

الصكوك السيادية كألية لتمويل المشروعات

الاستثمارية والتنموية "دراسة تحليلية"

فى ضوء أحكام القانون قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١

مكتوبة

د/ رشا مصطفى محمد أبو الغيط

مدرس القانون التجارى بالاكاديمية العربية
للعولم والتكنولوجيا والنقل الجوى

مقدمة:-

يشكل تمويل المشروعات التنموية والإستثمارية تحدياً كبيراً أمام الكثير من دول العالم ومنها جمهورية مصر العربية؛ حيث يعتمد تحقيق التنمية الاقتصادية بشكل أساسى على قدرة الدول على توفير الموارد المالية اللازمة.

وقد شهدت الدولة المصرية فى أعقاب ثورة ٣٠ يونيو ٢٠١٣ طفرة كبيرة فى المجال الاقتصادى، تمثلت فى تنفيذ عدد من المشروعات القومية الكبرى والتي أسهمت بدورها فى دفع عجلة التنمية وزيادة الدخل القومى وجذب الاستثمارات وإذنت بدخول الاقتصاد المصرى طور التعافى. وتسعى الدولة جاهدة إلى تعزيز التمويل وتنويع مصادره، وتوفير المزيد من الموارد المالية لإحتواء التحديات التى تواجه الموازنة العامة للدولة، ودعم الاستثمار فى المشروعات التنموية والاستراتيجية.

وتتعدد خيارات التمويل-بصفة عامة- لتشمل تعبئة الموارد المحلية، الإصدارات النقدية، إعادة ترتيب أولويات الانفاق الحكومى، والاقتراض الداخلى والخارجى^١. ولكل من هذه الخيارات تحدياته وتبعاته؛ فعلى سبيل المثال: نجد أن التمويل من خلال الإصدارات النقدية (التمويل بالعجز) يتضمن مخاطر جمة تهدد الاستقرار الاقتصادى^٢، وكذلك أيضاً اللجوء إلى الاقتراض وما يكتنفه من صعوبات وما يصاحبه من ارتفاع خدمة الدين، الأمر الذى قد يدخل البلدان المقترضة فى نفق مظلم يصعب الخروج منه^٣.

^١ - د/ وليد طلحة، تمويل البنية التحتية فى الدول العربية "التحديات والخيارات"، دراسات إقتصادية، صندوق النقد العربى، العدد ٧٠، سنة ٢٠٢٠، ص ١٤.

^٢ -See: Arvind Jadhav& James Neelankavil. "Deficit Financing-Causes, Consequences and Potential Cures." Journal of Applied Business and Economics, Vol. 12.Iss6 , 2011,P.83-99.

^٣ - د/ احمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، الصكوك الإسلامية ودورها فى تمويل التنمية الاقتصادية "دراسة مقارنة"، مجلة البحوث القانونية والإقتصادية، العدد ٤٠، ٢٠١٤، ص ٩١.

وقد أثبتت العديد من التجارب التنموية أن الخيار الأمثل هو الاعتماد على آليات تمويلية غير تقليدية، تكون قادرة على تحريك المدخرات والفوائض المالية لدى الافراد والمؤسسات من دائرة الاكتناز إلى الاستثمار. وتعتبر الصكوك -وبحق- من أكثر الآليات اتساقاً مع تلك الرؤية ؛ حيث تعد من أهم آليات الاقتصاد الإسلامي التي طورتها الهندسة المالية لتكون بديلاً عن أدوات الدين يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية¹.

وإيماناً بذلك، فقد أصدر المشرع المصري قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١^٢، والذي ينص في المادة الأولى من مواد الإصدار على أن يعمل به في شأن الصكوك السيادية وعدم سريان أى قانون آخر يتعارض مع أحكامه.

ويشكل أستحداث المشرع المصري لهذا النوع من الصكوك علامة فارقة -وبحق- إذ أستحدث آلية تمويل غير تقليدية واعدة قادرة على جذب طائفة المستثمرين الذين يفضلون المعاملات المتوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية ولا يرضون عنها بديلاً، وذلك بهدف استخدام حصيلة الإصدار في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنموية الواردة بخطة التنمية بالموازنة العامة للدولة، وذلك مع احتفاظ الدولة بملكية الرقبة للأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك السيادية. ويسهم القانون كذلك في تعزيز الشعور الوطنى بالانتماء من خلال مساهمة المواطنين في تمويل مشروعات تنموية استثمارية حقيقية تعود عليهم بالنفع من خلال العائد المتحصل من الصكوك السيادية، وتشعرهم كذلك بالفخر للمساهمة في تنمية الاقتصاد الوطنى.

ويتسق توجه المشرع المصري مع أهتمام العديد من الدول الإسلامية والغربية على حد سواء بالصكوك - خاصة بعد الأزمة العالمية سنة ٢٠٠٨^١- وهو الأمر الذى حدا بالكثير

¹ - See: John D. Finnerty ، Financial Engineering in Corporate Finance “An Overview” ، Financial Management ، Vol 17، No.4 Winter 1988 ، No.1، P.14. www.Jstor.org.

^٢- المنشور بالجريدة الرسمية - العدد ٣٢ مكرر (أ) - ١٥ أغسطس ٢٠٢١.

من هذه الدول إلى إصدار تشريعات جديدة أو تعديل القائم منها لتنظم الصكوك كآلية تمويل واعدة^٢. ومن هنا تتضح أهمية الموضوع وتحدد دوافع الاختيار.

ويهدف البحث إلى التعرف على الاحكام والقواعد المنظمة للصكوك السيادية والتي تثير الكثير من التساؤلات نظراً لحدائثة التنظيم، ومنها: ماهية الصكوك السيادية ومدى توافقها بالفعل مع مبادئ الشريعة الاسلامية؟ وما هي الاطراف المشاركة في عملية التصكيك؟ وما هي حقوق والتزامات تلك الاطراف؟.

وننوه هنا ، أن الصكوك السيادية لها جوانب متعددة اقتصادية وفقهية وقانونية ، إلا أن نطاق بحثنا هذا سيتحدد فقط بالوجه القانونية . وذلك من خلال تناولنا بالتحليل النصوص الواردة بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ بشأن الصكوك السيادية . وعليه سوف تنقسم دراستنا إلى مبحثين على النحو الآتي:-

المبحث الاول: ماهية الصكوك السيادية.

المبحث الثاني: أطراف التصكيك.

^١- تعتبر ماليزيا السوق الاولى للصكوك، ثم أمتد التطبيق إلى دول الخليج العربي ؛ حيث أصدرت مؤسسة نقد البحرين في عام ٢٠٠١ صكوكاً حكومية متوافقة مع الشريعة الاسلامية لأول مرة بإصدار بلغت قيمته ٢٥ مليون دولار. وقد تلى ذلك اصدار العديد من الدول للصكوك الاسلامية سواء الدول العربية والاسلامية أو الدول غير الاسلامية .

^٢- مثال ذلك، اصدرت اندونيسيا صكوكاً سيادية لأول مرة في أغسطس ٢٠٠٨ وذلك بعد اصدار قانون الأوراق المالية المتوافق مع الشريعة الإسلامية، وكذلك اصدار بريطانيا صكوكاً سيادية في يونيو ٢٠١٤ لتصبح بذلك أول حكومة عربية مركزية تصدر صكوكاً. وكذلك اصدار لوكسمبورج صكوكاً سيادية لأول مرة أكتوبر ٢٠١٤ بمقتضى القانون رقم ٦٦٣١ الصادر في ١٢/٧/٢٠١٤.

