادها بإذن الراهن فله حق الرجوع عليه لاستيفاء ما يكون له من حقوق أو الانتفاع بالشيء المرهون بقدر مستحقاته، ويمكن إجراء التأمين الإسلامي على الشيء المرهون لصالح المرتهن، وفي حال هلاك المرهون يحل التعويض محل المرهون، وإذا كان التعويض مبلغاً نقدياً فإنه يكون مرهوناً هو وعائده في حساب استثماري مجمد مملوك للراهن.

وحق الدائن في الأولوية في استيفاء الحقوق وحق التتبع هي حقوق مرتبطة بالرهن، كما يعد هذا الحق ضماناً إضافية لإصدارات الصكوك؛ حيث يحق للشركة المستفيدة استرداد الموجودات العينية المباعة أو المصنوعة من عملائها المفلسين والمتعثرين في سداد الأقساط المستحقة، وتقوم بحوالة هذه الحقوق للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك ضماناً لاستيفاء مستحقاتهم.

هـ. الاحتياطات: □

يقضى المعيار الشرعي رقم (٥) بإمكانية النص في نشرة الإصدار على تكوين الاحتياطات لتغطية أي عجز في رؤوس الأموال أو أي عجز

في سداد مستحقات مالكي الصكوك؛ حيث أفاد مجمع الفقه الإسلامي الدولي^(١) بأنه "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تضيد دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال"^(٢).

ومن الممكن أن يكون تكوين الاحتياطيات مرهوناً بإدراج المشروع لأرباح، ويمكن استخدام الاحتياطيات لتغطية كافة أنواع المخاطر المتوقعة في الصكوك؛ كالمخاطر الائتمانية لأوقات مؤقتة على أن يتم رد المبالغ المحجوزة كاحتياطيٍّ إلى مالكي الصكوك في نهاية الإصدار، وتساعد الاحتياطيات في دعم المركز المالي للمشروع وتقويته أمام الأزمات المؤقتة، ويتمشى وجود الاحتياطيات مع ما قضت به اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري^(٣)، وهو أمر طبقه المشرع المصري بقانون صكوك التمويل الملغى^(٤)؛ وذلك لمواجهة مخاطر الاستثمار على أن يمولّ بنسبة لا تتجاوز (٥%) من القيمة الاسمية للإصدار خلال مدة الصك، وترك تعيين تفاصيل تكوين الاحتياطي من حصة مالكي الصكوك في صافي العائد وطرق الصرف منه وقواعد توزيع حصيلته في نهاية مدة الصكوك على مالكيها لنشرة الطرح، والفرق بين ما جاء بقانون الشركات وقانون صكوك التمويل الملغى هو أن الاحتجاز في قانون الشركات يكون من الأرباح، أما الأخير فتكون بحصة تُستقطع من القيمة الاسمية للإصدار.

وهنا يكون السؤال: هل يكون تحديد نسبة الاحتياطي القانوني أصح أن

(١) قرر مجمع الفقه الإسلامي الدولي ذلك بدورته الرابعة المنعقدة في جدة - المملكة العربية السعودية، في الفترة من ٦ إلى ١١ فبراير ١٩٨٨.

(٢) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص ٥٩ و ٦٠.

(٣) المواد من (١٩١) وحتى (١٩٣) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(٤) المادة (٢٣) من قانون صكوك التمويل رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣.

تحتسب من الرصيد القائم في الإصدار أم بالنسبة للقيمة الاسمية للإصدار أم من الأرباح المحققة؟

الأصل أن يتم احتجاز الاحتياطي من الأرباح، وهناك خلاف حول ما إذا كان الاحتياطي يكون من حصة أصحاب المال أم المضارب (الشركة المستفيدة) في الأرباح؛ حيث ذهب البعض إلى إمكانية تكوين الاحتياطيات من الربح المخصص لمالكي الصكوك إذا كان غرضه حماية رأس المال دون اقتطاع أي نسبة من أرباح المضارب، وذلك باتفاق الفقهاء، كما يمكن احتجاز الأرباح قبل توزيعها على مالكي الصكوك والشركة المستفيدة إذا كان الهدف من تكوينها مواجهة أي انخفاض محتمل في الأرباح وتحقيق موازنة في التوزيعات، وهذا ما ذهبت إليه عديد من فتاوى الهيئات الشرعية؛ مثل المجمع الفقهي الإسلامي الرابع^(١)، وعموماً يكون الاحتفاظ بجزء من الأرباح في السنوات الرابحة لمقابلة ما قد يتعرض له المشروع المصكك من خسارة مؤقتة هو أمر جائز قانوناً وشرعاً، باعتبار أن إصدارات الصكوك الإسلامية هدفها الشراكة بين الشركة المستفيدة ومالكي الصكوك بناء على ما يتم الاتفاق عليه بنشرة الطرح.

وفي حالة وجود أي تعديل بنشرة الطرح تخص تكوين الاحتياطي لابد من الحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية والتصنيف الائتماني وجماعة مالكي الصكوك، كذلك يمكن تكوين هذا الاحتياطي من الزيادة في التدفقات النقدية الناتجة عن تعجيل سداد بعض عملاء الشركة المستفيدة للأقساط المستحقة عليهم أو في حالة التنفيذ العيني بالبيع على الأصول الخاصة بالعملاء المتعثرين في السداد، التي غالباً ما يكون ثمنها مرتفعاً كالعقارات، كما يمكن استثمار الاحتياطي لتعظيم العائد منها في أدوات

(١) انظر: المغني، لابن قدامة، (١٩٥/٥)، والمبسوط، للرخسي، (١٢/٢٠)، وتكملة المجموع، للمطبعي، (١٤/٣٨٣)، والمدونة الكبرى، للإمام مالك بن أنس، رواية سحنون، (٤/٥٨)، مشار لدى: هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٢٤ وما بعدها.

استثمارية منخفضة المخاطر كأذون الخزانة، أو استثمارها في ودائع مودعة في بنوك إسلامية.

وإلى جانب الضمانات الموضحة بعاليه فقد وضح المعيار الخامس من المعايير الشرعية التي أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التطبيقات المعاصرة للضمانات؛ وهي على النحو الآتي:

١- خطاب الضمان: □

خطاب الضمان^(١) هو أحد الوسائل التي تستخدمها الشركة المستفيدة لتقديمه من ضمن الضمانات المقدمة لحصول مالكي الصكوك على مستحقاتهم، كما تتحمل الشركة المستفيدة المصرفيات الإدارية ومقابل الخدمات تجاه البنك مصدر الخطاب، ويشترط في الإصدارات دائماً أن يكون خطاب الضمان نهائياً ولا يجوز للشركة المستفيدة إلغاؤه أو تعديله إلا بموجب موافقة الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك وبعد الرجوع إليهم، ويتم ذكر كامل بيانات خطاب الضمان ومبلغه ومدته في نشرة الإصدار.

٢- استخدام الشيكات أو السندات الإذنية:

حيث يمكن أن يكون المشروع المصكك قائماً على تحصيل تدفقات نقدية آجلة على أن يكون سداد مستحقات مالكي الصكوك من هذه التدفقات النقدية، ولكي تضمن الشركة المستفيدة قيام عملائها بسداد الأقساط المستحقة عليهم فإنها تشترط تحريرهم لأوراق تجارية، كوسيلة لحمل العميل على سداد ما عليه في الموعد المستحق، ويكون للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك الحق في استخدام هذه الشيكات والسندات لأمر كضمانات للإصدار؛ حيث يتم الاعتماد عليها لضمان حصول مالكي الصكوك على مستحقاتهم.

(١) تعهد مكتوب يصدر من البنك بناء على طلب أحد عملاء البنك (الشركة المستفيدة)، ويقر فيه العميل بأن يدفع البنك قيمة مالية لصالح الجهة الصادرة لها الضمان، في حالة المطالبة بقيمة السداد دون الرجوع إلى العميل أو أن يعارضه العميل.

٣- التأمين على الديون:

لقد أجاز المعيار الخامس التأمين الإسلامي على الديون من خلال شركة التأمين التعاوني التي تقوم على فكرة توزيع المخاطر على مجموعة من الأفراد بدلاً من أن يتحمل الخطر الفرد وحده، وهذه الإجازة تعني أنه لا يجوز الاعتماد على التأمين التجاري في التأمين ضد المخاطر وخاصة المخاطر الائتمانية التي يعتمد عليها المصدر في سداد مستحقات مالكي الصكوك من التدفقات النقدية الآجلة، وكذلك مخاطر هلاك الموجودات محلّ عملية التصكيك، ولأن عقود التأمين ضد المخاطر هي عقود مستحدثة لم تكن موجودة في الماضي فإنه -ووفق هذه الفتوى^(١)- يجوز أيضاً التأمين على الإصدار من خلال شركات التأمين التجارية.

٤- تجميد الأرصدة النقدية (إيقاف سحبها): □

من الممكن أيضاً الاشتراط على الشركة المستفيدة لتوثيق قيامها بسداد مستحقات مالكي الصكوك من التدفقات النقدية المسددة من عملاتها أن يتم تجميد الأرصدة النقدية وإيقاف سحبها من حسابها الاستثماري، ومن الممكن اشتراط إيقاف حقها في السحب منه مطلقاً أو بمقدار الدين بحسب الاتفاق، ويكون ربح الحساب الاستثماري لحساب الشركة المستفيدة، ولا تحصل على المبلغ المستحق لها إلا بعد سداد مستحقات مالكي الصكوك بصفتها مضارباً، وهذا بالفعل ما طبقته بعض

(١) سؤال الفتوى الصادرة بتاريخ ١٩٩٠/١/٢٣: ما حكم الدين في التأمين على الحياة والممتلكات؟ أجاب على هذا السؤال فضيلة د. أحمد الطيب "مفتي الجمهورية السابق": أن التأمين بأنواعه المختلفة من المعاملات المستحدثة التي لم يرد بشأنها نص شرعي بالحل أو بالحرمة، شأنه في ذلك شأن معاملات البنوك، فقد خضع التعامل فيه لاجتهادات العلماء وأبحاثهم المستنبطة من بعض النصوص في عمومها لقوله تعالى: (وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَى وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالتَّوَدُّانِ)، وكفوله ﷺ: "مثل المؤمنين في توادهم وتراحمهم وتعاطفهم كمثل الجسد الواحد إذا اشتكى منه عضو تداعى له سائر الأعضاء بالسهر والحمى"، وتفيد ما يلي؛ أولاً: أن شريعة الإسلام تحض على كل عمل من شأنه التكافل الاجتماعي بين الناس. قال تعالى: (وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَى وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالتَّوَدُّانِ)، وفي الحديث الصحيح: "والله في عون العبد ما كان العبد في عون أخيه". ثانياً: إن ما تهدف إليه الشركة من تدعيم لفكرة التكافل الاجتماعي أمر محمود شرعاً وعقلاً ما دام هذا التدعيم يتم بطريقة شرعية تتوفر فيها العدالة والمساعدة للمحتاجين وذوي العاهات. ثالثاً: أن بنود العقد لا يوجد فيها ما يتعارض مع شريعة الإسلام، وإنما هي بنود تنظيمية اجتماعية، ولا مانع شرعاً من الاشتراك في هذا المشروع الاجتماعي النافع بإذن الله.

إصدارات الصكوك بجمهورية مصر العربية من اشتراط إرجاء سداد مستحقات الشركة المستفيدة في الأرباح حتى نهاية أجل الإصدار.

٥- ضمان الاكتتاب في الأسهم (التعهد بالاكتتاب):

حيث يجوز الحصول على ضمان للاكتتاب فيما تبقى من الصكوك المطروحة، ويتمشى هذا الضمان مع ما نص عليه المشرع المصري^(١) الذي أجاز أن يكون هناك ضامن للاكتتاب من الجهات المرخص لها من الهيئة، وإذا كان الضامن بنكاً وجب عليه الحصول على موافقة البنك المركزي المصري، كذلك أجاز المشرع أن يكون للصكوك متعهد إعادة شراء أو متعهد استرداد من البنوك أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ويلتزم بشرائها أو استردادها وفقاً لما تحدده نشرة الطرح.

٦- الضمانات في المزايدات أو المناقصات وهامش الجدية

في المراجعات والعربون:

حيث يجوز الحصول على الضمانات في المزايدات أو المناقصات، وهامش الجدية يشمل مبلغ الضمان المؤقت أو النهائي التي تحصل عليه الجهة التي تطرح المناقصة أو المزايدة، ومن الممكن تطبيق ذلك على المشروعات العقارية التي تكون محلّ تصكيك؛ حيث تحصل الشركات المستفيدة على ضمانات من المقاولين الراغبين في تنفيذ الأعمال الإنشائية محل المشروع المصكك، وهذا المبلغ يُعدّ أمانة لدى الشركة المستفيدة ويمكنها استثماره لصالح المقاولين، كما يكون ضماناً للحصول على تعويض لجبر الأضرار التي قد تحدث من المقاول بالمشروع المصكك.

(١) المادة (١٤ مكرراً ١١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

المبحث الثاني جماعة مالكي الصكوك

يكون لجماعة مالكي الصكوك حقوق بصفتهم أصحاب المال في إصدارات الصكوك الإسلامية، وتنص التشريعات جميعها على تكوين هذه الجماعة للإشراف على سير الإصدار والمشروع محله؛ لذا سنقوم في هذا المبحث بدراسة جماعة مالكي الصكوك ودورهم في الإصدار وبيان ما لهم من حقوق من خلال المطلبين الآتيين:

المطلب الأول: جماعة مالكي الصكوك.

المطلب الثاني: حقوق جماعة مالكي الصكوك.

المطلب الأول

تكوين جماعة مالكي الصكوك

لم يرد بالقانون ولائحته التنفيذية تعريفٌ محدد لجماعة مالكي الصكوك، وذلك لتشابه عمل تلك الجماعة مع جماعة حملة السندات وغيرها من الأوراق المالية، وقد نصت اللائحة^(١) على أن يطبق بشأن تلك الجماعة الأحكام والنصوص ذاتها المطبقة بشأن جماعة حملة السندات، كما يسري على اجتماعات هذه الجماعة الأحكام والأوضاع المقررة لدعوة الجمعية العامة العادية للشركة الواردة باللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، وذلك فيما لم يرد بشأنه نص خاص^(٢).

ولا تثبت الشخصية الاعتبارية لجماعة مالكي الصكوك، وكذلك الحال بالنسبة لجماعة حملة السندات التي تستمد منها أحكامها، ونرى أنه لا مجال للحديث عن الشخصية الاعتبارية الضمنية كما هو معروف بشأن جماعة حملة السندات؛ وذلك لأن ثبوت الشخصية الاعتبارية يستلزم -أولاً- ظروفًا

(١) المادة (٨٣ مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (٨٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

موضوعية، ونصوصاً قانونية صريحة لكي تكتسبها الجماعة.

ويختلف مالكو الصكوك (أعضاء الجماعة) باختلاف طريقة الطرح للاكتتاب؛ حيث يتم الاكتتاب بموجب مذكرة معلومات إذا كان الطرح خاصاً بمجموعة محددة معروفة سلفاً من المستثمرين المؤهلين من ذوي الملاءة المالية من الأفراد، أما إذا كان الطرح عاماً من خلال نشرة اكتتاب؛ فهذا يعني إمكانية الطرح على جمهور غير معلوم سلفاً وإمكانية اكتتاب أفراد مؤهلين أو غير مؤهلين.

وقضت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال^(١) بجواز قيام مالكي الصكوك بالإصدار الواحد في تكوين جماعة؛ مما يعني أن تكوين الجماعة ليس بالأمر الوجوبي، ومن الممكن ألا يتم تشكيل هذه الجماعة إذا أبدى جميع المكتتبون رغبتهم في عدم الاشتراك؛ حيث يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات نصاً يفيد تحديد رغبة المكتتبين في الاشتراك في عضوية جماعة مالكي الصكوك من عدمه.

ولم ينص المشرع المصري على حق جماعة مالكي الصكوك في عزل الشركة المصدرة أو أي من أطراف عملية التصكيك؛ حيث ذكرت مهام الجماعة بالمادة ٨٣ من اللائحة التنفيذية إلى جانب حقها في متابعة مصالح مالكي الصكوك لدى الشركة المستفيدة وغيرها من الجهات ذات العلاقة بالإصدار واتخاذ أي إجراءات أو تدابير لحماية حقوق الجماعة، وتختص الجماعة بالمهام الآتية:

- متابعة استخدام حصيلة إصدار الصكوك في الأغراض المحددة بنشرة الطرح.