See: Emre Balibek ، Establishing a Legal Framework For Sovereign sukuk issuance : A Public Debt Management Perspective ، Discussion Paper ، World Bank Group ، No.18 ، Jun 2017 ، No .4.1 ، 4.2، 4.4، p.12,13.

المبحث الاول

ماهية الصكوك السيادية

تمهيد:-

تقوم الصكوك السيادية بدور الوسيط بين المدخرات والفوائض لدى الافراد والمؤسسات والمجالات الاستثمارية، إذ يتمكن مالكو الصكوك من خلالها من المشاركة في تمويل المشروعات الاستثمارية والتموية مقابل الحصول على عائد يتناسب مع قيمة مساهمة الصك ناتج عن استثمار شرعى. فالصك ليس اداة دين بل هو ورقة مالية تثبت استحقاقات لحقوق انتفاع بأصول مملوكة للدولة ملكية خاصة¹. وسوف نتعرض لتفصيل ذلك من خلال المطالب الآتية:-

المطلب الاول : تعريف الصكوك السيادية.

المطلب الثانى: خصائص الصكوك السيادية.

المطلب الثالث: التمييز بين الصكوك السيادية وغيرها من الأوراق المالية.

المطلب الرابع: الاحكام المتعلقة بتوافق الصكوك السيادية مع مبادئ الشريعة الاسلامية.

¹ -See: Meysam Safari & Mohamed Ariff & Shamsher Mohamed ، Sukuk Securities”New Ways of debt Contracting” ، Wiley ، 2014 ، p.44.

المطلب الاول

تعريف الصكوك السيادية

تعريف الصك في اللغة: - هو الكتاب الذى يكتب فيه المعاملات والاقارير، وهو لفظ فارسى معرب، والجمع أصك أو صكاك أو صكوك^١.

تعريف الصك فى الاصطلاح: - عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI الصكوك فى المعيار الشرعى رقم ١٧ بأنها " وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة فى ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو فى موجودات مشروع معين أو نشاط استثمارى خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة هذه الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"^٢.

وقد عرف كذلك مجمع الفقه الاسلامى الدولى الصكوك فى القرار رقم ١٧٨ (١٩/٤) بشأن الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها الصادر فى ابريل ٢٠٠٩، بأنها "وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة فى ملكية موجودات، سواء كانت أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون، قائمة فعلاً أو سيتم انشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفقاً لعقد شرعى وتأخذ أحكامه"^٣.

وقد عرفت الصكوك السيادية المادة الاولى من القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ بأنها "أوراق مالية حكومية أسمية متساوية القيمة وقابلة للتداول، وتصدر لمدة محددة بما لا يجاوز ثلاثين عاماً، وتمثل تلك الصكوك حصصاً شائعة فى حقوق منفعة الأصول وذلك وفقاً لما تحدده

٩ - الرازى، مختار الصحاح مكتبة لبنان، ص٧٤ - المقرئ، المصباح المنير، دار المعارف، ط ٢، ص ٣٤٥.

٢- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعى رقم ١٧، سنة ٢٠٠٣.

<https://aaoifi.com>

٣- قرار مجمع الفقه الإسلامى الدولى رقم ١٧٨ (١٩/٤)، الدورة التاسعة عشر -الشارقة، ابريل ٢٠٠٩. www.iifa_aifi.org.

نشرة الإصدار". ويتفق تعريف الصكوك السيادية مع تعريف الصكوك الوارد بالمادة ١٤ مكرراً المضافة بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ الصادر بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وذلك من حيث القول بأن الصكوك تصدر بقيم متساوية، وعدم تجاوز مدة الصك لثلاثين عاماً. إلا أنه يختلف التعريفان من حيث اقتصار التعريف الوارد بالقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ على الصكوك السيادية فحسب، وقصره للحقوق المقررة لمالكي الصكوك في حق الانتفاع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك دون ملكية الرقبة. وذلك على نقيض الحال في التعريف الوارد بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨؛ حيث أشار إلى أن الصكوك تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو حقوق أو تدفقات نقدية لمشروع معين أو حقوقه. ويبرر تلك المغايرة - من وجهة نظرنا - أن الأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك السيادية هي من الأصول المملوكة للدولة أو للأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة.

وتعد الصكوك السيادية هي عين الصكوك الإسلامية من حيث جوهرها وهيكلها وضوابطها^١؛ فالصك يعنى - من وجهة نظرنا- ورقة مالية منققة مع أحكام الشريعة الإسلامية^٢، وعليه فإن طرح هذه الصكوك بمنأى عن طبيعتها الشرعية يفرغ الصكوك من

^١ - المنشور في الجريدة الرسمية - العدد ١٠ مكرر (هـ) في ١٤ مارس سنة ٢٠١٨.

وقد عرفت المادة ١٤ مكرراً الصكوك بإنها "أوراق مالية متساوية القيمة تصدر لمدة محددة لا تزيد عن ثلاثين عاماً، تمثل كل منها حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو حقوق أو مشروع معين أو حقوقه أو تدفقاته النقدية، وذلك وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال". وتجدر الإشارة إلى سريان هذا القانون على الصكوك غير السيادية.

^٢ - د/ محمود فهد مهيدات، الصكوك السيادية الإسلامية "تقدير شرعي"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، المجلد ٢، العدد ٧، ٢٠١٧، ص ١٤٠.

^٣ - ويرى البعض أن مصطلح الصكوك يشمل كل الأوراق المالية والتجارية، بل وإيضاً الديون المكتوبة كذلك، لذا يجب وصفها بالإسلامية تمييزاً لها عن الأوراق التقليدية. د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ص ١٠٤.

مضمونها. واعمالاً لقاعدة المُعرف لا يُعرف فقد أطلق المشرع المصري لفظ الصكوك السيادية دون أن يقترن بالإسلامية؛ ففكرة الصكوك في ذاتها ترتبط بمعاملات الشريعة الإسلامية. وتتميز الصكوك السيادية بأنها أوراق مالية حكومية إسمية حيث لا يجوز إصدارها لحاملها، وأنها متساوية القيمة وقابلة للتداول، وتُمكن الجهة المُصدرة من الحصول على الموارد المالية اللازمة للتمويل مقابل التعهد بالسداد بعد انقضاء أجل زمني محدد وفقاً للشروط الواردة بنشرة الاصدار، والذي لا يجوز أن يتجاوز الثلاثين عاماً. وتتميز كذلك بأنها تمثل حصصاً شائعة في منفعة الأصول دون ملكية الرقبة. ويقصد بالأصول الأموال الثابتة أو المنقولة ذات القيمة الاقتصادية والتي يشترط لكي تُتخذ أساساً لإصدار الصكوك أن تكون مملوكة للدولة أو أي من الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة، وذلك مع استثناء الموارد الطبيعية.

ومما تجدر الإشارة إليه، أن الصكوك تنقسم بحسب الأصول التي تستند إليها إلى صكوك مدعومة بالأصول Asset - Backed Sukuk ، ومن خلالها تنتقل الملكية لمالكي الصكوك، وكذلك إلى صكوك مرتكزة إلى أصول Asset - Based Sukuk ولا تنتقل من خلالها ملكية الأصول لمالكي الصكوك^١.