- متابعة أي تصرفات يقوم بها المصدر أو الجهة المستفيدة ولا تتفق مع نشرة الطرح وتؤثر سلباً على حقوق مالكي الصكوك، واتخاذ اللازم بشأنه.

(١) المادة (٨٣ مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

- متابعة توزيع الأرباح أو العوائد وإتمام استرداد مالكي الصكوك لحقوقهم في نهاية مدة الإصدار وفقاً لنشرة الطرح.

- الموافقة على أي تعديلات تطرأ على نشرة الطرح أو عقد الإصدار المبرم بين الجهة المصدرة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار، من حيث أوجه استثمار حصيلة الصكوك ومدة الاستثمار وعوائده المتوقعة وطريقة توزيعها وفقاً لطبيعة الصكوك المكتتب فيها وواجبات والتزامات الجهة المصدرة والجهة المستفيدة ومنظم الإصدار وآجال الصكوك وإمكان تداولها أو استردادها.

- القيام بأي مهام أو اختصاصات أخرى منصوص عليها في نشرة الطرح، بما لا يتعارض مع مصلحة الجماعة^(١).

ووفقاً لللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال^(٢) يكون اختيار ممثل الجماعة بموجب قرار يصدر من أغلبية مالكي الصكوك الحاضرة بدون تعيين الحد الأدنى لنصاب حضور الصكوك، وتطلبت اللائحة التنفيذية^(٣) أن يُراعى عند اختيار الممثل القانوني للجماعة ونائبه أن يكونا أشخاصاً طبيعيين، وألا تكون لهما علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة المصدرة أو مصلحة تتعارض مع مصلحة جماعة مالكي الصكوك، وألا يكون قد حكم عليهما بأي عقوبة جنائية أو جنحة مخلة بالشرف أو الأمانة، وأن يكونا كاملاً الأهلية ولم يحكم عليهما بالإفلاس ما لم يرد اعتبارهما .

وفي حالة مرور ثلاثة أشهر من تاريخ أول اجتماع للجماعة وعدم اختيار ممثل قانوني لها، يتعين على الجهة المصدرة إبلاغ الهيئة بطلب تعيين ممثل للجماعة، وعلى رئيس الهيئة أن يصدر قراراً بتعيين ممثل الجماعة خلال شهر من تاريخ وصول الطلب للهيئة، واختلف القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ عما جاء بقانون سوق رأس المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن المدة

(١) المادة (٨٣ مكرراً ٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (٧١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٣) المادة (٨٣ مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

المقررة لاختيار الممثل القانوني لها بعد الدعوة لأول اجتماع، فوفقاً لقانون الشركات قد أجاز المشرع لكل عضو تقديم طلب لمحكمة الأمور المستعجلة لتعيين الممثل القانوني للجماعة في خلال ستة أشهر من تاريخ الدعوة لأول اجتماع^(١)، أما بالنسبة لقانون سوق رأس المال فقد نص المشرع على مدة ثلاثة أشهر فقط، وحسناً ما قضى به المشرع بقانون سوق رأس المال في أمرين؛ أولهما: تغيير جهة تقديم الطلب وجعله يقدم إلى الهيئة بدلاً من محكمة الأمور المستعجلة، وثانيهما: تقصير مدة تقديمه؛ لأنه يوجد عديد من القرارات الإدارية المهمة لا يمكن تغييرها أو تعديلها إلا بعد الحصول على موافقة جماعة مالكي الصكوك؛ وعليه فالانتظار لمدة طويلة وتعيين جهة القضاء بدلاً من الهيئة من شأنها تعطيل صدور هذه القرارات.

ويتولى الممثل القانوني لجماعة مالكي الصكوك -شأنه شأن الممثل القانوني لجماعة حملة السندات^(٢)- مباشرة الاختصاصات الآتية:

- ١- رئاسة اجتماعات الجماعة، وفي حالة غيابه ومن ينوب عنه تختار الجماعة من يحل محله في رئاسة الاجتماع.
- ٢- القيام بكافة أعمال الإدارة اللازمة لتسيير أمور الجماعة وحماية مصالحها؛ وذلك طبقاً للنظام التي تضعه له الجماعة.
- ٣- تمثيل الجماعة في مواجهة الجهة المصدرة والغير والقضاء.
- ٤- رفع الدعاوى التي توافق على إقامتها الجماعة باسمها؛ وذلك بغرض المحافظة على المصالح المشتركة لأعضائها، وبصفة خاصة الدعاوى المتعلقة بإبطال القرارات والأعمال الضارة بالجماعة من الجهة المصدرة إن كان لذلك مقتضى.
- ٥- الدعوة لعقد الجماعة في الحالات التي تستدعي ذلك حماية لمصالحهم، أو في حالة اتخاذ قرار بالجهة المصدرة يضر بمصالح مالكي الصكوك، أو في حالة حدوث حالة إخلال وعدم سداد مستحقات مالكي الصكوك في مواعيدها.

(١) المادة (١٧٤) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١.
(٢) المادة (٧٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

٦- أي اختصاصات أخرى منصوص عليها في نشرة الطرح بما لا يتعارض مع مصلحة الجماعة.

وتكون الشركة المصدرة ملتزمة بإخطار ممثل الجماعة عن أي بيانات أو معلومات تؤثر تأثيراً جوهرياً على الصكوك أو على سير إنجاز المشروع وعن الإجراءات التي اتخذتها لمواجهة ذلك، على أن يتم الإفصاح خلال ثلاثة أيام عمل من تاريخ توافر المعلومة، كما تتحمل الشركة المصدرة كافة نفقات الاجتماع والدعوة إليه وما يتقرر من مكافأة للممثل القانوني، ولكن من الممكن النص بنشرة الطرح على تحديد أسلوب آخر لتحمل نفقات اجتماعات مالكي الصكوك؛ ومن ثم فلا يوجد ما يمنع أن يتم النص على تكفل الشركة المستفيدة بهذه المصروفات^(١).

المطلب الثاني حقوق جماعة مالكي الصكوك

يرى البعض^(٢) أن حق مالك الصك يختلف عن حق المساهم بالشركة المساهمة رغم أن السهم والصك الإسلامي يمثلان حقوق ملكية، وهناك من يرى^(٣) أن هناك تشابهاً بين مالكي الصكوك ومالكي الوثائق في صناديق الاستثمار؛ حيث تطبق أحكام الترسب والصناديق على إصدارات الصكوك الإسلامية التي تتم في البلاد غير الإسلامية، حيث لا تطبق أحكام الشريعة الإسلامية لأنها ليست مصدرًا رسميًا للتشريع في هذه الدول.

كما رأى البعض^(٤) أن المساهم ومالك الصك يتفقان في أنهما لن يستطيعا استرداد قيمة مساهمتهما من رأس مال الشركة إلا عند التصفية؛ حيث يمثل السهم حقاً منقولاً في رأس مال الشركة ويقتصر حق المساهم على الحق الشخصي في موجودات الشركة بعد تصفيتها، أما بالنسبة لمالك الصك

(١) المادة (٨٣ مكرراً ٤ و ٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ٢٣.

(٣) مرجع سابق، ص ٣٠.

(٤) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٣١.

فهو مالك لموجودات المشروع المصكك.

وهناك رأي^(١) أضاف أن مالكي الصكوك لا يستطيعون الاستمرار في استغلال الموجودات بشكل مباشر رغم ملكيتهم؛ ومن ثم لا يمكن القول إن مالكي الصكوك يستطيعون التصرف كمالك على الشيوع، وهو ما يجعل سلطتهم في تملك الموجودات خالية من مضمونها.

كذلك تختلف الصكوك عن الأسهم؛ حيث يعد رأس مال الشركة ضماناً عاماً للدائنين ولقيمة الاسترداد للمساهمين، وهذا الضمان مخالف للشريعة الإسلامية؛ حيث يحظر أن تتضمن صيغة التعاقد نصاً بضمان حصة مالك الصك في رأس مال المشروع المصكك^(٢)، فيما عدا الضمانات المقدّمة من طرف ثالث غير الشركة المستفيدة والضمانات المقررة وفقاً للمعيار رقم (٥) الصادر من Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)، كما يكون للمساهم أثناء حياة الشركة حقّ دائنية في الحصول على أرباحه من الشركة وحق ملكية على الشيوع عند تصفية موجوداتها^(٣)، أما بالنسبة لمالكي الصكوك فهم مالكو موجودات المشروع على الشيوع منذ بداية الإصدار وحتى نهاية أجله.

من الجدير بالذكر أن مالكي الصكوك لهم الحق في تداول الصكوك - مثل أي ورقة مالية- كما لهم الحق في التصرف فيها ورهنها والتنازل عنها على الرغم من عدم نص المشرع على ذلك صراحة كما فعل بقانون صكوك التمويل الملغى^(٤)؛ حيث قضى بأن يكون لمالكي الصكوك جميع الحقوق والالتزامات المقررة للمالك فيما يملك بما فيها البيع والرهن والهبة والوصية

(١) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ٢٩.

(٢) المادة (١٤ مكرراً ١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٣.

(٤) المادة (٧) من قانون صكوك التمويل الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣.

وغيرها من التصرفات ويثبت فيها حق الإرث، ولا يوجد مخالفة شرعية من رهن الصكوك الإسلامية؛ لأن كل ما جاز بيعه جاز رهنه، ويدل على ذلك قول الله تعالى^(١): (وَإِنْ كُنْتُمْ عَلَى سَفَرٍ وَلَمْ تَجِدُوا كَاتِبًا فَرِهَانٌ مَّقْبُوضَةٌ فَإِنْ أَمِنَ بَعْضُكُم بَعْضًا فَلْيُؤَدِّ الَّذِي أُؤْتِمِنَ أَمَانَتَهُ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا تَكْتُمُوا الشَّهَادَةَ وَمَنْ يَكْتُمْهَا فَإِنَّهُ آثِمٌ قَلْبُهُ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ عَلِيمٌ)^(٢).

ولكن يثور السؤال: كيف يتصرف القانون مع مالكي الصكوك من الأجانب وقد أعطاهم القانون الحق في تملك موجودات التصكيك التي قد تكون عقارات؟! وتكبر المشكلة في حالة ما إذا كان أغلب أو كل المستثمرين بالإصدار من الأجانب، وهو ما يعني تملك موجودات الإصدار العقارية لأجانب، وقد تفوق هذه الأصول ما يسمح به قانون تملك غير المصريين لعقارات مصرية، ويعدُّ الأمر أكثر خطورة إذا كانت هذه العقارات داخل مناطق حدودية.

وقد يستغل الوضع الحالي مستثمرون أجانب يكون لهم توجهات سياسية، ويصبح استثمارهم في الإصدار بمنزلة بوابة خلفية للاستيلاء على الأراضي المصرية؛ كتمتع الوارث الأجنبي بإرث المورث المصري بدون تطبيق قيود تملك غير المصريين لأراضٍ وعقارات داخل مصر؛ الأمر الذي يجب أن تتصدى له القوانين الخاصة بالصكوك الإسلامية، وكذلك قرارات الهيئة التي يمكنها وضع آليات وضوابط لحظر تملك الأجانب للعقارات محل الصكوك بعد استهلاكها كلياً، ولم ينص المشرع المصري في القانون الحالي كما نص في قانون صكوك التمويل الملغى على عدم الإخلال بالضوابط والأحكام التي تنظم تملك الأجانب للعقارات المبنية وفقاً للقوانين السارية^(٣).

(١) الآية رقم (٢٨٢) من سورة البقرة.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٣٠٦.

(٣) المادة الثانية من قانون الصكوك الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣.

ولحل ذلك الأمر يمكن تقرير امتياز على حصيلة بيع موجودات الصكوك العقارية بالمزاد العلني، ويأتي هذا الحل متوازناً؛ لأن مالكي الصكوك الأجانب لن يحق لهم ممارسة أي حقوق مرتبطة بالملكية الشائعة على موجودات الإصدار العقارية، وإنما ينبغي عليهم في هذه الحالة الانتظار حتى بيع موجودات الإصدار بالطرق القانونية، وإقرار المشرع صراحة لحق الامتياز لمالكي الصكوك سيتماشي مع ما أقره بشأن حاملي سندات التوريق؛ حيث لا تدخل محفظة التوريق ضمن الضمان العام لدائني المحيل أو شركة التوريق.

ويعاب على المشرع المصري نصه على إعطاء الحق لمالكي الصكوك في تملك موجودات عملية التصكيك على الشيوخ بدون ضوابط على عكس ما نص عليه المشرع بالنسبة لصناديق الاستثمار^(١)، فقد قضى صراحة بأنه لا يجوز لحملة الوثائق أو ورثتهم أو دائنيهم طلب تخصيص أو تجنب أو فرز أو السيطرة على أي من أصول الصندوق بأي صورة، أو الحصول على حق اختصاص عليها، وهذا النص يُعدُّ نصاً خاصاً مانعاً من تطبيق أحكام الشيوخ الواردة بالقانون المدني، وبغياب ذلك النص في تنظيم أحكام الصكوك الإسلامية الواردة بقانون سوق رأس المال فإنه يحق لمالكي الصكوك تطبيق أحكام الشيوخ المدني في ملكية أصول أو منافع أو حقوق أو مشروع معين أو حقوقه أو التدفقات له.

ولكن من الممكن أن يُحدَّ من سلطة قيام مالكي الصكوك بتطبيق الشيوخ المدني على إطلاقه حالتان؛ أولهما: أن الجهة المستفيدة لها الحق في استرداد موجودات عملية التصكيك سواء في نهاية أجل الصكوك أو قبل ذلك شريطة سداد حقوق مالكي الصكوك^(٢)، والثاني: هو تضمين نشرة الطرح

(١) وفقاً للمادة (١٤١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢: "هو صندوق استثمار يتم طرح وثائقه من خلال طرح خاص، يقتصر على المستثمرين المؤهلين، ولا تسترد هذه الوثائق إلا في نهاية مدة الصندوق إلا بشروط معينة، ويجوز طرح وثائقه في اكتتاب عام، على أن يتم قيده والتداول على وثائقه في بورصة الأوراق المالية.

(٢) وفقاً للمادة (١٤ مكرراً ١٨) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢؛ تلتزم الجهة المستفيدة بأداء ناتج قيمة الصكوك في نهاية أجلها لمالكيها، وتتعهد بشراء موجوداتها القائمة في

أحكاماً وشروطاً تنظم التصرف في الموجودات من قبل مالكي الصكوك في حالة عدم شراء الشركة المستفيدة لها لأي سبب من الأسباب.

كذلك يكون لمالك الصك الحق في الاسترداد بناء على القيمة العادلة للموجودات؛ وهو ما يسمى بالاستهلاك المبكر الجزئي، حيث يتم حصر الموجودات وتقييمها وفق أسعار السوق، وقد يتفق على عدم تقسيمها وتوزيعها بين الشركاء، وهو ما يُطلق عليه اسم (التنضيق الحكمي)^(١)، ومن الممكن إرجاء استهلاك أصل القيمة الاسمية للصك أو القيام باستهلاكه جزئياً وفق المواعيد التي يتفق عليها بنشرة الطرح، وهذا ما طبقته شركة ثروة للتصكيك في إصدارها الأول بصيغة المضاربة؛ فقد ورد أنه "يتغير عائد الاستثمارات المحققة فعلياً من المشروع بتغير معدل عائد كل محفظة منقول ملكيتها من الشركة المستفيدة إلى الشركة المصدرة، كما يبدأ الاستهلاك المبكر الجزئي أو الكلي للصك اعتباراً من الشهر الـ ٢٥ من تاريخ غلق باب الاكتتاب، وقد كان مشروع الشركة المستفيدة عبارة عن تمويل شراء سيارات مملوكة لعملاء الشركة وشركاتها التابعة والشقيقة التي تزاول ذات النشاط؛ حيث كان يتم الصرف لشراء محافظ الحقوق المالية الآجلة لتمليكيها للشركة المصدرة بذات ضماناتها المتمثلة في الأوراق التجارية وبوالص التأمين والشروط التعاقدية مع العملاء التي تتيح حظر بيعهم للسيارات حتى تمام سداد كامل ثمنها"^(٢).