ويتفق هذا الرأي مع مسلك المشرع المصري في القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، والذي أجاز في المادة ٢/١٤ مكرراً إصدار صكوك يطلق عليها متوافقة مع الشريعة أو شرعية أو إسلامية بشروط وضوابط معينة. ويعنى ذلك أنه يوجد نوعان من الصكوك قد تناولهم القانون بالتنظيم إسلامية وغير إسلامية.

^١ - د/ احمد عبد الصبور عبدالكريم احمد ، المرجع السابق، ص ١١٩ - د/ محمد حسين البشايرة، صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، المجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية، المجلد ١٠ ، العدد ٢ ، ٢٠١٨ ، ص ١٨٠ - د/ عيسى يوسف بازينه و د/منى محمد الشيباني ، إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا ، مجلة دراسات الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ٢٠١٧، ص ٢٦.

ويتم تحديد المخاطر الائتمانية للصكوك المدعومة بالأصول من خلال تقدير الجدارة الائتمانية بالاعتماد على الأصول محل التصكيك، وذلك بالنظر إلى مقدار التدفقات النقدية للأصول والقيمة المتوقعة في تاريخ الاستحقاق. مما يعنى أن مالكي هذا النوع من الصكوك يتمتعون بنوع من الضمان على الأصول يُمكنهم عند تعثر المُصدر من استرداد أموالهم واستيفاء قيمة الصكوك من خلال تصفية الأصول. وعلى النقيض من ذلك يتم تقييم المخاطر بالنسبة للصكوك المرتكزة على أصول بالنظر للجدارة الائتمانية للمُصدر، ويكون الاعتداد عندئذ بالأصل أمراً ثانوياً.

وتنقسم الصكوك كذلك بحسب المُصدر إلى صكوك سيادية تصدرها الدولة، وصكوك شبه سيادية، وصكوك خاصة تصدرها الشركات^١.

وينبغي أن تصدر الصكوك السيادية في إحدى الصيغ التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ حيث تنص المادة الثانية من القانون على إنه للجهة المُصدرة اصدار الصكوك "بصيغها الشرعية" والتي من المقرر أن تحدد ضوابطها اللائحة التنفيذية للقانون المرتقب صدورها.

ويستهدف المشرع المصري من استحداث الصكوك السيادية إيجاد آلية جديدة لتمويل عجز الموازنة وتمويل المشروعات الاستثمارية والتنمية المدرجة بخطة التنمية بالموازنة العامة للدولة (المادة ٢)، وتنويع مصادر التمويل وجذب طائفة جديدة من المستثمرين تلك التي تفضل المعاملات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ولا ترضى عنها بديلاً^٢. حيث يعتبر سوق

١ - د/ زيدان عبدالرزاق، صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٥، الواقع والتحديات والآفاق، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد ٥، العدد ١، ٢٠١٩، ص ١٠٦.

And see: Meysam Safary & Mohamed Ariff & Shamsheer Mohamed Op.Cit, P.22.
2 - See: Andi Dugi & Hussein Al-Tamimi, Factors affecting investor's decision regarding investment in Islamic Sukuk, Emerald, QRFM, Vol.11, No. 1, 2019, P.60, No.1.

التمويل الإسلامي من الأسواق الواعدة؛ حيث بلغ حجم التعاملات فيه في يونيو ٢٠٢١ نحو ٢.٧ تريليون دولار^١، كما بلغت إصدارات الصكوك الدولية حوالي ٤٢ مليار دولار في عام ٢٠٢٠، مقارنةً بحوالي ٣٨ مليار دولار عام ٢٠١٩، كما بلغت إصدارات الصكوك المحلية حوالي ١٣٢ مليار دولار في عام ٢٠٢٠، مقارنةً بحوالي ١٠٧ مليار دولار في عام ٢٠١٩.

“Sovereigns have Several Objective in issuing sukuk. One main objective is to diversify the investor base and reach new investors who are reluctant to invest in Conventional Securities” Emre Balibek ، Op.Cit، No.1,P.2.

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

www.emerliddinsrgh.com

١٨ - تقرير اللجنة المشتركة من لجنة الشؤون الاقتصادية ومكتبى لجنتى الخطة والموازنة والشئون الدستورية والتشريعية، مايو ٢٠٢١، ص ٣.

١٨- السوق المالية الإسلامية الدولية ، تقرير الصكوك ، الطبعة ١٠، يوليو ٢٠٢١، ص ٢٣ وما يليها.
www.iifm.net

ومما تجدر الإشارة إليه، ما جاء بتقرير السوق المالية الإسلامية الدولية لعام ٢٠٢١ من أن تأثير جائحة Covid 19 على سوق الصكوك قد اقتصر على عدد صغير من الشركات المُصدرة للصكوك، واستمرار الصكوك أداة جاذبة في سوق رأس المال، وذلك من وجهة نظر كلاً من المُصدرين والمستثمرين على حد سواء. وقد أشار التقرير كذلك إلى أن الإصدارات السيادية خلال عام ٢٠٢٠ قد بلغت ٦٠% من إجمالي قيمة الإصدارات.

المطلب الثاني

خصائص الصكوك السيادية

تتميز الصكوك السيادية بتساوى القيمة الأسمية، وبأنها أوراق مالية حكومية أسمية، وقابلة للتداول، ومتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وأخيراً أنها تمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة أصول مملوكة للدولة أو لآحد الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة. وذلك على التفصيل الآتى بيانه:-

أولاً: تساوى القيمة الأسمية للصكوك السيادية:-

تصدر الصكوك السيادية بقیم أسمية متساوية؛ وذلك طبقاً للمادة الأولى من قانون الصكوك السيادية والتي عرفت الصكوك السيادية بأنها أوراق مالية حكومية متساوية القيمة. ونرى أن حكمة إقرار المشرع لقاعدة تساوى القيمة الأسمية للصكوك السيادية هى تيسير توزيع العوائد (المدفوعات الدورية التى تؤدى لمالكي الصكوك السيادية).

ويقصد بالقيمة الأسمية تلك القيمة المبينة بالصك السىادى ونشرة الإصدار، وهى تختلف عن القيمة السوقية التى تتحدد على ضوء السعر فى سوق التداول والذى تحدده مستويات العرض والطلب، وتكون القيمة السوقية عرضة للتقلبات تبعاً لمدى سلامة المركز المالى والمؤثرات الاقتصادية والاجتماعية.

وتختلف القيمة الأسمية كذلك عن القيمة الاستردادية التى تستحق لمالكي الصكوك السيادية فى تاريخ الاستحقاق النهائى أو عند السداد المعجل^١. وتوضح نشرة الإصدار قواعد التسوية المالية سواء كان الاسترداد معجلاً أم فى نهاية مدة الصك.

وتصدر الصكوك السيادية بالجنية المصرى أو بالعملات الاجنبية، وذلك من خلال طروحات عامة أو خاصة بالسوق المحلى أو الدولى (المادة ٢/٣)، وهو ما يعكس مرونة

^١ - الاسترداد المعجل: هو طلب مُصدر الصكوك (وزارة المالية) سداد بعض أو كل قيمة الصك ، وذلك فى تاريخ سابق على تاريخ الاستحقاق المبين بنشرة الإصدار.

المشرع المصرى إذ أنه من المتوقع أن يتم توجيه كثير من الطروحات للمؤسسات المالية والمصرفية فى إطار الاكتتاب الخاص.

ثانياً: الصكوك السيادية أوراق مالية حكومية أسمية:-

الصكوك السيادية أوراق مالية حكومية يختص بإصدارها وزارة المالية، وترتكز على أصول مملوكة ملكية خاصة للدولة أو أياً من الأشخاص الاعتبارية العامة.

وتُعرف الأوراق المالية الحكومية بإنها أدوات مالية تصدر لتمويل الموازنة العامة للدولة أو لتنظيم وإدارة الدين الحكومى، ويثبت بمقتضاها الالتزامات والحقوق المالية، وتُمكن مُصدرها من جمع الأموال وذلك مقابل التعهد بالسداد بعد انقضاء الأجل الزمنى المحدد وفقاً للشروط الواردة والمعلنة بنشرة الإصدار (المادة ٣/١). والصكوك السيادية أسمية يجب أن تحمل اسم مالكها، إذ لم يجز قانون الصكوك السيادية إصدار صكوك لحاملها.

ثالثاً: قابلية الصكوك السيادية للتداول:

تُعد الصكوك السيادية من الأوراق المالية القابلة للتداول، ويقصد بالتداول كافة التعاملات سواء بالبيع أو الشراء أو الرهن أو الوصية أو اتفاقيات إعادة الشراء.

وقد أوجبت المادة ٨ من القانون حفظ وإيداع الصكوك السيادية التى تطرح داخل ج.م.ع بشركة الإيداع والقيود المركزى المختصة وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزى رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٢، وكذلك وجوب القيد بالبورصة المصرية. وفيما يتعلق بالصكوك السيادية التى تطرح خارج ج.م.ع، أوجبت المادة ٩ من قانون الصكوك حفظها بأحد البنوك الدولية المعنية بالإيداع والحفظ والقيود المركزى، وضرورة مراعاة أن يكون القيد بالبورصات الدولية وفقاً للقواعد المتبعة فى قيد الأوراق المالية الحكومية التى تطرح خارج ج.م.ع.

وقد حدد قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٤٦ لسنة ٢٠٢١ ضوابط إيداع وقيد الأوراق والأدوات المالية الحكومية وتسوية المراكز المالية الناشئة عن تداولها. وهو القرار المعمول به بشأن الصكوك السيادية؛ حيث أشارت المادة ٢/٨ من قانون الصكوك

السيادية إلى أن التداول يتم وفقاً للقواعد المعمول بها في البورصة المصرية بصدد الاوراق المالية الحكومية التي تطرح داخل ج.م.ع.

رابعاً: الصكوك السيادية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:-

الصكوك السيادية هي آلية تمويل غير تقليدية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم تطويرها لتكون بديلاً عن أدوات الدين بغية جذب شريحة جديدة من المستثمرين ممن يفضلون التعاملات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ حيث أن الصكوك لا تمثل ديناً لمالكيها على المصدر بل هي تمثل حصصاً شائعة في منافع أصول مملوكة للدولة أو لآحد الأشخاص الاعتبارية ملكية خاصة، وتستند في إصدارها إلى أحد العقود الشرعية¹، وتدر عائداً ناتجاً عن استثمار شرعى قائم على المشاركة في الربح والخسارة عملاً بقاعدة الغنم بالغرم والخراج بالضمن؛ فقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن ربح مالم يُضمن.

وتطبيقاً لذلك، نصت المادة الرابعة من قانون الصكوك السيادية على عدم جواز أن تتضمن صيغ الصكوك نصاً من شأنه ضمان حصة المالك في الأصول أو ضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك، وذلك مع عدم الاخلال بالحق في التعويض في حالات التعدى والتقصير. وانطلاقاً من ذلك المفهوم أوجبت المادة ١٩ من القانون تشكيل لجنة للرقابة تختص بإجازة الأصول محل التصكيك ونشرة الإصدار وعقود الإصدار بما يفيد توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية (المادة ٢٠).

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

ومما تجدر الإشارة إليه، أن الرقابة التي تمارسها لجنة الرقابة هي ليست فقط رقابة ابتداء بل هي كذلك رقابة استمرار؛ حيث تضطلع اللجنة بالتحقق من استمرار التعامل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية من لحظة إصدار الصكوك حتى استرداد قيمتها. ونرى من جانبنا، إنه كان من الأوفق أن يضاف لتسمية الصكوك السيادية "المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية" حتى تحقق غايتها التسويقية.

خامساً: الصكوك السيادية تمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول:

تتميز الصكوك السيادية بأنها تمثل حصصاً شائعة في منافع أصول مملوكة ملكية خاصة للدولة أو لأحد الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة، وهو ما يتناسب مع أسس التمويل الإسلامي.

وتعد الصكوك السيادية وفقاً للقانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ من الصكوك المرتكزة الى أصول Asset Based Sukuk ، وعليه لا يتمتع مالكو الصكوك بضمان مقرر على الأصول، وهو ما أكدته المادة ٢/٤ حيث لم تجز ورود نصاً بشأن ضمان حصة المالك في الأصول في صيغ الصكوك السيادية، وكذلك لا تنتقل ملكية الأصول إلى مالكي الصكوك السيادية ، وذلك على خلاف ما هو مقرر بالنسبة للصكوك المدعومة بالأصول Asset Backed Sukuk؛ حيث تنص المادة ٧ من قانون الصكوك السيادية على أن لمالكي الصكوك السيادية كافة الحقوق والالتزامات المقررة للمنتفع بالأصول المتخذة كأساس للإصدار مع بقاء ملكية الرقبة للدولة أو للشخص الاعتباري العام بحسب الأحوال .

وقد ذهب البعض إلى أنه كان من الأوفق إصدار الصكوك مدعومة بالأصول (بضمان الأصول)، وأن الإصدار على أساس الأصول ليس له معيار منضبط^١. ونحن من جانبنا لا نؤيد ذلك الرأي؛ فهو وإن كان يصح بالنسبة للصكوك غير السيادية لتوفيره ضماناً أكبر

^١ -/مدحت نافع، الصكوك السيادية... أهم الملاحظات، جريدة الشروق، ٢١/٦/٢٠٢١.

لمالكي الصكوك ؛ إلا أنه لا يلائم الصكوك السيادية التي تصدر على أساس أصول مملوكة للدولة ، حيث أن اعتبارات المصلحة العامة تحتم أن لا تصدر الصكوك السيادية مدعومة بالأصول.

وقد عرفت المادة الأولى من القانون الأصول بأنها أموال ثابتة أو منقولة لها قيمة اقتصادية ومملوكة للدولة أو لأحد الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة ، وذلك باستثناء الموارد الطبيعية.

المطلب الثالث

التمييز بين الصكوك السيادية وغيرها من الأوراق المالية

الصكوك السيادية بإعتبارها ورقة مالية قد تماثلت مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الخصائص والأحكام، ولكن حظيت الصكوك السيادية كذلك بمجموعة من الخصائص التي انفردت بها وميزتها عن غيرها من الأوراق المالية. وذلك على التفصيل الآتي بيانه: **أولاً: التمييز بين الصكوك السيادية والأسهم :-**

لم يتضمن قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ تعريفاً للسهم كورقة مالية تمثل نصيب المساهم في رأس مال الشركة ووسيلته في اثبات حقوقه تجاهها، بينما أورد في المادة ٣١ من القانون الخصائص الأساسية للأسهم. وبمقارنة خصائص الصكوك السيادية والأسهم يتبين لنا أوجه التشابه بينهما والتي تتمثل في أن كلاهما أوراق مالية اسمية قابلة للتداول ومتساوية القيمة، ويدر كل منهما عائداً مرتبط بنتيجة العملية الاستثمارية. إلا أن الاختلاف بينهما يبدو جلياً من عدة زوايا منها^١ :-

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

يشترك المساهم فى الإدارة من خلال الحق فى حضور الجمعية العمومية والتصويت فيها وأختيار مجلس الإدارة. أما مالكو الصكوك فليس لهم ثمة دور فى إدارة الأصول محل حق الانتفاع بطريق مباشر، إذ تتولى - بمفردها- شركة التصكيك السيادى بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك متابعة الاستثمارات واستخدامها فى الأغراض التى حددت من اجلها (المادة ١٥)، وكذلك ليس لمالكي الصكوك الحق فى حضور الجمعية العمومية لشركة التصكيك السيادى أو اختيار مجلس ادارتها.