ووفقاً للتشريع الأردني فهناك من يرى^(٣) أن ملكية مالكي الصكوك

نهاية المدة لمالكيها، كما يجوز لها التعهد بشراء الموجودات قبل نهاية مدة الصكوك وفقاً للقيمة والضوابط التي يتم تحديدها بنشرة الطرح.

(١) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ٢٤٤.

(٢) مذكرة المعلومات للإصدار الأول لشركة ثروة للتصكيك المنشور على موقع الهيئة العامة للرقابة المالية <صكوك-ثروة-ص1 (fra.gov.eg) pdf>، (٢٠٢١/٧/١٣).

(٣) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ٢٩٤.

خالية من مضمونها في ظل عدم رسم القانون للطرق المؤدية لتفعيل قدرة مالكي الصكوك في التصرف في الموجودات، وإذا ما نظرنا في التشريع المصري سنجد أن القانون ولائحته التنفيذية لم يوضحا كيفية قيام مالكي الصكوك باقتسام الموجودات، وأغلب الأمر أن أمر التقسيم سيكون مماثلاً لاقتسام الموجودات بين المساهمين بالشركة المساهمة بعد تصفيتها، كذلك لم يتضح إذا كان يحق لمالكي الصكوك أن يستمروا في استغلال الموجودات والمشروع المصكك حال عدم وجود الشركة المصدرة لأي سبب من الأسباب أم لا بد من تطبيق إجراءات الاستهلاك الكلي، ومع كل ذلك الفراغ التشريعي هناك عواقب قانونية قد تطول ملكية مالكي الصكوك للموجودات، تتمثل في عدم قدرتهم على التصرف كمالك؛ مما يفرغ ملكيتهم بهذا الإطار من مضمونها.

ويثور التساؤل: هل مع غياب النصوص التشريعية التي تكفل تصرف مالكي الصكوك في الموجودات سيكون كافياً تضمين نشرة الطرح ما يعطي مالكي الصكوك حق التصرف في الموجودات؟

بافتراض أن النشرة تتيح لجماعة مالكي الصكوك التصرف في الموجودات كمالك فلن يتحقق ذلك قانوناً؛ نظراً لأن جماعة مالكي الصكوك هي جماعة لا تكتسب الشخصية المعنوية، وبالتالي لا يجوز لها التصرف في الموجودات بمفردها بدون تدخل الشركة المصدرة، وقانوناً يكون المالك بموجب نقل ملكية الموجودات من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة في بداية الإصدار، حتى وإن كانت هذه الملكية ملكية مشروطة بعدم التصرف بالبيع أو الرهن أو نقل الملكية أو أي صورة من صور التصرف الأخرى، ويرى البعض أن التشريعات المتعلقة بالصكوك^(١) تظهر اقتصار ملكية الشركة المصدرة أو الشركة ذات الغرض الخاص للموجودات بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، لكن لا يمكن إقرار ذلك لأنها تسمى بالملكية الإنصافية، وهي تسمية

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٨٢.

لم يقرها القانون المصري صراحة.

كما يثور التساؤل: هل يكون لمالكي الصكوك حق التصرف القانوني في الموجودات في حالة إصدار الشركة المستفيدة لصكوك إسلامية بنفسها من غير وجود الشركة المصدرة؟ وهل سيعتبر القانون الموجودات من ضمن ممتلكات الشركة المستفيدة؟

إن تطلب المشرع أن يكون للمشروع المصكك حسابات وذمة مالية مستقلة عن الجهة المستفيدة غير مجدٍ في ظلّ عدم توضيحه لكيفية استقرار ملكية مالكي الصكوك للموجودات في حالة إفلاس الجهة المستفيدة، وهل ستدخل الموجودات أم لا في الضمان العام لدائني الشركة المستفيدة؟ كما لم يعالج المشرع من سيكون نائباً عن مالكي الصكوك إذا قامت بإصدار الصكوك بنفسها بدون الشركة المصدرة، حتى مع تطلب المشرع لوجود الطرف المستقل الذي لم يصف ضماناً لاستقرار ملكية مالكي الصكوك؛ حيث اقتصر دوره على القيام بالمهام الرئيسية لإصدار الصكوك ومتابعة الإصدار حتى انتهاء أجله^(١)، وبذل عناية الرجل الحريص للحفاظ على حقوق مالكي الصكوك من خلال إیرام عقد مع الشركة المستفيدة؛ وبناء على ما سبق يتضح أنه في حالة إفلاس الشركة المستفيدة وفقدان صلاحيتها في إدارة أموالها فسيتم معاملة مالكي الصكوك بذات معاملة الدائنين العاديين.

ووفقاً للتشريع المصري تستمر ملكية مالكي الصكوك للموجودات حتى

(١) وفقاً للمادة الأولى من قرار الهيئة رقم (٥٠) لسنة ٢٠١٩ يختص الطرف المستقل بالآتي: متابعة قيام الجهة المستفيدة بتوزيع عوائد الصكوك وأداء القيمة الاستردادية للصكوك بالتواريخ المحددة لذلك في نشرة الإصدار - دعوة جماعة مالكي الصكوك للاجتماع كلما كان ذلك ضرورياً أو بناء على طلب مكتوب من مالكي الصكوك لا نقل نسبة صكوكهم الاسمية عن ١٠% من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار - حضور اجتماعات الجهة المصدرة للصكوك واجتماعات جماعة مالكي الصكوك - مراقبة أي تجاوز أو تقصير يخالف شروط وأحكام نشرة الإصدار أو أي مخالفة لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية وإبلاغ جماعة مالكي الصكوك بذلك - تقديم تقرير للهيئة مرفقاً به تقرير مراقب حسابات من بين مراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة بمدى توافر النظام المحاسبي والدورة المستندية لأداة التصيک التي تتناسب مع عمليات التصيک.

نهاية أجل الإصدار، وقد نص المشرع الأردني على ربط استمرار ملكية الصكوك باستمرار المشروع أو إلى حين إطفائها أيهما أسبق^(١)، ويرى البعض^(٢) أن الهلاك نوعان؛ فقد يكون مادياً أو معنوياً، وفي الحالتين لا بد أن يؤدي الهلاك لانتهاء المشروع، ويقع الهلاك المادي في حالة حدوث هلاك كلي بالنسبة لموجودات المشروع، ويقع الهلاك المعنوي بعدم حصول الشركة المستفيدة على ترخيص أو امتياز ضروري لاستمرار المشرع أو عند سحب هذا الترخيص أو انتهاء العمل بموجبه لأي سبب من الأسباب.

وهناك من يرى^(٣) أنه لعدم النص صراحة بالقانون على كيفية نقل ملكية موجودات التصكيك لمالكي الصكوك، فهناك عدة افتراضات للتوفيق بين القانون الوضعي والمتطلبات الشرعية لحفظ حق مالكي الصكوك، فاقترح البعض بالنسبة للصكوك المدعومة بالأصول Asset Backed Sukuk تطبيق فكرة الفصل بين ملكية المنفعة وملكية الرقبة، وتطبيق نصوص القانون الإنجليزي التي تعطي حق الرقبة للشركة ذات الغرض الخاص بصفتها مالك قانوني مؤتمن Trustee، وأن يكون أصحاب المنفعة مالكي الصكوك Beneficial Interest or Beneficial Ownership، ووفقاً لهذا التشريع يكون لصاحب حق المنفعة منع المالك القانوني من التصرف فيه وحق الحصول على جزء من عوائد التصرف في المال أو كلها بحسب الاتفاق، كما يكون لصاحب المنفعة أن يطلب من المالك القانوني أن ينقل المال لحسابه رسمياً.

وفي ظل التشريع المصري والأردني فإن مالكي الصكوك لا يتمتعون بهذه المكنة القانونية إزاء موجودات التصكيك المسجلة باسم الشركة المصدرة

(١) المادة (٩ ب) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢.
(٢) سامي عبد الباقي أبو صالح، قانون الأعمال: مقدمة - النظرية العامة للشركات - شركات الأشخاص (وفقاً لقانون التجارة الجديد رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩)، دار النهضة العربية، ٢٠١٨، ص ١٤٣.

(٣) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ٣٤.

أو الشركة ذات الغرض الخاص؛ وبالتالي فإن الشركة المصدرة عليها أن ترد قيمة الموجودات لأصحابها نقدًا دون أن يكون لمالكي الصكوك الخيار في الاحتفاظ بالموجودات أو الاستمرار في استغلالها أو طلب بيعها لحسابهم أو تسجيلها بأسمائهم، وانتهى الرأي لعدم إمكانية تطبيق ما جاء بالتشريع الإنجليزي لإقرار إمكانية تحقيق ملكية الموجودات لمالكي الصكوك مع غياب النصوص القانونية وفقًا للتشريع الأردني والتشريع المصري؛ وذلك لسببين:

السبب الأول: هو سبب عام لأن الصكوك الصادرة وفقًا للتشريع المصري لا تعترف بالمصلحة الانتفاعية كحق عينيٍّ أو مصلحة ائتمانية ولا تهيب الطرق لتنفيذ إجراءاته.

السبب الثاني: أن قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ هو الذي ينظم العلاقة بين الشركة المستفيدة والشركة المصدرة ومالكي الصكوك، ولم يرد بهذا التشريع إشارة إلى تطبيق الملكية الائتمانية أو الملكية الانتفاعية المعروفة بالتشريع الإنجليزي.

وسرد رأي^(١) بعض الحلول لتعديل التشريع الأردني لكفالة حق التملك لمالكي الصكوك في الموجودات؛ وذلك بإثبات الشخصية المعنوية لجماعة مالكي الصكوك ونقل ملكية الموجودات من الشركة ذات الغرض الخاص إليها مثقلة بقيد منع التصرف، ونرى أن هذا الحل غير مناسب للتطبيق وفق التشريع المصري الذي لا يعترف بالشخصية المعنوية لجماعة حاملي الوثائق في صناديق الاستثمار أو جماعة حاملي السندات بالنسبة لنشاط التوريد.

ويثار أيضًا التساؤل عن مدى أحقية مالكي الصكوك في إدارة موجودات المشروع المصكك؟ فهناك من يرى^(٢) أن المساهم له حق الإدارة؛ لأن الشركة

(١) محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، مرجع سابق، ص ٣٦ وما بعدها.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقًا لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٣.

المساهمة لها شخصية اعتبارية مستقلة تماماً عن ذمم المساهين بها، لكن في الصكوك الإسلامية فإن مالكي الصكوك هم المالكون للموجودات منذ بداية الإصدار، ورغم ذلك لا يجوز لهم التدخل في الإدارة وتكون الشركة المصدرة أو الشركة ذات الغرض الخاص هي المسؤولة عن الإدارة بصفتها وكيلاً عنهم؛ حيث نص القانون على حقها في الرقابة على الإصدار لأنهم في حقيقة الأمر، الأحرص على الوقوف على معرفة ما يخص إصدار الصكوك من مستجدات، وهم الأحرص على التحقق من سريان الإصدار والمشروع المصكك وفق دراسات الجدوى الاقتصادية ووفق ما نصت عليه نشرة الطرح.





الفصل الثاني الرقابة على الصكوك الإسلامية

يرجع نجاح إصدارات الصكوك الإسلامية في مصر لدور الهيئة العامة للرقابة المالية باعتبارها الجهة الإدارية ذات الهيكل المؤسسي الذي يحكمها نظم إدارية وتشريعية تمكنها من أداء دورها الرقابي بكفاءة، كما أن إصدار الصكوك الإسلامية ضمن نصوص قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ يضمن تطبيق آليات التعامل في السوق ومنع المنافسة غير المشروعة والاحتكار وحماية حقوق المتعاملين من الغش والتلاعب لوجود إفصاح أطراف عملية التصكيك عن الجوانب المالية والمعلوماتية، وذلك يعود بمزيد من التشجيع على زيادة الاستثمار عبر الصكوك الإسلامية، ووفق التشريع المغربي يختص بالمراقبة إلى جانب هيئات السوق المالي البنك المركزي بالدولة؛ وذلك لإحكام الرقابة على الدولة في النواحي الاقتصادية والمالية سواء المصرفي وغير المصرفي^(١)، لذا يتناول هذا الفصل دراسة جهات الرقابة على إصدارات الصكوك من خلال المباحث الآتية:

المبحث الأول: الرقابة الشرعية على الإصدار.

المبحث الثاني: رقابة شركة التصنيف الائتماني على الإصدار.



(١) عبد الإله المحبوب، قانون الصكوك بالمغرب: بين الحتمية الاقتصادية والإكراهات الواقعية، مرجع سابق، ص ٤٤.

المبحث الأول الرقابة الشرعية على الإصدار

تعتبر الرقابة الشرعية على الإصدار هي المكون الأساسي لنجاح إصدارات الصكوك الإسلامية وزيادة قدرتها على تمويل المشروعات الحقيقية، عن طريق استقطاب المستثمرين الراغبين في الاستثمار المتماشي مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها؛ وعليه سنقوم في هذا المبحث ببيان دور اللجان الشرعية في الرقابة، وذلك من خلال المطلبين الآتين:

المطلب الأول: رقابة اللجنة الشرعية الفرعية للشركة المصدرة.

المطلب الثاني: رقابة اللجنة الشرعية الرئيسية بالهيئة العامة للرقابة المالية.

المطلب الأول رقابة اللجنة الشرعية الفرعية للشركة المصدرة

تطلب القانون المصري ضرورة قيام الشركة المصدرة بتعيين لجنة شرعية فرعية تابعة لها؛ بحيث يكون من اختصاص هذه اللجنة مراقبة إصدارات الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركة من حيث تماشيها وتطبيقها لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها منذ بداية كل إصدار للصكوك وحتى نهاية أجله، ويجب أن يتم تشكيل تلك اللجنة وفق المتطلبات والاشتراطات التي تقضي بها الهيئة العامة للرقابة المالية بعد موافقة الأزهر الشريف.

ولنا تعقيب على صياغة مستهل المادة (١٤ مكرراً ٢) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ التي بدأت بعبارة: "يجوز أن تصدر صكوك يطلق عليها (متوافقة مع الشريعة الإسلامية) أو (إسلامية) أو (شرعية)، كما يجوز أن يشار إلى أي من تلك العبارات في أي من عقودها أو نشرات طرحها أو وثائقها أو مواد الترويج لها أو الإعلانات الصادرة عنها..."؛ حيث جاءت هذه الصياغة مضللة وغير معبرة عن طبيعة الصكوك الإسلامية، حيث

يوحي النص بأنه يمكن إصدار صكوك غير متماشية مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وبالتالي فلا حاجة لوجود لجنة رقابة شرعية فرعية أو مركزية، وقد أزال المسؤولون بالهيئة العامة للرقابة المالية هذا اللبس في اجتماع تم عقده في مقر الهيئة عام ٢٠١٩ بحضور عدد من المؤسسات المالية ومكاتب المحاماة والبنوك، وتم إيضاح أن طبيعة إصدارات الصكوك الإسلامية تستلزم تماشيها مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، ومن ثم فلا يوجد محل لإصدار صكوك تجارية؛ لذا نرى أنه يتعين على المشرع حذف هذه العبارة من القانون ولائحته التنفيذية^(١) والقرارات الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية.

ولم ينص المشرع الأردني^(٢) على تطلب لجنة رقابة شرعية فرعية بالشركة ذات الغرض الخاص؛ حيث اكتفى بالنص على تشكيل هيئة الرقابة الشرعية المركزية التي تقوم بالمراقبة الشرعية على الإصدار، حيث تختص بإبداء الرأي الشرعي بشأن صكوك التمويل الإسلامي والتحقق من استمرار التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية حتى إطفاء الصكوك.

وقد يكون هدف المشرع المصري من وجود اللجنة الشرعية الفرعية هو ضمان المتابعة اللصيقة على الإصدار، حيث تلتزم اللجنة بالقيام بإعداد تقارير دورية كل ثلاثة أشهر من تاريخ الإصدار وحتى تمام سداده، على أن يتم تقديمها للهيئة العامة للرقابة المالية، كما يمكن نشرها على النحو الذي تطلبه الهيئة^(٣)، وفي الواقع العملي يكون القرار النهائي في شأن الإصدار منذ بدايته وحتى نهايته بيد لجنة الرقابة الشرعية المركزية؛ وبناء عليه كان يتعين على المشرع المصري أن يقصر الرقابة لتكون من قبل لجنة الرقابة الشرعية المركزية، وهذا ما نص عليه المشرع الأردني توفيراً للوقت والمجهود

(١) ورد بالفقرة الثالثة من المادة (١٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢: "... ويجوز لشركة التصكيك أن تصدر صكوكًا يطلق عليها متوافقة مع الشريعة الإسلامية أو إسلامية أو شرعية...".

(٢) المواد (٤) و(٥) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢.

(٣) المادة (١٦ مكرراً ٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

والتكاليف وازدواج العمل.

ونظراً لأهمية أعضاء لجنة الرقابة الشرعية الفرعية تطلبت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال أن يتم تضمين نشرة الطرح أسماء وخبرات أعضاء اللجنة^(١)، كما يجب ألا يقل عدد أعضاء اللجنة عن ثلاثة ولا يزيد على خمسة، وتكون غالبيتهم من المتخصصين في الفقه والمعاملات الإسلامية، ويُفضّل لإمامهم بنواحي الاقتصاد والمحاسبة والقانون.

ويجب أن يكون عضو اللجنة من المقيدین بالهيئة بسجل أعضاء لجان الرقابة الشرعية وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٨) لسنة ٢٠١٤^(٢) بشأن تنظيم عمل لجان الرقابة الشرعية للمنتجات المالية الصادرة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ويكون تعيين لجنة الرقابة الشرعية الفرعية بموجب قرار تصدره الجمعية العامة لمساهمي الشركة المصدرة لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مع تحديد المعاملة المالية بالنسبة لهم، كما تكون اجتماعات اللجنة دورية مرة كل شهر.

واستلزم المشرع المصري أن يكون المشروع محلّ التصكيك مُجازاً من لجنة الرقابة الشرعية الفرعية وبما يفيد توافق شروط وأحكام نشرة الطرح وعقد

(١) الفقرة (٣) من المادة (١٦ مكرراً ١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) ويتطلب هذا القرار أن يكون أحد أعضاء اللجنة متخصصاً في الفقه وأصوله، وواحدٌ على الأقل متخصصاً في مجالات الاقتصاد أو التمويل أو المحاسبة، كما يُشترط في عضو اللجنة أن يكون حاصلاً على درجة الدكتوراه من جامعة الأزهر أو ما يعادلها في أحد التخصصات ذات العلاقة، وأن تكون له دراستان علميتان متخصصتان على الأقل منشورتان في دورية علمية في مجال المعاملات المالية أو المحاسبية أو الاقتصادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويمكن استثناء هذين الشرطين إذا توفّر واحد من الشروط الآتية: أن يكون قد شغل منصب مفتي جمهورية مصر العربية - أن يأتي ترشيحه من فضيلة الإمام الأكبر شيخ الأزهر الشريف - أن يقدم ما يفيد أنه قد سبق له عضوية لجان رقابة شرعية مماثلة في بنوك أو مؤسسات مالية أو صناديق استثمار لمدة ثلاث سنوات قبل صدور القرار في ٢٠١٤، وبكل الأحوال يجب ألا يكون عضو اللجنة 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 رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ أو الحكم بإشهار الإفلاس ما لم يكن قد رد إليه اعتباره.

الإصدار والعقود المرتبطة به مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما إذا كان سيتم قيد وتداول الصكوك بالبورصة المصرية من عدمه، وبعد الدراسة تقوم اللجنة باستصدار الفتوى باعتمادها للنشرة والهيكل التعاقدى بتماشيهم مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها^(١) أو ترفضها بموجب قرار يصدر من أغلبية أعضائها، كما يكون للجنة الحق في إجراء أي تعديل على نشرة الطرح وعقود الإصدار.

ويرى البعض^(٢) أن إجماع الفقهاء على إقرار امتثال الهيكل التعاقدى للإصدار لمبادئ الشريعة الإسلامية من الأمور التي يصعب تقديرها؛ نظراً لعدم وجود معايير ثابتة لعمل اللجان الشرعية، بل إنَّ القرار يأتي وفق تقديراتهم الشخصية؛ لذا يلزم على اللجنة القيام بتسجيل الفتاوى والقرارات في سجلات خاصة وتحفظ بهم لمدة لا تقل عن خمس سنوات.

كما أضاف رأي^(٣) أن هناك صعوبات في إيجاد الفقيه الشرعي المتخصص في المعاملات المالية والمسائل الاقتصادية الحديثة معاً؛ حتى يستطيع إيداء رأيه الشرعي على أساس واعٍ ومستتير في ظل أن الهيكلة المالية لإصدار الصكوك الحديثة على درجة عالية من التعقيد والتجديد، وتحتاج إلى خبرة مالية واقتصادية ومحاسبية بجانب المعرفة الشرعية بالتمويل الإسلامي.

ورأى جانب آخر^(٤) إمكانية تعيين عضو من الأشخاص المعنوية باللجان الشرعية موضحاً أن عمل اللجنة هو عمل شرعي معنيٌّ بالإجازة أو المنع وليس عملاً تنفيذياً، وبالتالي سيكون للمؤسسات الشرعية أثر ملموس على القرارات الصادرة من الهيئة لامتلاكها الخبرة والكفاءة في إيداء الآراء الشرعية.

(١) الفقرة (١٠) من المادة (١٦ مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) Ketut Ariadi Kusuma & Anderson Caputo Silva, Sukuk Markets A Proposed Approach for Development, Supra, page 14.

(٣) عبد الإله المحبوب، قانون الصكوك بالمغرب: بين الحتمية الاقتصادية والإكراهات الواقعية، مرجع سابق، ص ٥٧،

Ayman H. Abdel-Khaleq & Christopher F. Richardson, " New Horizons for Islamic Securities: Emerging Trends in Sukuk Offerings, Hein on Line, 7 CHI. J. INT'L L. 409 (2007), page 421.

(٤) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٧٤.

ونختلف مع هذا الرأي؛ لأن الرأي الصادر من الشخص المعنوي هو في النهاية سيكون رأياً جماعياً لأفراد المؤسسة الشرعية، وسيعد تطويلاً غير مبرر انتظار قرار المؤسسة الشرعية العضو باللجنة، ثم انتظار الرأي من اللجنة الشرعية الفرعية بالمؤسسة المالية، وعموماً فجميع التشريعات بما فيهم القانون المصري تطلب أن يكون الأعضاء من الأشخاص الطبيعيين المشهود لهم بالكفاءة شريطة توفر الشروط المطلوبة.

ومن الملاحظ أن الهيئة العامة للرقابة المالية لم تضع ضوابط لعمل لجنة الرقابة الشرعية الفرعية بالمؤسسات المالية، وهناك رأي أضاف^(١) أنه يجب طرح آليات وإستراتيجيات لتطوير الحوكمة في عمل الهيئات الشرعية لتجنب تعرض الإصدار لخطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، بالإضافة إلى أن اتباع نظم الحوكمة الشرعية داخل المؤسسات المالية الإسلامية سيزيد من إقبال المكنتبين على شراء الصكوك.

وقد انتهت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)^(٢) في عدة اجتماعات عقدت بالمملكة العربية السعودية إلى توصيات بشأن عمل اللجان الشرعية للمؤسسات المالية وهيئات الرقابة؛ وذلك على النحو التالي:

(١) أن تكون قابلة للتداول والحفاظ على ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها.

(٢) الالتزام بما قرره المجلس الاستشاري الشرعي لضوابط تحديد سعر الأصول.

(٣) يجب استخدام إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشاريع وأنشطة اقتصادية تتم وفق ما تسمح به الشريعة الإسلامية^(٣).

(١) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص ٦٨ وما بعدها.

(٢) وذلك منذ تاريخ ١٢ جمادى الثاني ١٤٢٨هـ/٢٠٠٧م.

(٣) نجيه ضحاك، صناعة الصكوك الإسلامية لتطوير المصارف الإسلامية، مجلة ريادة الأعمال الإسلامية، الهيئة العالمية للتسويق الإسلامي، مج ٥، عدد ١، فبراير ٢٠٢٠، ص ١٠٣.

المطلب الثاني

رقابة اللجنة الشرعية المركزية لدى الهيئة العامة للرقابة المالية

نص المشرع على وجود اللجان الشرعية، سواء أكانت فرعية لدى شركة التصكيك أم مركزية لدى الهيئة العامة للرقابة المالية بذات نص المادة (١٤) مكرراً (٢) بقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ولم ينص القانون على ضوابط تشكيل لجان الرقابة الشرعية المركزية واشتراطات عضويتها واختصاصاتها، بل أحال الأمر لمجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، ووفقاً لقرار الهيئة^(١) تقوم اللجان المركزية بالإشراف ومتابعة الإصدار للتأكد من تطبيقه لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها من خلال مراجعتها للتقارير الربع سنوية الصادرة من اللجان الشرعية الفرعية لدى شركة التصكيك.

ويرى البعض^(٢) أنه كان ينبغي على اللجنة الشرعية الفرعية أن توجه التقارير إلى جماعة مالكي الصكوك؛ لأنهم أصحاب المصلحة الأولى من الإصدار وحتى يكونوا على دراية بكل ما يتعلق بالإصدار، ويُعدُّ هذا تزيُّداً؛ لأن رقابة اللجنة الشرعية المركزية بما لها من الخبرة والكفاءة الشرعية هي الأصلح من رقابة جماعة مالكي الصكوك وهم غالباً من غير المتخصصين الشرعيين، كما أن القانون أعطى لهم الحق في الاطلاع على تقارير اللجنة الشرعية الفرعية وما يصدر من قرارات من قبل اللجنة الشرعية المركزية بالهيئة.

وتُشكَّل اللجنة الشرعية المركزية من خمسة أعضاء من أبرز علماء الشريعة الإسلامية وبعض المتخصصين الذين لديهم خبرة واسعة في المجالات القانونية والمالية والمصرفية^(٣)، وأن يتوافر فيهم شروط محددة^(٤)، وقد تشابه

(١) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٢) لسنة ٢٠١٩ بتاريخ ٢٠١٩/٣/١٩.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٧٥.

(٣) وفي بداية إصدار الصكوك كان تشكيل اللجنة الشرعية المركزية مكوناً من تسعة أعضاء من أبرز علماء الشريعة الإسلامية وبعض المتخصصين الذين لديهم خبرة واسعة في المجالات القانونية والمالية والمصرفية على النحو التالي:

المشرع المصري مع المشرع الأردني في تطلب عدد خمس أعضاء باللجنة المركزية وأن تكون مدة المجلس ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ومن الاشتراطات الواجب توافرها في أعضاء لجنة الرقابة الشرعية المركزية الآتي:

١- أن يتم قيد أعضاء اللجنة في سجل خاص يُعدُّ لهذا الغرض لدى الهيئة للأعضاء الذين يوافق مجلس إدارة الهيئة على انضمامهم للجنة^(٢).

٢- ألا يكون مساهماً رئيسياً أو عضو مجلس إدارة في أحد الشركات الخاضعة لأحكام قانون سوق رأس المال خلال السنتين السابقتين على تاريخ العضوية.

وتطلب المشرع الأردني^(٣) أن يصدر القرار من أعضاء اللجنة غير المتفرغين من علماء فقه المعاملات ذوي الخبرة في التمويل الإسلامي المتصفين بالعدالة والنزاهة، كما اشترط وجود مراقبين من ذوي الخبرة العملية في مجال الأوراق المالية، ويكون تعيينهم بموجب قرار من مجلس الوزراء بناء على تنسيب مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية الذي يتكوّن من أربعة أعضاء غير متفرغين من الخبراء الاقتصاديين والماليين في الاقتصاد الإسلامي، ويكون لهذا المجلس رسم السياسة العامة لإصدارات الصكوك وتقييم إصداراتها ومتابعتها وإعداد المتطلبات الواجب تضمينها بكل نشرة إصدار للموافقة عليها والتأكد من التزامها بالقرارات الصادرة من الهيئة، والتأكد من تضمين النشرة لأي آراء

خمسة أعضاء من المتخصصين في فقه المعاملات = أربعة أعضاء من المتخصصين في الاقتصاد أو المحاسبة أو التمويل أو القانون، على أن يكون لديهم إلمام بنواحي الشريعة الإسلامية، وتم التعديل بموجب القرار رقم (٦١) لسنة ٢٠١٩ الصادر بتاريخ ٢٠١٩/٤/٣٠.

(١) المادة (١٩) من قانون صكوك التمويل رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣، وكانت الشروط المطلوبة هي: أ. أن يكون حاصلاً على درجة الدكتوراه في الفقه أو الأصول، ويفضل الحاصل على درجة الأستاذية، ب. أن تكون لديه بحوث منشورة عن النظام الاقتصادي والمالي الإسلامي، ج. أن تكون له خبرة عملية لا تقل عن ثلاث سنوات في عضوية الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، ويفضل من شارك في إصدارات الصكوك، د. ألا يكون قد سبق الحكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة، أو أشهر إفساره ما لم يكن قد رد إليه اعتباره، وتكون عضوية الهيئة الشرعية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

(٢) وبداية إصدار الصكوك كان يتطلب أن يكون عضو اللجنة من المقيدون بالهيئة بسجل أعضاء لجان الرقابة الشرعية وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٨) لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم لجان الرقابة الشرعية للمنتجات المالية الصادرة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وتم إدخال التعديل على النحو الحالي بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦١) لسنة ٢٠١٩.

(٣) المادة (٣) والمادة (٤) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢.

أو ملاحظات تطلبها الهيئة، وتختص كذلك بإعداد الأنظمة اللازمة لتنفيذ أحكام القانون وترفعها لمجلس الوزراء.

وهو ما يعطي للجنة الحق في الاستعانة بمستشارين في كافة المجالات، وهو أمر مستحسن لم ينص عليه المشرع المصري الذي اكتفى بأن يكون من ضمن الأعضاء الخمسة متخصصين لديهم خبرة واسعة في المجالات القانونية والمالية والمصرفية.

وتشرف إدارة الهيئة على عمل أعضاء لجنة الرقابة الشرعية المركزية، ولها الحق في إعفاء بعض من أعضائها من التشكيل شريطة أن يكون القرار الصادر مسبباً لبيان المبررات الداعية لهذا الإعفاء، كما ينبغي على مجلس إدارة الهيئة قبل استصدار قرار الإعفاء إعطاء مهلة لهذا العضو لتصحيح ما بدر منه من أخطاء، وعلى المجلس كذلك أن يستمع لوجهة نظر هيئة الرقابة الشرعية المركزية في الأعضاء المقرر إعفاؤهم.

ولا يجوز أن يكون عضو لجنة الرقابة الشرعية المركزية عضواً بإحدى لجان الرقابة الشرعية الفرعية للجهات المصدرة للصكوك^(١)، ويبدو أن إضافة هذا الاشتراط منطقياً للحد من تعارض المصالح، فلا يستقيم أن يكون هناك أعضاء مشتركين بين اللجنتين، كما أن لجنة الرقابة الشرعية المركزية هي الجهة التي تصادق وتعتمد وتضع الشروط والضوابط الشرعية للجان الشرعية الفرعية.

ويقوم رئيس الهيئة بالدعوة لعقد اجتماع لجنة الرقابة الشرعية المركزية، وينتخب أعضاء اللجنة في هذا الاجتماع رئيساً لها ونائباً للرئيس، ويكون انعقاد اجتماعات اللجنة على الأقل مرة كل شهر بموجب دعوة يوجهها رئيس اللجنة المختار أو نائبه - حال غيابه - ويكون اجتماع اللجنة صحيحاً بحضور

(١) المادة الثانية من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٢ لسنة ٢٠١٩، وأدخل هذا التعديل على القرار بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦١ لسنة ٢٠١٩.