ولا ينال من ذلك، ما نصت عليه المادة ٥/٢١ من قانون الصكوك السيادية من إنه لممثل جماعة مالكي الصكوك عرض القرارات والتوصيات الصادرة عن الجماعة على مجلس إدارة شركة التصكيك السيادى، إذ أن الأمر ينحصر فى بيان الرؤى والاقتراحات دون التدخل بشكل فاعل فى الإدارة أو اتخاذ القرارات.

لم يضع المشرع حداً أدنى أو أقصى لقيمة الصكوك السيادية، وذلك على خلاف ما هو مقرر بالنسبة للاسهم التى أوجبت المادة ٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال أن يحدد نظام الشركة القيمة الاسمية للسهم بحيث لا تقل عن عشرة قروش وبما لا يزيد عن الف جنيه.

تعد الأسهم مشاركة دائمة فى الشركة إذ تنتقل ملكيتها من شخص لآخر إلى أن يتم الاستهلاك . كأصل عام . عند حلول أجل الشركة وتصفيتها^٢. ويختلف الأمر بالنسبة للصكوك السيادية فهى تتسم بالتأقيت؛ إذ وضعت المادة ١٤ من قانون الصكوك السيادية حداً أقصى

^١- المادة ١/٢ مستبدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ ، المنشور بالجريدة الرسمية العدد ٤٧ فى ٢٢/١١/٢٠١٨.

٢- يمكن استهلاك أسهم الشركة إستثناءً اثناء حياتها وإصدار أسهم تمتع عوضاً عنها . ويشترط لذلك ان يتضمن النظام الأساسى للشركة نصاً يجيز ذلك ، وان يتعلق نشاط الشركة او غرضها باستغلال شيء يستهلك بالاستعمال أو يزول بعد فترة معينة ، وأن يتم دفع قيمة الأسهم المستهلكة من الأرباح المحققة والاحتياطات القابلة للتوزيع تطبيقاً لمبدأ ثبات رأس المال.

لمدة الصك السيادي ثلاثين عاما تبدأ من تاريخ الإصدار وتنتهى عند تاريخ الاستحقاق. وتجدر الإشارة هنا أن القانون قد أجاز إعادة التصكيك بعد نهاية مدة الصك لمدة او لمدد مماثلة.

تُعد الصكوك السيادية أوراق مالية حكومية يقتصر إصدارها على وزارة المالية بغرض تمويل مشروعات محددة مدرجة بخطط التنمية الاجتماعية والاقتصادية بالموازنة العامة للدولة، وتتعدد العقود الشرعية التي تصدر الصيغ على أساسها كالمضاربة والإجارة والمزارعة الخ. وذلك على خلاف الأسهم التي يكتسب المساهم من خلالها المركز القانوني للشريك وتتحدد العلاقة في هذا الإطار.

ثانياً: التمييز بين الصكوك السيادية والسندات وأذون الخزانة :-

السندات هي أوراق مالية متساوية القيمة وقابلة للتداول تثبت حق مالکها فيما قدمه من مال على سبيل القرض، وتصدرها الحكومة أو الشركات للحصول على أموال لتمويل انفاقها أو استثماراتها^١. وبالتدقيق في خصائص السندات يتبين أوجه التشابه بين الصكوك السيادية والسندات، إذ أن كلاهما أوراق مالية أسمية قابلة للتداول متساوية القيمة، وكذلك يجمعهم

^١ - وضعت المادة ٤٩ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ عدد من القيود والشروط لإصدار السندات، وهي: أولاً: صدور قرار من الجمعية العامة أو يكتفي بموافقة مجلس الإدارة إذا كانت السندات قصيرة الاجل لمدة لا تتجاوز السنتين، وذلك بشرط تفويض الجمعية العامة للشركة او السلطة المختصة في غيرها من الأشخاص الاعتبارية. ثانياً: أداء رأس المال المصدر بالكامل. ثالثاً: ألا تزيد قيمة السندات على صافي أصول الشركة حسبما يحده مراقب الحسابات وفقاً لأخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة.

وأستثناءً مما تقدم ، أجازت المادة ٥٠ من القانون إصدار سندات قبل أداء رأس المال المُصدر بالكامل في الحالات الآتية: السندات المضمونة بكامل قيمتها برهن له الاولوية على ممتلكات الشركة- السندات المضمونة من الدولة- السندات المكتتب فيها بالكامل من البنوك أو الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية-الشركات العقارية المرخص لها بذلك. وفقاً للمادة ٣٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال فإنه يشترط أذا كان طرح السندات بقيمة تتجاوز صافي أصول الشركة ، تقديم شهادة بالتصنيف الائتماني لا تقل درجته عن المستوى المطلوب للدلالة على القدرة على الوفاء بالالتزامات.

وحدة الغرض وهو التمويل وتحديد المدة (التأقيت)، كما يصنف كلاهما بشكل عام على أنهما أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية^١.

ويتفق الصكوك والسندات أيضاً في أنهما لا يمنحان المالك الحق في الاشتراك في الإدارة، بالإضافة إلى أنه يحق لمالكي الصكوك وكذلك السندات تكوين جماعة لحماية مصالحهم. وكذلك أيضاً ما نصت عليه المادة ٦ من قانون الصكوك السيادية من سريان المعاملة الضريبية التفضيلية المقررة على سندات الخزنة العامة على عوائد الصكوك السيادية وعلى عائد التداول عليها.

وتختلف السندات الحكومية عن أذون الخزنة التي تُعرف بإنها أوراق مالية تُصدرها وزارة المالية أو من ينوب عنها لأجال قياسية قد تكون ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو اثني عشر شهراً، وتباع الأذونات بسعر مخصوم أي أن سعرها عندما يستحق دفع قيمتها من الحكومة يكون أعلى قيمة من سعرها عند الإصدار وبيعها، ولا يتم دفع أي فائدة أو عوائد مباشرة حيث يمثل الفارق بين سعر الشراء والقيمة عند حلول الأجل العائد للمستثمر.

ويتبين من ذلك التعريف أن التشابه بين الصكوك السيادية وأذون الخزنة يكمن في أن كلاهما أوراق مالية حكومية الغرض منها التمويل. إلا أن الاختلاف بين الصكوك السيادية والسندات وأذون الخزنة يبدو جلياً من عدة زوايا منها:

إن مالك السند لا يتأثر بنتيجة أعمال المشروعات الممولة نظراً لاستحقاقه القيمة الأسمية للسند في تاريخ الاستحقاق فضلاً عن الفائدة الثابتة غير المرهونة بتحقيق أرباح. ولا يختلف الأمر كثيراً فيما يتعلق بأذون الخزنة إذ لا يتم دفع فائدة مباشرة أو عوائد، وسيمثل الفارق بين سعر الشراء والقيمة المستردة عند حلول الأجل العائد من الاستثمار والذي لن يتأثر بدوره بنتيجة الأعمال أو الاستثمارات. بينما تعتمد العوائد التي تؤدي لمالكي الصكوك السيادية على

^١ - د/ أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، المرجع السابق، ص ١١٢.