أغلبية أعضائها على أن يكون من بينهم الرئيس أو نائبه، وتتخذ قراراتها بأغلبية أعضائها، وقد حدد مجلس إدارة الهيئة مجموعة من الاختصاصات التي تلتزم بها لجنة الرقابة الشرعية المركزية^(١)؛ وهي:

- ١- الاشتراك مع المختصين بالهيئة في وضع نماذج العقود والاتفاقيات الخاصة بإصدار الصكوك الإسلامية للتأكد من خلوها من المحظورات الشرعية.
- ٢- وضع المعايير والأطر والأحكام العامة للجانب الشرعي في إصدارات الصكوك.
- ٣- إبداء الرأي والتصنيف الشرعي لطلبات إصدارات الصكوك الإسلامية لإظهار حجم المخاطر ولمراعاة حقوق مالكي الصكوك وعرضها على مجلس إدارة الهيئة، مع تقديم مقترحات عملية للجهة المصدرة لتصحيحها أو تغيير التصنيف إن أمكن.
- ٤- إبداء الرأي والمشورة فيما يعهد إليها من التقارير التي تقدم كل ثلاثة أشهر من قبل اللجان الفرعية لدى الشركة المصدرة للتحقق من استمرار تماشي الصكوك وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية من تاريخ الإصدار وحتى تاريخ الاسترداد.
- ٥- دراسة المشاكل الشرعية التي تواجه إصدارات الصكوك خلال عمر الإصدار وإبداء الرأي فيها.
- ٦- مراجعة استفسارات لجان الرقابة الشرعية الفرعية وإصدار الفتاوى الشرعية في أحكام قيد وتداول أو استرداد أي من إصدارات الصكوك أو غيرها من الموضوعات.
- ٧- مساعدة الهيئة في وضع برامج تدريب أعضاء لجان الرقابة الشرعية الفرعية أو العاملين المختصين؛ بما يؤدي إلى استيعاب الصيغ الإسلامية والجوانب الفقهية والشرعية في إصدارات الصكوك الإسلامية.

(١) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٢ لسنة ٢٠١٩، وأدخل هذا التعديل على القرار بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦١ لسنة ٢٠١٩.

٨- تقديم تقرير سنوي لمجلس إدارة الهيئة عن السلامة الشرعية لإصدارات الصكوك الإسلامية القائمة بالسوق؛ بناءً على دراسة مستوفية لهذا الغرض ووفقاً للتقارير الدورية المقدمة من اللجان الشرعية الفرعية.

٩- النظر والبت في المنازعات المحالة إليها التي تنشأ بين الشركة المصدرة واللجان الشرعية الفرعية عن أي من الفتاوى أو الجوانب الفقهية؛ وذلك للنظر في التفسيرات الخاصة بالمقررات الشرعية.

ولم يوضح القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة عن الهيئة مدى إلزامية القرارات التي تصدرها لجنة الرقابة المركزية كما كان منصوص عليه بقانون صكوك التمويل الملغى^(١)؛ حيث جعل المشرع تنفيذ القرارات الصادرة من اللجنة نهائياً وملزماً لكافة أطراف عملية التصكيك، وعلى الأخص إذا تعلق القرار بنزاع أو خلاف فقهي بين اللجان الفرعية بالمؤسسات المالية.

ويرى البعض^(٢) أن القرارات الصادرة من اللجنة هي قرارات إدارية يجوز الطعن عليها أمام القضاء الإداري، وأن الأصلح أن يكون هناك لجنة رقابة شرعية على مستوى الجمهورية تحتكر إبداء الرأي، وهذا يتسق مع ما قضى به المشرع الأردني^(٣)، وعليه يجب النص على جواز أو عدم جواز التظلم من القرارات الصادرة من اللجنة الشرعية المركزية مع جواز الطعن عليها أمام أهل الخبرة بالأزهر الشريف شريطة أن يتوافر في المحكّمين ذات الشروط المطلوبة لعضوية لجنة الرقابة الشرعية المركزية.

ولأحكام الرقابة الشرعية للإصدار أعطى مجلس إدارة الهيئة الحق في الاطلاع على أي مستندات أو وثائق أو سجلات أو عقود أو مراسلات تكون مطلوبة لتمكينها من أداء دورها، كما يكون لها الحق في إجراء تفتيش دوري

(١) المواد (١٩) و(٢١) من قانون صكوك التمويل الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٧٩.

(٣) المادة (٤) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢.

وغير دوري على أعمال اللجان الشرعية الفرعية، ولهذه اللجنة أن تستعين في ذلك بمن تراه ضروريًا من العاملين بالهيئة، وذلك بعد موافقة رئيس الهيئة أو من يفوضه في ذلك.

ويتسع دور اللجنة الشرعية المركزية لتكون هي المراقب المباشر على الإصدارات التي تقوم بها الشركة المستفيدة بدون وجود شركة تصكيك؛ حيث لا يلزم القانون الشركة المستفيدة بتعيين لجنة شرعية فرعية، وهناك رأي اتجه إلى^(١) أن الإدارة والرقابة من الهيئة المختصة على الصكوك هما أساس جذب المستثمرين للاكتتاب فيها؛ لذا يجب أن يتم تطبيقه.

ولم يعط المشرع الحق للجنة الرقابة الشرعية المركزية بالهيئة القيام بمراقبة إصدارات الصكوك السيادية أو التي تصدرها أحد الجهات التابعة للحكومة كما كان عليه الحال في ظل قانون الصكوك رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣، إنما استحدث قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ وجود لجنة مراقبة من المتخصصين في مجالات التمويل والاقتصاد والقانون والشريعة الإسلامية للتحقق من أن التعامل على الصكوك السيادية منذ إصدارها وحتى استرداد قيمتها يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها^(٢).

ويرى البعض^(٣) أن القانون جاء خاليًا من أية عقوبة تُطبَّق على أعضاء لجنة الرقابة الشرعية المركزية إذا ما قاموا بإفشاء

(١) سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص ٦٦.

(٢) مادة (١) من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، ووفقًا للمادة (١٩) من القانون تتكون هذه اللجنة من عدد ستة أعضاء غير متفرغين، على أن يكون من بينهم ثلاثة من ذوي الخبرة في مجال التمويل، وعضو قانوني، يرشحهم الوزير المختص، واثنان من ذوي الخبرة في الشريعة الإسلامية يرشحهما شيخ الأزهر الشريف، ويجوز ضمُّ خبير أجنبي من ذوي الخبرة في التمويل الإسلامي يرشحه شيخ الأزهر بالتشاور مع الوزير المختص.

(٣) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقًا لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٢٨١.

أية أسرار تتصل بعملهم كمراقب شرعي، وكان يتعين تطبيق ما نص عليه المشرع التونسي^(١) الذي فرض عليهم تطبيق الجزاءات الواردة في قانون العقوبات إذا ما خالفوا الالتزام بالمحافظة على السرية.

ويمكن القول بأن التشريع المصري لم يأت خاليًا من تطبيق العقوبة في حالة إفشاء الأسرار، وذلك لعموم ما نص عليه المشرع بالمادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال^(٢) التي رتبت الجزاء المناسب على كل من أفشى سرًا اتصل به أو اطلع عليه بحكم عمله، وعليه في حالة وجود عضو مخالف باللجنة سيتم تطبيق العقوبة المنصوص عليها بالمادة (٦٤).



(١) نصّت المادة (٢٥٤) من المجلة الجزائرية التونسية على: "يعاقب بالسجن مدة ستة أشهر وبخطية (غرامة) قدرها مائة وعشرون دينارًا الأطباء والجراحون وغيرهم من أعوان الصحة والصيدلة والقوالب وغيرهم ممّن هم مؤتمنون على الأسرار نظرًا لحالتهم أو وظيفتهم، الذين يفشون هذه الأسرار في غير الصور التي أوجب عليهم القانون فيها القيام بالوشاية أو رخص لهم فيها، إلا أنه ودون أن يكون الأشخاص المذكورون أعلاه ملزمين بالإعلام...".

(٢) نصّت المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على: "مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر، يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه أو ما حقه المخالف من نفع مؤتم أو توقاه من خسائر أيهما أكبر، ولا تزيد على (٢٠) مليون جنيه أو مثلي ما حقه المخالف من نفع مؤتم أو توقاه من خسائر أيهما أكبر، أو بإحدى هاتين العقوبتين- كل من أفشى سرًا اتصل به أو اطلع عليه بحكم عمله تطبيقًا لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعًا منه هو أو زوجه أو أولاده، أو أثبت في تقاريره وقائع غير صحيحة، أو أغفل في هذه التقارير وقائع تؤثر في نتائجها، أو تعامل في الأوراق أو الأدوات المالية بالمخالفة للأحكام المنصوص عليها في المادة (٢٠) مكرّرًا) من هذا القانون".

المبحث الثاني رقابة شركة التصنيف الائتماني على الإصدار

نشأت صناعة التصنيف الائتماني منذ أكثر من ١٥٠ عامًا، وتسيطر ثلاث شركات تصنيف رئيسية^(١) على ٩٠% من السوق العالمية^(٢)، وتعدُّ رقابة شركة التصنيف الائتماني على إصدارات الصكوك الإسلامية متطلبًا أساسيًا من قبل المشرع والهيئة العامة للرقابة المالية؛ لذا تطلب المشرع^(٣) أن يتوافر في العضو المنتدب للشركة وفي العاملين شاغلي الوظائف الأساسية الخبرة الكافية في مجال تصنيف الأوراق المالية أو في مجال تحليل الائتمان ودراسة الجدارة الائتمانية، وتلتزم الشركة بإخطار الهيئة بشكل هيكلها التنظيمي وأسماء العاملين الرئيسيين بها والخبراء التي تستعين بهم في مجال عملها.

ويرى البعض^(٤) أن من ضمن التوصيات لإنعاش سوق الصكوك الإسلامية هو ضمان وجود تدابير من بينها تعزيز تقييم مخاطر الائتمان عن طريق دعم ممارسات التصنيف الائتماني؛ وذلك ما سيتم تفصيله بالمطالب الآتية:

المطلب الأول: رقابة التصنيف الائتماني قبل غلق باب الاكتتاب في الإصدار.

المطلب الثاني: رقابة التصنيف الائتماني خلال عمر الإصدار.

المطلب الأول رقابة شركة التصنيف الائتماني قبل غلق باب الاكتتاب في الإصدار

من أجل الثقة التي يوليها المكتتبون في الشركة المصدرة تطلب المشرع المصري ضرورة وجود شهادة تصنيف ائتماني لكل إصدار صكوك من إحدى

(١) وهذه الشركات هي: Standard & Poor's, Moody's and Fitch Ratings.

(٢) Post-Graduate Program of Islamic Economics, Faculty of Islamic Economics and Business, State Islamic University, Borsa Istanbul Review, www.sciencedirect.com, 2019, page 231.

(٣) المادة (٢٨٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) Ketut Ariadi Kusuma & Anderson Caputo Silva, Sukuk Markets A Proposed Approach for Development, Supra, page 15.

جهات التصنيف التي تقبلها الهيئة العامة للرقابة المالية، بحيث لا تقل درجة التصنيف عن المستوى الدال عن الوفاء بالالتزامات الواردة بنشرة الطرح؛ وذلك لبيان القدرة المالية على الوفاء بحقوق مالكي الصكوك.

وفي الواقع العملي تقوم شركة التصنيف الائتماني بعمل الدراسات والتحليلات المرتبطة بالإصدار الذي تتولاه الشركة المصدرة، كما تعطي شهادة بالتصنيف الائتماني للصك الإسلامي ذاته، وهي بذلك لا تضمن حقوق مالكي الصكوك؛ لأن المفترض في الاستثمار الإسلامي تحريمه للضمان والعائد الثابت، لذا تقوم شركة التصنيف الائتماني بدراسة وتحليل موجودات عملية التصكيك من الأصول والمنافع والحقوق أو التدفقات النقدية لإظهار مدى القدرة على الوفاء بحقوق مالكي الصكوك في ضوء دراسة الجدوى والنموذج المالي المقدم، وينصب التصنيف الائتماني على المشروع المصكك، وفي بعض الإصدارات تطلبت شركة التصنيف الائتماني فحص ودراسة الشركة المستفيدة وشركتها الأم، وغالبًا ما يحدث ذلك بالنسبة للإصدارات المبنية على الأصول، وكان الأخرى أن يقتصر التصنيف على المشروع فقط باعتباره منفصلاً عن أعمال الشركتين المصدرة والمستفيدة.

ودور شركات التصنيف الائتماني هو دور حيوي في تنقية السوق من المشروعات غير المؤهلة للاستثمار فيها، وذلك يأتي كنتيجة للتقييمات التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني بعد دراستها لمستندات الطرح، ويرى البعض⁽¹⁾ أن كفاءة التصنيفات المالية تعتمد على ثلاثة طرق؛ الأول: هو الاعتماد على محتوى معلومات التصنيفات الائتمانية، والثاني: التحقق من هذه المعلومات في سوق المال، والثالث: يعتمد على فحص محددات التصنيف الائتماني التي تتمثل في النسب والبيانات المالية؛ مثل الرافعة المالية للشركة وحجمها ومستوى سيولتها وآليات إدارة الشركة ومدى استقلال هيكل الملكية

⁽¹⁾ Post-Graduate Program of Islamic Economics, Supra, page 231.

عن الإدارة واحتمالات تخلف الشركة عن سداد المستحقات المفروضة عليها. ومن الواجبات التي تلتزم بها شركة التصنيف الائتماني التأكد من أن موجودات المشروع أو المشروع ذاته محلّ التصكيك سيخرج من الذمة المالية للجهة المستفيدة ويدخل في الذمة المالية للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، كذلك تدرس الخسارة المحتملة وتراجع الموقف الائتماني للجهة المستفيدة، وتقوم بدراسة الجوانب القانونية لمعرفة أثر إفلاس الجهات المشتركة في عملية التصكيك وخاصة الشركة المستفيدة والشركة المصدرة على حقوق مالكي الصكوك والغير^(١).

وقد تطلب المشرّع تضمين شهادة التصنيف الائتماني لنشرة الطرح الصكوك، وتطلب أن تكون الشهادة صادرة من إحدى جهات التصنيف المعتمدة لدى الهيئة^(٢)، وألا تقل درجة التصنيف عن المستوى الدال على الوفاء بالالتزامات المنصوص عليها بنشرة الطرح؛ سواء أكان عاماً أم خاصاً، فكلما كان التصنيف الائتماني للإصدار مرتفعاً مثل AAA+ أو AA قلت المخاطر المرتبطة به، كما تشير درجة الائتمان BBB إلى أن الجدارة الائتمانية متوسطة، أما DD فتعني أن الصكوك التي يتم إصدارها ستؤدي إلى خسارة، وتشترط الهيئة العامة للرقابة المالية وجوب ألا تقل درجة التصنيف الائتماني عن BBB- بأي حال من الأحوال^(٣)، وهو الحد الأدنى المقبول الذي يشير إلى قدرة الإصدار على الوفاء بالتزاماته، وتحتاج الهيئة لهذا التقييم كحد

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ١٤٥.

(٢) وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٧١) لسنة ٢٠٠٩ فإن شركات التصنيف الائتماني المعتمدة لدى الهيئة:

Fitch Ratings (fitch), Moody's Investor Services (Moody's), Standard and Poor's Inc (S&P), A.M. Best, Japan Credit Rating Agency, Ltd (JCR), Dominion Bond Rating Services (DBRS), Fedafin Federolism&Finacial AG(Fedafin), Austin Ratings and Evler Hermes Rating GMBH

(٣) قرار رقم (١) لسنة ١٩٩٩ الصادر في ١١/١/١٩٩٩ بشأن درجات تقييم وتصنيف الأوراق المالية .Rating

أدنى في حالة ما إذا كان الطرح في اكتتاب عام أو إذا كانت قيمة الأوراق المالية الدائنة تزيد على صافي قيمة أصول الجهة المصدرة، وعلى الرغم من أن القرار متعلق بحالات محددة إلا أن الهيئة تطلب ألا يقل أي إصدار لصكوك أو سندات تقليدية أو سندات توريق عن هذا الحد ولا تفرق في هذا الشأن بين الطرح العام أو الطرح الخاص.

وقد منحت شركة ميريس "الشرق الأوسط للتصنيف الائتماني وخدمة المستثمرين" في ٢١ ديسمبر ٢٠٢٠ التصنيف والترتيب المحلي للملاءة (تصنيف الجدارة) الائتمانية (A) لإصدار الصكوك الإسلامية بصيغة الإجارة لتمويل مشروع شركة القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية ش.م.م (الشركة المستفيدة) للالتزامات طويلة الأجل، وهو ما يعني تقييم مديونية المنشأة من الدرجة الأولى، والتي لا تحظى بأي ضمانات (Senior Unsecured Debt) بعد اعتمادها على دراسات متعلقة بالقوائم المالية، وهذا التصنيف يشير إلى قدرة الإصدار الائتمانية على سداد الأقساط والعوائد في مواعيدها بجودة عالية Average Creditworthiness كما أن درجة المخاطر التي يتعرض لها الإصدار متواضعة مقارنة بالإصدارات الأخرى بالدولة نفسها^(١).

كذلك منحت الشركة في ٢٢ أكتوبر ٢٠٢٠ تصنيف الجدارة الائتمانية (sf) "A-" لصكوك المضاربة (الإصدار الثاني في جمهورية مصر العربية) لشركة ثروة للتصكيك، وكان من خصائص هذا الإصدار أنه يعتبر صكوك تمويل مسبق الدفع (Pre-Funded Sukuk)؛ حيث سيتم إيداع إجمالي قيمة الصكوك في حساب مخصص لدى وكيل السداد لحين تكوين مشروع الشركة المستفيدة (محافظ تمويل شراء سيارات)، وكان هذا الإصدار معززاً بحساب خدمة تعثر بواقع نسبة ٣.٦% من إجمالي الرصيد القائم للقيمة الحالية للمحافظ

(١) مذكرة معلومات للطرح الخاص للمؤسسات المالية المؤهلة للاستثمار والأفراد ذوي الملاءة للاكتتاب في صكوك إجارة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لشركة المجموعة المالية هيرميس للتصكيك شركة مساهمة مصرية بمبلغ ٦٠٠ مليون جنيه مصري.

حتى نهاية عمر الإصدار^(١).

وتقوم شركات التصنيف الائتماني في حالة سداد مستحقات مالكي الصكوك من التدفقات النقدية للإصدار - كما هو الحال في التمويل الآجل الذي تمنحه الشركة المستفيدة لعملائها إذا كان مشروعها هو تشييد العقارات وبيعها بالتقسيط على سبيل المثال - بالتأكد من الملاءة المالية لعملاء الجهة المستفيدة، وهو ما يسمى بـ Shadow Rating بغرض الحفاظ على معدلات التدفقات النقدية التي يعتمد عليها الإصدار لسداد مستحقات مالكي الصكوك، كذلك تأخذ شركات التصنيف الائتماني في تقييمها مدى ملائمة المشروع للأوضاع الاقتصادية والقانونية والمالية طوال عمر الإصدار وطرق التحوط من المخاطر المرتبطة به.

ويختلف التصنيف الائتماني بحسب طبيعة الإصدار في حالة الإصدار المدعوم بالأصول Asset Backed Sukuk؛ حيث يعتمد التصنيف الائتماني على دراسة وتحليل موجودات عملية التصكيك، وقد لا تحتاج إلى تقييم الجهة المستفيدة في هذه الحالة إذا كانت الأصول محل التصكيك كافية وتتسم بالملاءة المالية الكافية لسداد مستحقات مالكي الصكوك حتى نهاية عمر الإصدار وتحقق لهم العائد المتوقع في ظل وجود مخاطر معقولة، أما إذا كانت الصكوك مبنية على الأصول Asset Based Sukuk أو كانت صكوك مخففة الدعم بالأصول Light Assets فتتطلب شركة التصنيف الائتماني أن يجري تقييمها الائتماني على الجهة المستفيدة وشركتها الأم والمشروع محل التصكيك، كما تجري التقييم على أية مصادر مستخدمة لسداد مستحقات مالكي الصكوك، كما لها الحق في طلب أي مستندات أخرى^(٢)، ومتطلبات شركة التصنيف الائتماني

(١) مذكرة معلومات للطرح الخاص على المؤسسات المالية والأشخاص من ذوي الملاءة المالية للاكتتاب في صكوك مضاربة متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية لشركة ثروة للتصكيك بمبلغ ٢.٥ مليار جنيه مصري.

(٢) وفقاً للمادة (٢٨٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢: "على الجهة الراغبة في الحصول على تصنيف ائتماني لها أو لما تصدره من أوراق مالية أن تقدم

لدراسة المركز المالي للشركة المستفيدة يجد سنده قانوناً^(١)؛ لذا تقوم شركات التصنيف بطلب المستندات الآتية:

أ. المستندات المطلوبة من الشركات المستفيدة وشركتها الأم:

١. النظام الأساسي وكافة التعديلات للشركات.
٢. سجل تجاري حديث للشركات.
٣. كافة الالتزامات الجوهرية وعقود واتفاقيات القروض والتسهيلات الائتمانية المرتبطة بموجودات المشروع محل عملية التصكيك.
٤. بيان عن الدعاوى القضائية المقامة ضد الشركة المستفيدة والشركة الأم.
٥. قرارات الجمعيات العامة العادية وغير العادية أو مجالس الإدارات على مدار الثلاث السنوات السابقة على الإصدار.
٦. التراخيص والشهادات الصادرة للشركات والمشروع ومدى توافقها مع القانون، مع توضيح أي مخالفات قانونية (إن وجدت) صادرة ضد الشركات من الجهات المعنية.
٧. توضيح الموقف الضريبي والتأميني للشركات.
٨. بيان الاتفاقيات وعقود الإدارة المبرمة بين الشركة الأم والشركات المستفيدة (إن وجدت) بشأن المشروع محل التصكيك.
٩. بيان العقود المؤثرة مع الموردين والموزعين (إن وجدت) مع توضيح الالتزامات والواجبات القانونية تجاه تلك الأطراف.

للشركة ما تطلبه من البيانات اللازمة لإجراء التصنيف على أن تكون حقيقية ودقيقة ومعبرة عن مركزها المالي".

(١) وفقاً للمادة (١٦ مكرراً ٢) من اللائحة التنفيذية: يجب أن تقوم الجهة المستفيدة بإخطار كلاً من الهيئة والبورصة فور وقوع أي من الحالات التالية: قيام الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أي من شركاتها التابعة بتقديم طلب بشأن حلها أو بشأن تعيين مصف لها - صدور حكم بحل أو تصفية الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أية شركة تابعة لها - اتخاذ الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أية شركة تابعة لها قراراً بحلها - انقضاء أجل الجهة المستفيدة أو شركتها الأم أو أي من شركاتها التابعة - قيام أي مرتين بحيازة أو وضع اليد أو بيع جزء من موجودات الجهة المستفيدة تزيد قيمتها الإجمالية على (١٠%) من القيمة الدفترية لصافي تلك الموجودات.

- ب. المستندات الخاصة بالمشروع محلّ عملية التصكيك:
١. التوكيلات الصادرة من أو إلى الجهة المستفيدة بشأن المشروع محل التصكيك.
 ٢. القرارات الوزارية/التراخيص/الموافقات الصادرة/ ومحاضر التسليم لأصول المشروع من الجهات المختصة.
 ٣. بيان بالضمانات والامتيازات المقررة على المشروع لأي طرف ثالث والعقود المرتبطة بذلك.
 ٤. إذا كان المشروع عقاريًا يتم إصدار شهادة حديثة من استشاري المشروعات تُبين الموقف الحالي للمشروع ومدى مطابقتها للتنفيذ للتراخيص الصادرة والبرنامج الزمني والمخطط العام للمشروع، وبيان ما إذا كانت هناك مخالفات على المشروع من عدمه (وذلك في حالة البدء في تنفيذ أعمال المشروع) قبل الإصدار.
 - ج. في حالة ارتباط الإصدار بأي محفظة تدفقات نقدية يتم حوالتها للشركة المصدرة بصفتها نائبًا عن مالكي الصكوك كمشروع أو ضمانات يتطلب المستندات الآتية:
 ١. الاطلاع على ملفات العملاء المدينين للشركة المستفيدة.
 ٢. العقود المكونة للمحفظة.
 ٣. التنازلات (في الحالات التي تتضمن تنازلات من عملاء سابقين للعملاء الحاليين).
 ٤. بيان العميل الموضح به تواريخ الأقساط المسددة وكذلك الأقساط المستحقة.
 ٥. المستندات التي توضح الضمانات المقدمة من العميل.
 ٦. صورة بطاقة العميل.
 ٧. التوكيلات (في حالة أن التوقيع على العقد من وكيل وليس العميل نفسه).

ونرى أنّ تَطَلُّبَ المشرع وجود شهادة التصنيف الائتماني لا يمكن تعميمها على كافة إصدارات الصكوك؛ بحيث يتم تطبيقها كما ورد بالقانون في الحالات التي تتطلبها طبيعة الصك، وذلك للأسباب الآتية:

أولاً: إن الحاجة لتقديم شهادة التصنيف الائتماني للإصدار يعدُّ شرطاً جوازياً، ويتضح ذلك مما جاء بالمادة (١٤) مكرراً (٩) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢؛ وذلك للآتي:

أ. ورد بالمادة المذكورة: "... على أن تتضمن شهادة بالتصنيف الائتماني للإصدار من إحدى جهات التصنيف المعتمدة لدى الهيئة، وألا تقل درجة التصنيف عن المستوى الدال على الوفاء بالالتزامات الواردة بنشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات؛ وذلك في الحالات التي تتطلب طبيعة الصك ذلك"، وتدل عبارة **طبيعة الصك** على أن تطلب شهادة التصنيف الائتماني تعتمد على تقدير طبيعة الصك، ولا يعد ذلك شرطاً لتطبيقه على جميع صيغ الصكوك.

ب. من المتفق عليه أن تقدير طبيعة الصك يكون بيد الهيئة العامة للرقابة المالية التي تملك قانوناً أن تصدر ضوابط لنوعية من الصكوك، بحيث لا تحتاج إلى تصنيف ائتماني، ويتضح ذلك مما ورد بالمادة المذكورة "مراعاة أحكام المادة (٤) من هذا القانون...."؛ حيث تنص المادة على أن "... يصدر مجلس إدارة الهيئة الضوابط التي يجب الالتزام بها عند طرح أي أوراق أو أدوات مالية في اكتتاب عام أو طرح خاص، وذلك بحسب نوع الورقة أو الأداة المالية؛ وبناءً عليه فالهيئة تملك أن توافق على إصدار صك بدون الحاجة إلى تقديم شهادة بالتصنيف الائتماني، ولا يكون عليها معقب في ذلك الأمر إذا رأت أن طبيعة الصك لا تستدعي تقديم الشهادة لما لها من سلطة قانونية، ويمكن تطبيق ذلك إذا كانت إصدارات الصكوك الإسلامية تكون مدعومة بالأصول كصكوك الإجارة التي يكون محل الموجودات بها عقار أو منافع، ومن الممكن الاكتفاء بتقارير المقيمين العقاريين كما هو الحال بالنسبة لصندوق الاستثمار العقاري.

ثانياً : تشابه الطبيعة القانونية للصكوك مع الوثائق الصادرة من صناديق الاستثمار.

لم يتطلب المشرع بالنسبة لنشاط صناديق الاستثمار تقديم مؤسسي الصندوق لشهادة بالتصنيف الائتماني بشأن الوثائق الصادرة منه، ويرجع ذلك لاعتداد المشرع

بطبيعة وثيقة الاستثمار التي تُعدُّ أداة ملكية كالأسهم، وليست أداة ائتمان أو دين كالسندات؛ حيث نصت المادة (١٤١) على تعريف وثيقة الاستثمار بأنها: "ورقة مالية تمثل حصة شائعة لحامل الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق، ويشترك مالكو الوثائق في الأرباح والخسائر الناتجة عن نشاط الصندوق كل بنسبة ما يملكه من وثائق".

وإذا ما أجرينا مقارنة بسيطة بين تعريف المشرع لوثائق صندوق الاستثمار والصكوك الإسلامية سنرى أن هناك تشابهاً بين التعريفين؛ حيث عرف المشرع الصكوك الإسلامية بأنها: "أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد على ثلاثين عاماً، تمثل كل منها حصة شائعة في ملكية أصول أو حقوق أو مشروع معين أو حقوقه أو التدفقات له...".

وبناء عليه يتضح من التعريفين السابقين أن المشرع جعل طبيعة وثائق صناديق الاستثمار والصكوك الإسلامية بأنها أدوات ملكية كالأسهم، وفي هذه الحالة يكون من المنطق عدم تقديم شهادة بالتصنيف الائتماني عند إصدار الصكوك الإسلامية التي تختلف طبيعتها عن السندات أو صكوك التمويل المذكورة باللائحة؛ ففي حالة الأسهم يكون الاعتماد على الربح الناتج من الشركات المساهمة بدون ضمان، وكذلك بالنسبة للصكوك الإسلامية يكون توزيع الأرباح معتمداً على ما يدره المشروع أو النشاط المصكك بغير ضمان وفق مبدأ الغنم بالغرم.

ثالثاً: مراعاة الشمول في تفسير مواد قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ التي استلزمت تقديم شهادة بالتصنيف الائتماني.

بشكل عام ورد باللائحة التنفيذية بالمادة (٧) ثالثاً من قانون سوق رأس المال فيما يتعلق بالمتطلبات الخاصة بالشركات الراغبة في طرح أوراق مالية بخلاف الأسهم تقديم شهادة بالتصنيف الائتماني، واقتصر ذلك على الطرح في اكتتاب عام بموجب نشرة اكتتاب وليس الطرف الخاص بموجب مذكرة معلومات؛ حيث جاء بنص المادة "... على أن يتم موافاة الهيئة بشهادة

التصنيف الائتماني للورقة المالية المزعم إصدارها فور موافاة الهيئة بالمشروع النهائي لنشرة الاكتتاب العام "...، ويتضح من ذلك الأمر أن إصدار الصكوك وفق مذكرة معلومات لا يتطلب معه تقديم شهادة بالتصنيف الائتماني؛ حيث يتم طرح الصكوك على جمهور معلوم سلفاً له قدرة على دراسة المشروع المصكك والاطلاع على دراسة الجدوى والنموذج المالي الذي تعده الشركة المصدرة.

واستلزام تدخل الهيئة لبحث طبيعة الصك وهل يحتاج إلى شهادة تصنيف ائتماني من عدمه قد يمثل نقطة انطلاق في ازدهار الصكوك الإسلامية وتنشيط الاعتماد عليها في تمويل المشروعات والأنشطة للشركات العامة والخاصة؛ وذلك لأن جميع الشركات والمؤسسات المالية تعتمد بشكل أساسي على شركة واحدة فقط في مصر هي شركة الشرق الأوسط للتصنيف الائتماني وخدمة المستثمرين (ميريس) لوجود مركز لها داخل جمهورية مصر العربية، وأخيراً لتناسب الأتعاب التي تحصل عليها سواء عند الإصدار أو خلال مدة الإصدار مقارنة بالأتعاب التي يحصل عليها وكالات التصنيف الائتماني الأخرى المعتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية، وفي الواقع العملي تحتاج شركة ميريس لإصدار شهادة التصنيف الائتماني لكل إصدار إلى أكثر من شهرين، وهي مدة طويلة جداً ولا تتناسب مع سرعة اتخاذ الإجراءات المرتبطة بتمويل المشروعات حالياً عقب الأزمات الاقتصادية المتلاحقة^(١).

ويرى البعض أنه غالباً ما يعتمد التصنيف الائتماني على دراسة كفاءة الإفصاح المالي للشركات Financial Disclosure Quality والمخاطر المحاسبية Accounting- based risks للتمويل عن طريق الصكوك أو السندات؛ لأن هذه

(١) أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية قراراً يسمح بتأسيس شركات وطنية للتصنيف الائتماني بعد إلغاء شرط الالتزام بوجود مساهمة من جهات التصنيف الائتماني الدولية في رأس مال شركات تقييم وتصنيف ترتيب الأوراق المالية العامة بسوق المال المصري، منشور بمقال معنون: مصر تسمح بتأسيس شركات وطنية بالكامل للتصنيف الائتماني، ٢٠٢٢/١٢/٢ <asharqbusiness.com> (٢٠٢٣/١/١٢).

العوامل من شأنها تعزيز صنع القرار الاستثماري، وأن فائدة الإفصاح المالي للشركات يكون لها أهمية أكبر على وجه الخصوص بالنسبة للتمويل عن طريق الصكوك، بالإضافة إلى ضرورة وضع المعايير من خلال التنسيق بين هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، والمعايير الدولية للإبلاغ المالي (IFRS) International Financial Reporting Standards.