نتيجة أعمال المشروعات محل التمويل¹. ويلتزم مالكو الصكوك السيادية بتحمل مخاطر الاستثمار وليس لهم ضماناً على الأصول المتخذة أساساً للتصكيك، وذلك على خلاف ما هو مقرر بالنسبة لمالكي السندات إذ يحظى بضماناً عاماً مقررّاً على جميع أموال الشركة².

تتميز الصكوك السيادية بعائد مرتفع مقارنة بالسندات وأذون الخزانة؛ وذلك لارتفاع حجم المخاطر فيها، حيث أن العنصر المميز للسندات وأذون الخزانة هو انخفاض سعر الفائدة وعلّة ذلك انتقاء المخاطر في تداولاتها³.

تمثل الصكوك السيادية حصصاً شائعة في ملكية منافع أصول مملوكة للدولة أو لأحد الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة، إما السندات وأذون الخزانة فهي أدوات دين.

وتجدر الإشارة إلى أن البعض يطلق على الصكوك مسمى "السندات الإسلامية Islamic Bonds". ونحن من جانبنا لا نؤيد ذلك؛ نظراً للاختلافات الجوهرية بين الصكوك الإسلامية والسندات، وخاصة بالنظر إلى أن الصكوك أداة تمويل تمثل حصصاً شائعة في منافع الأصول أساس التصكيك بينما السندات أداة دين. فاختلاف الأسس والفلسفة التي يقوم

¹ وتجدر الإشارة إلى أن هناك بعض أنواع من الصكوك قد لا يتأثر مالكيها بنتيجة أعمال المشروع محل التمويل، ومثال ذلك الصكوك التي تستند إلى عقد إجارة، حيث تكون الصكوك مؤجرة للمصدر، وتكون عوائد الصكوك هي الأجرة المحددة سلفاً فلا تتأثر بنتيجة الاستثمارات، وقد يقوم المصدر بعد ذلك بتأجير الأصول من الباطن بقيمة أعلى فيكون هو من يتأثر إيجاباً وسلباً بنتيجة الأعمال. د/ عبد الله بن محمد بن عبد الرحمن المطلق، الصكوك، مجلة البحوث الإسلامية، العدد ١٠٠، سنة ٢٠١٣، ص ٣٥٧.

² - "Sukuk is an innovative Financial instrument having a Flexible structure based on Islamic Financial Contracts, unlike a bond which is based on the ansient structure of a loan imposed with interest. SuKut is not an interest-based financial instrument but one that pro motes real economic activities and generates a return based on sharing or peosing acceptable assels".

See: Rubaiyat Ahsane & Maya puspa & Buethan Saitr& Gairuzazmi Mat Ghanic, Op.Cit, .P. 1246 .No.1.

³ - تقرير اللجنة المشتركة من لجنة الشؤون الاقتصادية ومكتبى لجنة الخطة والموازنة والشئون الدستورية و التشريعية عن مشروع قانون الصكوك السيادية، مايو ٢٠٢١، ص ٤ .

عليها كلاً منهما تحول قطعاً دون اعتبار الصكوك عامة ما هي إلا سندات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية^١.

ويرى البعض الآخر أن الصكوك هي أداة هجينة تجمع بين خصائص الأسهم والسندات^٢. ونرى من جانبنا أن الصكوك السيادية تتسم بجملة من الخصائص وإن كانت تشترك في البعض منها مع الأوراق المالية التقليدية الأخرى كالأسهم والسندات، إلا أن هناك من الخصائص ما تنفرد بها كالتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مثلاً، مما يحول من وجهة نظرنا. دون اعتبار الصكوك السيادية ما هي إلا مزيج من الأسهم و السندات، بل بالقطع هي ورقة مالية حكومية لها ذاتيتها الخاصة.

ثالثاً : التمييز بين الصكوك السيادية والصكوك غير السيادية :-

أورد القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨^(٣) - الصادر بتعديل بعض أحكام قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢- تنظيمًا للصكوك كافة^٤ سواء الصادرة عن الشركات أو الهيئات

^١ - "SuKuk are Shari'ah compliant Securities that Sometimes are Called (Islamic bonds), This labeling was based on The Fact that most of the early sukuk were structured as fixed income securities, But the bond label is misleading because unlike bonds the income is not based on a loan Contract but originates From Full or beneficiary ownership rights in underling assets. This is a Basic legal difference Compared to conventional bonds ».

See: Volker Nienhaus & Abdullah Karatas, op.cit,P.88, No.1 - Meysam Safari e Mohamed Arif & Shamsheer Mohamed, op.cit,p.22- A.Roger Wedderburn -Day, Sovereign sukuk: Adaptation.and innovation,law & Contemporary problems, Fall 2010 .Vol 73. Issue 4, P.325.

^٢ - See: Obiyathulla Ismath Bacha & Abbas Mira Khor, Op.cit,P. 51 , No.2.4.

^٣ - المنشور بالجريدة الرسمية العدد ١٠ مكرراً (هـ) في ١٤ مارس ٢٠١٨ .

^٤ - قد أجازت المادة ١٤ مكرراً ٨ من القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ للهيئات والأشخاص الاعتبارية العامة أن تصدر صكوكاً تكون هي المستفيدة منها. وذلك بمراعاة الشروط الآتية: . أولاً:اعتماد وزارة المالية نشرة الاكتتاب ومذكرة المعلومات. ثانياً: ملكية رأس مال شركة التصكيك كاملاً لبنوك أو شركات قطاع عام أو

والاشخاص الاعتبارية العامة. وقد اجازت المادة ١٤ مكرراً ٢ من ذلك القانون إصدار صكوك إسلامية أو متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك وفقاً للشروط والضوابط المحددة بالقانون. وتجدر الإشارة، أنه بصدر قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ قد اقتصر نطاق تطبيق القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ على الصكوك غير السيادية؛ إذ نصت المادة الأولى من مواد إصدار القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ على أن يعمل به فى شأن الصكوك السيادية والتي لا يسرى عليها أى قانون آخر يتعارض مع أحكامه.

ويتقارب التنظيم القانونى للصكوك الغير سيادية الوارد فى القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ مع التنظيم القانونى للصكوك السيادية الوارد بالقانون ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ فى العديد من الأحكام، منها: أن كلاً من نوعى الصكوك هو أوراق مالية أسمية متساوية القيمة تصدر لمدة محددة لا تجاوز الثلاثين عاماً، وكذلك وجود شركة ذات غرض خاص SPV للتصكيك ولجنة للرقابة وجماعة تمثل مالكي الصكوك، وكذلك حظر تضمن الصكوك نصاً يضمن حصة مالك الصك فى رأس المال أو الأصول، أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب لقيمة الصك، فضلاً عن ذلك، من المقرر أن شركة التصكيك السيادةى وفقاً للمادة ١٨ من قانون الصكوك السيادية تلتزم بذات معايير المحاسبة والمراجعة التى تلتزم بها الشركات المُصدرة للصكوك الخاضعة للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ المنظم للصكوك غير السيادية. إلا أنه بالتدقيق يتبين لنا وجود العديد من الاختلافات الجوهرية من أهمها:

تمثل الصكوك السيادية حصصاً شائعة فى منافع أصول مملوكة للدولة أو لأحد الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة حيث تحتفظ الأخيرة بملكية الرقبة. بينما الصكوك غير السيادية تمثل كل منها حصة فى ملكية أو منافع أصول أو مشروع أو تدفقاته النقدية. يختلف دور شركة التصكيك فى نوعى الصكوك السيادية وغير السيادية، حيث يتحدد غرض الشركة فى الصكوك السيادية فى إدارة وتنفيذ التصكيك لصالح الجهة المُصدرة (وزارة

قطاع أعمال عام أو لأى من الأشخاص الاعتبارية العامة . ثالثاً: مراقبة الجهاز المركزى للمحاسبات لحسابات المشروع وذلك بالإضافة إلى "مراقب" الحسابات الذى يعين من بين المسجلين لدى الهيئة.