ولضمان منع تعارض المصالح المحتمل حدوثه من شركات التصنيف الائتماني ألزم المشرع شركات التصنيف الائتماني بإخطار الهيئة بكل شهادة تصنيف تصدرها ولو عدل طالبها عن استخدامها أو الإفصاح عنها^(١)، كما لا يجيز المشرع^(٢) أن يكون مساهماً في شركة التصنيف أي من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أو البنوك أو مراقبي الحسابات أو الجهات التي يتم تصنيفها أو تصنيف ما تصدره من أوراق مالية، وألاً يكون لأي من العاملين بها مصلحة مع الجهة التي يتم تصنيفها أو التي تصدر السند أو صك التمويل محلّ التصنيف.

المطلب الثاني

رقابة شركة التصنيف الائتماني خلال عمر الإصدار

الرقابة الائتمانية على الإصدار لا تقتصر فقط على الفترة ما قبل تاريخ غلق باب الاكتتاب، وإنما تمتد كذلك طوال عمر الإصدار؛ حيث تلزم الهيئة^(٣) الشركات التي حصلت على شهادة التصنيف الائتماني للسندات أو لصكوك التمويل ذات العائد المتغير التي أصدرتها بأن تقوم بتحديث شهادة التصنيف الائتماني سنوياً؛ لذا تطلب شركة التصنيف الائتماني المستندات التي تراها لازمة لإجراء التقييم الدوري على الإصدار وعلى الصكوك الصادرة للتأكد من قدرة الإصدار على سداد الالتزامات المرتبطة به.

وتظل مسؤولية شركة التصنيف الائتماني مستمرة طوال عمر

(١) المادة (٢٨٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (٢٨٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) القرار رقم (١٨) لسنة ١٩٩٩ صادر بتاريخ ١٩٩٩/٥/٣١ بشأن عملية إصدار السندات.

الإصدار، ويستطيع المتضرر الرجوع عليها وفقاً لقواعد المسؤولية المدنية؛ وذلك لأن التقارير الصادرة في المقام الأول هي تقارير فنية يعتمد عليها أطراف عملية التصكيك وخاصة مالكي الصكوك والهيئة لمتابعة المشروع محل التصكيك والإصدار، سواء عند البدء فيه أو خلال عمر الإصدار، ويمكن القول بوجه عام إن شركة التصنيف الائتماني تكون مسئولة مدنيًا، سواء بموجب المسؤولية العقدية وفق الأحكام والشروط المنصوص عليها بالعقود المبرمة معها أو الواردة بنشرة الطرح، إلى جانب مسئوليتها تقصيريًا إذا صدرت التقارير بناء على تحليل المعلومات بشكل لا يتم وفقاً للقواعد المعمول بها محليًا، كما إنها تسأل على عدم مراعاتها القواعد والالتزامات التي ترتبها أخلاقيات المهنة وهي الأوسع نطاقاً من مجال المسؤولية المدنية؛ لأن الجزاء المترتب على مخالفتها قواعد وأخلاقيات المهنة يستوجب العقاب التأديبي^(١) بسحب رخصتها أو بوقف قيدها من الهيئة المنوطة بتطبيق أي جزاءات إدارية؛ لكونها شركة مؤسسة وفقاً لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

كذلك تسأل شركات التصنيف الائتماني بموجب المسؤولية الجنائية إذا ما حوت تقاريرها على معلومات مزورة مع توافر الركن المعنوي والمادي لارتكابها لهذه الجريمة؛ وذلك بموجب الأحكام المنصوص عليها بالباب السادس من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

وإذا ما نظرنا إلى الجانب العملي فسنجد أن شركة التصنيف الائتماني تطلبت في إصدارات الصكوك الصادرة في جمهورية مصر العربية إعداد تقارير متعددة بحسب نشاط الشركة المستفيدة التي تستخدم حصيلة الاكتتاب في الصكوك في مشروعاتها:

أ: تطلبت بالنسبة للإصدار الأول (صكوك الإجارة): الإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية التي تواجهها الشركة المستفيدة، والتي يكون من

(١) سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ٣٣٧.

شأنها التأثير على التدفقات النقدية للأصل محل التصكيك أو العوائد المستحقة لمالكي الصكوك.

ب: تطلبت بالنسبة للإصدار الثاني (صكوك المضاربة): عدة تقارير من الشركة المصدرة:

أولاً: تقارير تخص الأصول محل التصكيك على النحو الآتي:

- (١) إعداد تقرير شهري للإفصاح عن جودة الأصول المصككة.
- (٢) الإفصاح عن أية تعديلات تخص أحكام الإصدار وشروطه.
- (٣) الالتزام بتجديد شهادة التصنيف الائتماني سنوياً.
- (٤) بيان يقدمه مدير المشروع على أن يكون معتمداً من مراقب الحسابات كل ثلاثة أشهر متضمناً كافة المبالغ لحالات التأخير أو الامتناع عن السداد من قبل العملاء والإجراءات التي قام بها تنفيذاً لعقود التمويل للمطالبة بالمبالغ واستيفائها التي تأخر العملاء عن سدادها .
- (٥) الإبلاغ الفوري عند إنهاء عقد مدير المشروع ووكيل السداد.
- (٦) توزيع عوائد الصكوك وأداء القيمة الاستردادية للصكوك وفق التعليمات الصادرة من شركة التصكيك، والإخطار فور حدوث أية مخالفة في ذلك.
- (٧) إذا كان الإصدار يخص تمويل محافظ لعقود تمويل فتلتزم الشركة المستفيدة بإخطار شركة التصنيف الائتماني عند تمويل كل محفظة.

ثانياً: تقارير تخص حركة التدفقات النقدية من المشروع محل التصكيك؛ وذلك على النحو الذي يبين الآتي:

- (١) المبالغ التي تم تحصيلها في الفترة المعد عنها التقرير.
- (٢) ما تم سداه من مستحقات مالكي الصكوك.
- (٣) العمولات والمصروفات التي تم خصمها.
- (٤) فائض الأموال المودعة ومجالات استثمارها وفقاً لنشرة الطرح.

- ٥) حالات التأخير أو الامتناع عن السداد والإجراءات التي تمت بشأنها.
- ٦) كل ما يؤثر على جودة الضمانات المتصلة بالحقوق المحالة تأثيراً جوهرياً.
- ٧) أي تغيير بشأن الاتفاق مع الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة.
- كما تؤدي شركات التصنيف الائتماني دوراً في حالة تعثر الشركة المصدرة عن سداد مستحقات مالكي الصكوك؛ وذلك من خلال توقعها لإعادة الهيكلة المحتملة للإصدارات المتعثرة أو الوشيكّة التعثر، وذلك بعد تحليلها للمعلومات المتاحة حول أداء الصكوك في السوق، ويترتب على مثل هذه التوقعات الأولوية التي توفرها شركات التصنيف الائتماني حصول مالكي الصكوك على معلومات حول أداء استثماراتهم وبعض الخطوات الأولية التي يمكنهم اتخاذها بما يحفظ حقوقهم، وقد نصّت المبادئ التوجيهية الصادرة عن لجنة الأوراق المالية الماليزية بشأن الصكوك على أنه يجب على مصدر الصكوك أن يعلن على الفور عن حدوث أي حالات تقصير على المنصة التي تحددها لجنة الأوراق المالية، وهو ما تطلبته التشريعات المصرية من الشركة المستفيدة والقائمين على إصدارات الصكوك الإسلامية^(١).

(1) Umar A. Oseni, Dispute management in Islamic Financial instructions: a case study of near sukuk defaults, 13 J. INT'L TRADE L. & POL'y 198 (2014).

خاتمة البحث

بعد الانتهاء من بحث ودراسة الصكوك الإسلامية، وفق ما جاء بقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، وقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١، وقرارات هيئة الرقابة المالية، وآراء الفقه المصري والفقه المقارن، وكذا ما ورد بالعديد من التشريعات المقارنة، فقد انتهينا إلى النتائج والتوصيات الآتية:

أولاً: النتائج:

١- يجوز النص على اشتغال إصدارات الصكوك الإسلامية على ضمانات حديثة للتأكد من القدرة على سداد مستحقات مالكي الصكوك، ومنها خطاب الضمان والشيكات أو الأوراق التجارية أو السندات الإذنية والتأمين على الديون وتجميد الأرصدة النقدية (إيقاف سحبها) وضمان الاكتتاب في الأسهم (التعهد بالاكتتاب)، وهذا ما أقرته هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) بالمعيار الخامس من معايير المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.

٢- تشبه الصكوك السيادية الأوراق المالية الحكومية؛ مثل أدون وسندات الخزنة، كما يمكن في المستقبل استخدام الصكوك السيادية لسد عجز الموازنة العامة، وذلك يفهم من خلال التعريف الذي ساقه المشرع بقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١؛ حيث يتضح أن استخدام حصيلة الصكوك السيادية لن يقتصر على تمويل المشاريع وإنما يمكن استخدامها لسد عجز الموازنة العامة في حالة زيادة النفقات وانخفاض الإيرادات العامة في الأجل القصير تجنباً لحدوث المشاكل الاجتماعية والاقتصادية المرتبطة بالعجز، وهذا ما طبقتة التشريعات المقارنة؛ مثل السودان وماليزيا.

٣- يمكن لمدير المشروع أن يتعاقد باسمه ولحساب الشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك؛ حيث يعامل مدير المشروع وفق الطبيعة القانونية للوكيل بالعمولة وفق ما جاء بقانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ وكذلك أحكام النيابة الواردة بالقانون المدني.

٤- لا بد أن يتم نقل ملكية الموجودات من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة، خاصة إذا كانت عقارات وفق ما نص عليه القانون الوضعي؛ تجنباً لحدوث مشاكل قانونية يترتب عليها عدم إمكانية قيام مالكي الصكوك بالتنفيذ على هذه الموجودات لاستيفاء مستحققاتهم، وذلك مرجعه أن نقل العقارات لا بد أن يتم وفق نصوص القانون المدني، ويدل على ضرورة إجراءات تنفيذ البيع الحقيقي للموجودات من الشركة المستفيدة للشركة المصدرة بصفتها نائباً عن مالكي الصكوك، هو ما نصت عليه المادة (١٤) مكرراً (١٩) من قانون سوق رأس المال التي قضت بالإعفاء من الضرائب على القيمة المضافة ومن جميع الضرائب والرسوم أيّاً كان نوعها لجميع التصرفات التي تتم على الأصول فيما بين الجهة المستفيدة وشركة التصكيك شريطة عدم التصرف في هذه الأصول للغير أو تغيير هيكل ملكية شركة التصكيك.

٥- يتشابه دور وكيل السداد مع دور أمين حفظ في أنشطة التوريق وصناديق الاستثمار والتخصيم؛ حيث لا يلزم المشرع حصول الجهات الحاصلة على ترخيص أمناء الحفظ لأية تراخيص أخرى لتمكينهم من مزاوله مهام وكيل السداد في إصدارات الصكوك الإسلامية.

ثانياً: التوصيات :

١- تعديل الصياغة في مستهل المادة (١٤ مكرراً ٢) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ التي بدأت بعبارة: "يجوز أن تصدر صكوك يطلق عليها (متوافقة مع الشريعة الإسلامية) أو (إسلامية) أو

(شرعية)، كما يجوز أن يشار إلى أي من تلك العبارات في أي من عقودها أو نشرات طرحها أو وثائقها أو مواد الترويج لها أو الإعلانات الصادرة عنها "...؛ حيث جاءت هذه الصياغة مضللة وغير معبرة عن طبيعة الصكوك الإسلامية، حيث أوحى بإمكانية إصدار صكوك غير متماشية مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

٢- أن يتم إيضاح مدى إلزامية القرارات التي تصدرها لجنة الرقابة الشرعية المركزية، ويجب النص على جواز أو عدم جواز التنظيم من القرارات الصادرة من اللجنة الشرعية المركزية مع جواز الطعن عليها أمام أهل الخبرة بالأزهر الشريف، شريطة أن يتوافر في المحكّمين ذات الشروط المطلوبة لعضوية لجنة الرقابة الشرعية المركزية.

٣- اتباع ما نص عليه قانون الصكوك الملغى رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ بشأن تملك الأجانب للعقارات؛ حيث نص على عدم الإخلال بالضوابط والأحكام التي تنظم تملك الأجانب للعقارات المبنية وفقاً للقوانين السارية، ونوصي بأن يتم تقرير امتياز على حصيلة بيع موجودات الصكوك العقارية بالمزاد العلني وإقرار المشرع صراحة لحق الامتياز لمالكي الصكوك؛ أسوة بما أقره بالنسبة لحاملي سندات التوريق.

٤- تقنين تملك مالكي الصكوك للموجودات على الشيوع؛ بحيث يتم تطبيق ما نص عليه المشرع بقانون سوق رأس المال بشأن حملة وثائق صناديق الاستثمار، وما طبقه المشرع التونسي؛ حيث قضى بعدم أحقية أي من حملة الصكوك أو ورثتهم وذوي الحق ودائنيهم طلب قسمة الصندوق المشترك (الذي يحوي موجودات الصكوك) وإذا ورد الاتفاق على ذلك بنشرة الطرح أو بأي من العقود المرتبطة يعد هذا الاتفاق لاغياً.

٥- تشجيع التداول في السوق الثانوية للصكوك باستلزام تخصيص شريحة بنسبة (١٠%) من إجمالي الصكوك المطروحة في اكتتاب عام أو

خاص لأشخاص طبيعة أو اعتبارية.

٦- تخفيض نسبة الضرائب المفروضة على عوائد الصكوك الإسلامية بحيث لا يتم التفارقة بين ما إذا كانت مقيدة أو غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية، ونوصي بتعميم نسبة الضرائب المفروضة على الصكوك الإسلامية كذلك على الصكوك السيادية؛ لتشجيع التصكيك السيادي كأداة تمويلية مستحدثة لتمويل المشروعات القومية، وعدم تطبيق النسبة المقررة على عوائد أذون وسندات الخزانة بنسبة الـ ٢٠%؛ لأن تقديم الحوافز الضريبية سيؤدي إلى انعاش سوق التمويل الإسلامي.

٧- ينبغي على الهيئة العامة للرقابة المالية تعديل القرار رقم ١٧٨ لسنة ٢٠١٩ لتطيل أمد برنامج الصكوك بحيث يتماشى مع طبيعة هذه الأداة المالية التي تناسب الاستثمار المتوسط أو الطويل الأجل؛ بحيث تمتد لمدة أكثر من السنتين المنصوص عليها بالقرار.

٨- السماح بتمويل المشروعات والأنشطة عن طريق الصكوك الإسلامية لكل أشكال الشركات المنصوص عليها بقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، خاصة الشركة ذات المسؤولية المحدودة وشركة التوصية بالأسهم، خاصة وأن الكثير من هذه الشركات تمتلك مشروعات حقيقية وتساهم بحصة لا يُستهان بها في الاقتصاد القومي.

٩- إلغاء دور منظم الإصدار؛ حيث أفرز الواقع العملي قيام الشركة المصدرة والشركة المستفيدة بجميع الأدوار، حيث يقومان بالتواصل مع جميع الأطراف المشاركة في الإصدار والهيئة؛ وعليه فدور منظم الإصدار هو دور نظري، وهو ما طبقه المشرع الأردني الذي لم يتطلب وجوده.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- ١- إبراهيم طلعت، صكوك التمويل الجديدة بين الضرائب والإعفاء الضريبي، مجلة المال والتجارة، مج ٢١، ع ٢٤٥، دار المنظومة، ١٩٨٩.
- ٢- أحمد بلخير، متطلبات تطبيق الصكوك في الاقتصاد الجزائري، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، مج ٧، ع ٢٤، دار المنظومة، ٢٠٢٠.
- ٣- أحمد جابر بدران، اقتصاد البيئة، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، القاهرة، ط١، ٢٠١٣.
- ٤- أحمد عبد الصبور الدجاوي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد ٣، مارس ٢٠١٨، جامعة المسيلة، الجزائر.
- ٥- أحمد فاروق وشاحي، ماهية الطرح الخاص وأحكامه دراسة تطبيقية عملية مقارنة، ٢٠٠٩.
- ٦- أسامة أحمد شوقي المليجي، الإجراءات المدنية للتنفيذ الجبري في قانون المرافعات المصري، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦.
- ٧- جمال مرسي بدر، النيابة في التصرفات القانونية، طبعها وأحكامها وتنازع القوانين فيها، الهيئة العامة للكتاب، ١٩٨٠.
- ٨- حامد حسن ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ندوة الصكوك الإسلامية، المنعقد بجامعة الملك عبد العزيز بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، في الفترة ١٠-١١ /٦/٤٣١هـ

- ٩- حمزة الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، جدة، جامعة الملك عبد العزيز بالتعاون مع المجمع .٢٠١٠.
- ١٠- خالد جمال أحمد، الالتزام بالإعلام قبل التعاقد، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٣.
- ١١- رفيع حنيف، ترجمة محمود مهدي، من الهياكل المدعمة بالأصول إلى الهياكل المخففة الدعم بالأصول: التاريخ المعقد للصكوك، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، العدد مج ١٧، ع ١٤، دار المنظومة، ٢٠١١.
- ١٢- رمزي سيف، قواعد تنفيذ الأحكام والمحرمات في قانون المرافعات رقم ١٣ لسنة ١٩٦٨، دار النهضة العربية، الطبعة الثامنة، ١٩٦٨.
- ١٣- رمضان عبد الله الصاوي، صكوك الاستثمار ودورها في التنمية الاقتصادية، مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد مج ٢٠، ع ٥٩، ٢٠١٦.
- ١٤- زكريا عبد الحفيظ صيام، صكوك المضاربة ودورها في تمويل المشاريع الاقتصادية الفلسطينية، كلية فلسطين التقنية - دير البلح، العدد ٢٤، ٢٠١٥.
- ١٥- سامي عبد الباقي أبو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول "دراسة مقارنة"، القاهرة، دار النهضة العربية، ط ٢، ٢٠٠٤م.
- ١٦- سامي عبد الباقي أبو صالح، قانون الأعمال: مقدمة - النظرية العامة للشركات - شركات الأشخاص (وفقاً لقانون التجارة الجديد رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩)، دار النهضة العربية، ٢٠١٨.

- ١٧- سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقاً لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كآلية لتمويل المشروعات، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠١٧.
- ١٨- سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مج ٢٠، ع ١، ٢٠١٤.
- ١٩- سهير منتصر، الالتزام بالتبصير، القاهرة، دار النهضة العربية، ١٩٩٨.
- ٢٠- شعيب يونس، دور الصكوك الإسلامية الحكومية في دعم القطاعات الاقتصادية، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ع ٣٣، دار المنظومة، ٢٠١٤.
- ٢١- صارة، زعيتري، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجاً، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، جامعة عاشور زيان الجلفة، العدد مج ٣، ع ٣، ٢٠٢٠.
- ٢٢- صفوت محمد بالي، دور الشركات المالية في مجال إصدار صكوك التمويل ذات العائد المتغير، نادي التجارة، مجلس، ع ٤٩٧، دار المنظومة، ١٩٨٩.
- ٢٣- عبد الإله المحبوب، قانون الصكوك بالمغرب: بين الحتمية الاقتصادية والإكراهات الواقعية، مجلة القانون التجاري، العدد ع ٤، ٢٠١٧.
- ٢٤- عبد الرازق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء السادس - المجلد الأول، العقود الواردة على الانتفاع بالشيء الإيجار والعارية، دار إحياء التراث العربي، بيروت - لبنان.
- ٢٥- عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار -

دراسة في الجوانب القانونية لإدارة صناديق الاستثمار في القانونين المصري والفرنسي، (القاهرة: دار النهضة العربية، رقم إيداع ٩٩/٣٩٦٠ الرقم الدولي .I.S.B.N. 997-04-2575-3

٢٦- عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء السابع - المجلد الثاني، عقود الغرر وعقود المقامرة والرهان والمرتب مدى الحياة وعقد التأمين، دار إحياء التراث العربي، بيروت - لبنان.

٢٧- عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء العاشر والأخير في التأمينات الشخصية والعينية، دار إحياء التراث العربي، بيروت - لبنان.

٢٨- عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، حق الملكية مع شرح مفصل للأشياء والأموال، الجزء الثامن، دار إحياء التراث العربي، بيروت - لبنان.

٢٩- عبد العزيز قاسم محارب، المصارف الإسلامية التجربة وتحديات العولمة، دار الجامعة الجديدة، ٢٠١١.

٣٠- عبد العزيز قتال، صناعة الصكوك الإسلامية: واقع وتحديات ومقترحات، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مج ١٠ ع ١، ٢٠٢٠.

٣١- عبدالرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء الأول، مصادر الالتزام، تنقيح المستشار أحمد مدحت المراغي.

٣٢- عبد الله بن محمد بن عبد الرحمن، الصكوك، مجلة البحوث الإسلامية، العدد ١٠٠ ع، ٢٠١٣.

٣٣- عز الدين شرون، أثر الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مجلة آراء للدراسات الاقتصادية

- والإدارية، المركز الجامعي أفلو- معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مج ١ ع ٢٤، ٢٠١٩.
- ٣٤- عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، (القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٦).
- ٣٥- علي أحمد السالوس، المضاربة، القرض الإنتاجي الربوي وشركة المضاربة، مجلة التوحيد، العدد ص ٣٩، ع ٤٦١، ٢٠١٠.
- ٣٦- د. علي قاسم، مراقب الحسابات، دراسة قانونية مقارنة لدور مراقب الحسابات في شركة المساهمة، دراسات مقارنة للقانونيين المصري والفرنسي، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، بدون تاريخ.
- ٣٧- علي هلال الباقوم، صكوك الإجارة ودورها التسويقي في التنمية، المجلة العالمية للتسويق الإسلامي، العدد مج ٢، ع ٣٤، ٢٠١٣.
- ٣٨- عيسى يوسف بازينة، إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا، حالة دراسية مقترحة لتمويل مشروع مصنع أعلاف الصويا بشركة المنطقة الحرة باستخدام صكوك الإجارة الإسلامية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، جامعة مصراته كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، العدد س ٦، ع ١٤، ٢٠١٧.
- ٣٩- فارس محمد العجمي، "رقابة سوق المال على إدارة محافظ الأوراق وصناديق الاستثمار- دراسة مقارنة بين القانون المصري والكويتي"، (رسالة دكتوراه، غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٢).
- ٤٠- فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بنك فيصل الإسلامي، مجلة المال والاقتصادي، العدد ٥٩، ٢٠٠٨.

- ٤١- فتحي والي، التنفيذ الجبري في المواد المدنية والتجارية، مطبعة جامعة القاهرة، ١٩٩٥.
- ٤٢- قذافي عزات عبد الهادي الغنائيم، تعريف المؤجر بالعين المؤجرة، وتطبيقاته في صكوك الإجارة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، مج ١٢ ع ٣، جامعة آل البيت، ٢٠١٦.
- ٤٣- كريم محمد عبد السميع، دور الصكوك المالية الإسلامية في تعزيز التنمية الاقتصادية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، ع ٢٥٤ دار المنظومة، ٢٠١٧.
- ٤٤- كوثر بوزميطة، دراسة نقدية لمقتضيات قانون الصكوك، عدد ٣٠ لسنة ٢٠١٣، مجلة دراسات قانونية، جامعة صفاقس -كلية الحقوق، ع ٢٣، ٢٠١٦.
- ٤٥- لبنى عماد محمد عبد العزيز، الصكوك كأداة للتمويل وفقاً لقانون رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣، رسالة ماجستير، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠١٦.
- ٤٦- محمد إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف، الطاقة المتجددة والتنمية المستدامة، دراسات تحليلية تطبيقية، دار الجامعة الجديدة بالإسكندرية، ٢٠١٧.
- ٤٧- محمد بهجت عبد الله قايد، عمليات البنوك والإفلاس، دار النهضة العربية، ط ٢، ٢٠٠٠.
- ٤٨- محمد حسين سليمان بشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، المجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية، جامعة مؤتة، عمادة البحث العلمي، مج ١٠، ع ٢٤، ٢٠١٨.

- ٤٩- محمد رامز عبد الفتاح، المضاربة في الفقه الإسلامي، هدى الإسلام، وزارة الأوقاف والشئون والمقدسات الإسلامية، العدد مج ٤٨، ع ٢٤، ٢٠٠٤.
- ٥٠- محمد عبد الخالق عمر، مبادئ التنفيذ، مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعي، الطبعة الثالثة، ١٩٧٧.
- ٥١- محمد فخري صويلح، قراءة في قانون الصكوك الإسلامية الأردني في ضوء المعيار الشرعي للصكوك وقانون الصكوك المصري، بحث مقدم لمؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، جامعة اليرموك، الأردن، ٢٠١٣.
- ٥٢- محمد مبارك فضيل، التنظيم القانوني للصكوك التمويلية وتمييزها عن السندات "دراسة في القانون الكويتي والقانون المقارن"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق جامعة القاهرة، ٢٠١٣.
- ٥٣- محمد محمود محمد عيسى، الصكوك الإسلامية الخضراء أداة لتمويل ودعم مشاريع التنمية المستدامة، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مج ٢٦، ع ١٤، دار المنظومة، ٢٠٢٠.
- ٥٤- محمود مختار بريري، قانون المعاملات التجارية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٤، ص ١٦٧ و ١٦٨.
- ٥٥- محمود مصطفى حسن محمد، "النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية"، (رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة).
- ٥٦- مصطفى بدوي، الصكوك السيادية بين متطلبات تغطية العجز ودعم نشاط الأسواق المالية الإسلامية: تجربة ماليزيا، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة لونيبي علي البلدية، مج ١١، ع ١٤، دار المنظومة، ٢٠٢٠.

- ٥٧- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٢م.
- ٥٨- منير عثمان أحمد البيلي، نحو آفاق جديدة للاقتصاد الإسلامي - الشهادات والصكوك البديل الإسلامي لعمليات السوق المفتوحة، بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد ٥٨ ع، ٢٠٠٨.
- ٥٩- نصر على أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٣.
- ٦٠- نجيه ضحاك، صناعة الصكوك الإسلامية لتطوير المصارف الإسلامية، مجلة ريادة الأعمال الإسلامية، الهيئة العالمية للتسويق الإسلامي، مج ٥، عدد ١، فبراير ٢٠٢٠.
- ٦١- ندوة صكوك التمويل ودور البنوك في تنميتها وإدارتها، مجلة الاقتصاد والمحاسبة، نادي التجارة، ع ٤٩٦، دار المنظومة، ١٩٨٩.
- ٦٢- نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه - كلية الحقوق - جامعة القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٣.
- ٦٣- نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، (رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٤).
- ٦٤- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث العدد ٩، جامعة ورقلة، ٢٠١٠.
- ٦٥- هاشم مرزوك على الشمري وآخرون، الاقتصاد الأخضر: مسار جديد في التنمية المستدامة، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٦.

- ٦٦- هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة تطبيقية فقهية، منشأة المعارف بالإسكندرية.
- ٦٧- هشام كامل البهلول قشوط، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، الجامعة الأسمرية الإسلامية، كلية الاقتصاد والتجارة، العدد ع٤٤، ٢٠١٤.
- ٦٨- وجدي راغب، مبادئ التنفيذ القضائي، بدون ناشر، ١٩٨٨.
- ٦٩- ولد الشيباني الصوفي، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، الناشر: صلاح الدين دكدك، مجلة الفقه والقانون، المجلد ع٣٤.
- ٧٠- يوسف تبيري، متطلبات العمل بالصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، مج٦، ع٤٤، دار المنظومة، ٢٠٢٠.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- Alex Scip, Alberto Dreassi & others, Dynamic correlations and volatility linkage between stocks and Sukuk: Evidence from international markets, Review of Financial Economics, 2016.
- 2- Andreas Jobst, Peter Kunzel, Paul Mills and Amadou Sy, Islamic bond issuance: what sovereign debt managers need to know, Monetary and Capital Markets Department (MCM) ،International Monetary Fund (IMF), Washington, DC, USA, ><http://www.emeraldinsight.com/1753-8394.htm>< 11 December 2022
- 3- Ayman H. Abdel-Khaleq & Christopher F. Richardson, "New Horizons for Islamic Securities: Emerging Trends in Sukuk Offerings, Hein on Line, 7 CHI. J. INT'L L. 409 (2007).

- 4- Beng Soon Chong, Ming-Hau Liu, Islamic banking: Interest-free or interest-based? Pacific Basin Finance Journal, 2009
- 5- Cakir, Selim, Raei, Faezeh, 2007. Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk? International Monetary Fund Working Paper WP/07/237
- 6- Chaker Aloui, Shawkat Hammoudeh, Co- movement between sharia stocks and sukuk in the GCC markets: A time frequency analysis, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 2015.
- 7- Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, Do the type of Sukuk and choice of shari'a scholar matter?, Journal of Economic Behavior & Organization, 2016.
- 8- Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective, Journal of Comparative Economics, 2013.
- 9- D. Mee-Hyon Lee, The Law and Politics of Islamic Finance in a Non-Islamic State: Sukuk in the Korean Capital Markets, 7 Yonsei L.J. 29 (2016).
- 10- Dawood Ashraf and others, Not one but three decisions in Sukuk issuance: Understanding the role of ownership and governance, Pacific Basin Finance Journal, 2021.
- 11- Faisal Alnori & Faisal Alqahtani, Capital structure and speed of adjustment in non-financial firms: Does Sharia compliance matter? Evidence from Saudi Arabia, Emerging market review, 2019.
- 12- Habib Ahmeda, Ahmed H. Elsayed, "Are Islamic and

- conventional capital markets decoupled? Evidence from stock and bonds/sukuk markets in Malaysia”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2019.
- 13- Houcen Smaoui, Hatem Gouma, Sukuk market development and Islamic banks capital ratios, *Research in International Business and Finance*, 2020.
 - 14- Karim Mimouni and others, The impact of Sukuk on the performance of conventional and Islamic banks, *Pacific -Basin Finance Journal*, 2019.
 - 15- Ketut Ariadi Kusuma & Anderson Caputo Silva, Sukuk Markets A Proposed Approach for Development, World bank group, Finance and Markets Global Practice Group, 2014.
 - 16- Nafis Alam a,1, M. Kabir Hassan & others, Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests, *Borsa Istanbul Review*, 2013
 - 17- M. Kabir Hassan, Andrea Paltrinieri and others, The determinants of co-movement dynamics between sukuk and conventional bonds, *The quarterly review of economic and finance*, 2018.
 - 18- Md Hamid Uddin, Sarkar Humayun Kabir & others, which firms do prefer Islamic debt? An analysis and evidence from global sukuk and bonds issuing firms, *Emerging Markets Review*, 2020.
 - 19- Omar Salah, “Islamic Finance: the impact of AAOIFI Resolution on equity-based sukuk structure”, *Hein online*, 4 LAW & FIN. MKT. REV. 507 (2010), page 509.
 - 20- Paul-Olivier Klein, Laurent Weill, Why do companies

issue sukuk?, Review of Financial Economics,2016.

- 21- Post-Graduate Program of Islamic Economics, Faculty of Islamic Economics and Business, State Islamic University, Borsa Istanbul Review, www.sciencedirect.com, 2019.
- 22- Saqib Aziz, Dawood Ashraf, Rwan El-Katib, Societal trust and Sukuk Activity, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 2021.
- 23- Shawkat Hammoudeh and others, Dynamic Dependence of the Global Islamic Equity Index with Global Conventional Equity Market Indices and Risk Factors, Pacific Basin Finance Journal.
- 24- Umar A. Oseni, Dispute management in Islamic Financial instructions: a case study of near sukuk defaults, 13 J. INT'L TRADE L. & POL'y 198 (2014).
- 25- Walid Mensi & others, Does bitcoin co-move and share risk with Sukuk and world and regional Islamic stock markets? Evidence using a time frequency approach, Research in International Business and Finance, 2020.

ثالثاً: مواقع على الإنترنت:

www.cma.or.sa

www.cma.or.sa

www.emeraldinsight.com

www.fra.gov.eg

www.gomhuriaonline.com

www.investinegypt.gov.eg

www.sciencedirect.com