المالية)، وللشركة فضلاً عن ذلك الحق في متابعة الاستثمار والتأكد من استخدامه في الأغراض المحددة وذلك بصفتها وكيلًا عن مالكى الصكوك السيادية. بينما يتحدد الدور الذى تؤديه شركة التصكيك على نحو مغاير بالنسبة للصكوك غير السيادية، إذ تمتلك الشركة الأصول أو المنافع أو المشروع محل التمويل نيابة عن مالكى الصكوك، وتكون شركة التصكيك هي الجهة المُصدرة للصكوك في ذات الوقت.

حددت المادة ١٤ مكرراً ١ من القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ صيغ الصكوك وهي: المضاربة، المرابحة، المشاركة، وإجارة الموجودات والخدمات. وقد وردت تلك الصيغ الشرعية على سبيل المثال لا الحصر؛ إذ أجاز المشرع أن تضيف اللائحة التنفيذية للقانون صيغاً أخرى. وعلى خلاف ذلك لم يحدد قانون الصكوك السيادية الصيغ الشرعية، إذ نصت المادة الثانية منه على حق الجهة المُصدرة (وزارة المالية) فى إصدار الصكوك السيادية بصيغها الشرعية كافة، وذلك وفقاً للضوابط التى ستضعها اللائحة التنفيذية للقانون المرتقب إصدارها. الصكوك السيادية هي صكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتختص لجنة الرقابة بالتحقق من الالتزام بذلك بدءاً من الإصدار حتى استرداد القيمة. وفى المقابل نجد أن القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ قد أجاز بمقتضى المادة ١٤ مكرراً ٢ إصدار صكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وفقاً للضوابط المقررة^١.

^١ - تتلخص الضوابط الواردة للمادة ١٤ مكرراً ٢ من القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ فى الآتى:

أولاً: تشكيل لجنة رقابة شرعية. ثانياً: إجازة المشروع محل التصكيك من قبل اللجنة الشرعية. ثالثاً: إجازة جميع عقود الإصدار ونشرات الطرح من قبل اللجنة الشرعية. رابعاً: إجازة طلب القيد والتداول والطرح بإحدى البورصات من قبل اللجنة الشرعية. واشترط دليل إصدار الصكوك الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية فى ٢٠١٩ فضلاً عن الشروط سالفة الذكر، ضرورة مراعاة الحد الأدنى لقيمة الصكوك، وهو ألا تقل القيمة الاجمالية للاصدارات عن ٥٠ مليون جنية أو ما يقابلها بعملة أجنبية قابلة للتحويل. وكذلك ضرورة مراعاة الحد الاقصى وهو الذى يتحدد بمقدار التمويل اللازم للمشروع المحدد بنشرة الإصدار.

تسرى على عوائد الصكوك السيادية وناتج التداول ذات المعاملة الضريبية المقررة لسندات الخزنة العامة، بينما تسرى على عوائد الصكوك غير السيادية وناتج التداول المعاملة الضريبية المقررة لسندات الشركات.

يجب قيد الصكوك السيادية بالبورصة المصرية وجوباً سواء كان الأمر يتعلق بطرح عام أو خاص (المادة ٨ من قانون الصكوك السيادية)، بينما يكون قيد الصكوك غير السيادية ببورصة الأوراق المالية وجوبياً فقط بالنسبة للصكوك التي تطرح في اكتتاب عام، ويكون القيد جوازياً في حالة الطرح الخاص (المادة ١٤ مكرراً ١٤ من القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨).

المطلب الرابع

الاحكام المتعلقة بتوافق الصكوك السيادية

مع مبادئ الشريعة الإسلامية

أن الصكوك السيادية هي عين الصكوك الإسلامية من حيث جوهرها وهيكلتها وضوابطها. ويعد ما تقدم، هو مقصد المشرع المصري من استحداث الصكوك السيادية كأداة تمويلية غير تقليدية تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويتم من خلالها تمويل المشروعات التنموية الواردة بخطط التنمية بالموازنة العامة للدولة، وذلك بهدف الدخول لسوق التمويل الإسلامي العالمي واجتذاب شريحة جديدة من المستثمرين تلك التي تفضل المعاملات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ولا ترضى عنها بديلاً. وذلك على التفصيل الآتي بيانه:-

أولاً: تصدر الصكوك السيادية على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية:-

تصدر الصكوك السيادية مستندة إلى عقد من العقود الشرعية؛ حيث تنص المادة الثانية من قانون الصكوك السيادية على إنه "للجهة المُصدرة أن تُصدر الصكوك السيادية بصيغها الشرعية كافة". ولم يحدد القانون الصيغ الشرعية التي تتلائم مع فلسفة الصكوك السيادية في القانون المصري والتي تقوم على مفترض أساسي وهو احتفاظ الدولة أو الشخص الاعتباري العام بملكية الرقبة، وأحال في شأن تحديد الصيغ الشرعية إلى اللائحة التنفيذية للقانون المرتقب صدورها.

ومما تجدر الإشارة إليه، أنه يجوز إصدار الصك السيادي الواحد على أساس أكثر من عقد من العقود الشرعية وذلك من خلال إصدار صكوك مركبة؛ وذلك نظراً لأن الصكوك بطبيعتها تتسم بقدرعالي من المرونة، سواء فيما يتعلق بالإصدار أو التداول مما يجعلها الأكثر أتساقاً وطواعية لمتطلبات الهندسة المالية الإسلامية^١. وفيما يلي التعريف ببعض

^١ - د/ حماد مصطفى عزب ، التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مجلة كلية القانون العالمية، ملحق خاص، العدد ٤ ، الجزء الأول، مايو ٢٠١٩ ، ص٢٤٦.

أنواع الصكوك بصفة عامة والتي تختلف باختلاف العقد الشرعى الذى تستند اليه والذى يترجم بدوره بعقد ونشرة الإصدار. ومثال ذلك:-

صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: وهى صكوك متساوية القيمة تصدر على أساس عقدى البيع والإيجار، ومصدرها هو المالك لعين مؤجرة بالفعل أو موعود باستئجارها أو من ينوب عن المالك، وذلك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فى الصكوك، وبذلك تؤول ملكية العين لمالكي الصكوك، ويتمثل عائد الصكوك فى الأجرة. وتصدر الصكوك مع تعهد الجهة المُصدرة بالشراء وفقاً للضوابط المبينة بعقد الإصدار، وهو ما يعرف بصكوك الإجارة المنتهية بالتملك، وتتفاى هذه الصورة مع فلسفة الصكوك السيادية فى القانون المصرى التى قوامها احتفاظ الدولة بملكية الرقبة، وعليه لا تصلح هذه الصيغة الشرعية أساساً لعقود إصدار الصكوك السيادية.

صكوك ملكية المنافع: وهى صكوك متساوية القيمة مُصدرها مالك لعين موجودة بالفعل أو موصوفة فى الذمة، وذلك بغرض إجارة منافعها واستيفاء الأجرة من خلال حصيلة الاكتتاب. ويؤول فى هذه الصورة حق الانتفاع فقط لمالكي الصكوك. أو قد تصدر كذلك عن مالك منفعة عين موجودة بغرض إعادة الإجارة واستيفاء الأجرة من خلال حصيلة الاكتتاب، وتؤول بذلك منفعة العين لمالك الصكوك.

صكوك ملكية الخدمات: هي صكوك متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم خدمة من طرف محدد، وتصدر على أساس عقد إجارة خدمات، ويتم استيفاء مقابل الخدمات من حصيلة الاكتتاب فى الصكوك، ويتملك الخدمات مالكو الصكوك، ويتمثل عائد هذه الصكوك فى الفرق بين ثمن شراء الخدمة وثمان بيعها.

صكوك السلم: وهى صكوك متساوية القيمة يتم إصدارها بغية تمويل شراء سلعة السلم بثمان عاجل وتسليم مؤجل، ويتم استيفاء الثمن من حصيلة الاكتتاب فى الصكوك، وعائد

صكوك السلم ينتج من الفارق بين ثمن شراء سلعة السلم و ثمن البيع^١. ويمكن للمسلم إليه (البائع) أن يعقد سلماً موازياً مستقلاً مع طرف ثالث بذات مواصفات سلعة السلم الأول ليتمكن من الوفاء بالتزاماته فيه، ويكون بذلك البائع في السلم الأول مشترياً في السلم الثاني. وكما يُمكن للمسلم كذلك أن يعقد سلماً موازياً مستقلاً مع طرف ثالث بذات مواصفات سلعة السلم الأول لبيعها، وفي هذه الحالة يكون المشتري بائعاً في السلم الثاني^٢.

صكوك الاستصناع: هي صكوك متساوية القيمة تصدر على أساس عقد الاستصناع، وذلك بهدف استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك في القيام بتصنيع سلعة يمتلكها مالكو الصكوك. ويجوز كذلك الاستصناع الموازي من خلال أن يبرم المستصنع عقد استصناع مع الصانع لسلعة مع تحديد المواصفات تحديداً دقيقاً نافياً للجهالة وقيامه بدفع الثمن نقداً، ثم يقوم المستصنع بإبرام عقد استصناع مواز مع طرف ثالث يبيع فيه سلعة بذات مواصفات سلعة الاستصناع الأول، ويكون التسليم مؤجل إلى أجل لاحق للأول^٣.

^١ - أصدرت مؤسسة نقد البحرين - على سبيل المثال - صكوك السلم في ٥ يونيو ٢٠٠١ لبيع المونيوم بتسليم أجل مع قبض الثمن في الحال. وقد ورد بعقد الإصدار أن الصكوك تمثل أصول (خام المونيوم) تصدرها حكومة البحرين مؤجلة التسليم وذلك بغية " إتاحة مجالات مستحدثة للاستثمار فائض الموارد المالية ...". ومن خلال تلك الصكوك تمكنت بالفعل الحكومة البحرينية من بيع الخام الذي سيتم تسليمه في المستقبل، وذلك بثمن عاجل تمثل في حصيلة الاكتتاب، وفي نهاية مدة الصكوك سيتمكن مالكو الصكوك من قبض قيمة السلعة من خلال طرف ثالث مستقل بثمن يزيد عن ثمن الشراء بالسلم. د/ عبدالله بن محمد المطلق، الصكوك، مجلة البحوث الإسلامية، العدد ١٠٠، ٢٠١٣ - ص ٣٧٥.

^٢ - المعيار الشرعي رقم ١٠ بشأن السلم والسلم الموازي الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. <https://aaoifi.com>

^٣ - المعيار الشرعي رقم ١١ بشأن الاستصناع والاستصناع الموازي الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. <https://aaoifi.com>

صكوك المرابحة: هي صكوك متساوية القيمة تصدر على أساس عقد مرابحة، بغية تمويل شراء سلعة المرابحة لبيعها للواعد بشرائها. ويتحقق عائد هذا النوع من الصكوك من الفارق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة المتحصل من حصيلة الاكتتاب و ثمن بيعها للواعد بالشراء.

صكوك المشاركة: هي صكوك متساوية القيمة تصدر على أساس عقد المشاركة، ويتم استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك في إنشاء مشروع أو تطويره أو تمويل نشاط معين.

صكوك المضاربة: هي صكوك متساوية القيمة تصدر على أساس عقد المضاربة، وتستخدم حصيلة الاكتتاب في تلك الصكوك في تمويل مشروعات أو أنشطة تدار من خلال الجهة المستفيدة، وتوزع عوائد الصكوك من خلال الأرباح المتحققة.

صكوك المزارعة: هي صكوك متساوية القيمة تصدر على أساس عقد المزارعة، وتستخدم حصيلة الاكتتاب في تمويل زراعة أرض يقدمها مالكاها بناءً على عقد المزارعة، ويستحق مالكو الصكوك حصة في المحصول وفق ما تحدده مدة العقد.

صكوك المساقاة: هي صكوك متساوية القيمة تصدر على أساس عقد المساقاة، ويتم استخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل رعاية أشجار مثمرة أو قابلة للإثمار والقيام بسقيها وريها والاعتناء بها. ويحق لمالكي الصكوك حصة من الثمر وفقاً لما يحدده عقد الإصدار.

صكوك الوكالة بالاستثمار: هي صكوك متساوية القيمة تصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وتستخدم حصيلة الاكتتاب في تلك الصكوك في دفع رأس المال إلى وكيل عن مالكي الصكوك لاستثماره، وذلك في مقابل أن يتقاضى أجره معلومة. ويستحق مالكو الصكوك عائد الاستثمار في المشروعات الممولة وفي مقابل ذلك يتحملون المخاطر كلاً منهم بنسبة ما يملكه من صكوك¹.

وتعد الصيغ المشار إليها هي الأكثر رواجاً وانتشاراً، ويتبين لنا أن منها ما يتفق مع فلسفة الصكوك السيادية في القانون المصري التي قوامها احتفاظ الدولة والأشخاص الاعتبارية

¹ - لمزيد من التفصيل عن الصيغ الشرعية للصكوك : المعيار الشرعي رقم ١٧ الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بشأن صكوك الاستثمار . <https://aaoifi.com>

العامة بملكية الرقبة للأصول المتخذة أساساً للإصدار، ومنها ما قد يتنافى مع ذلك وعليه لا يصلح أن يتخذ أساساً لإصدار الصكوك السيادية فى القانون المصرى. ويقع على لجنة الرقابة مهمة التحقق من توافق عقود ونشرات الإصدار مع الضوابط الشرعية المنظمة للعقود المتخذة أساساً للإصدار من جهة. وكذلك التحقق من الاحكام المنظمة لتداول الصكوك السيادية ومراعاة القيود الشرعية التى تتعلق ببعض الصيغ من جهة أخرى، على أن يراعى الإشارة إلى ذلك بجلاء فى نشرات الإصدار.

ثانياً: - عدم ضمان العائد الثابت أو الاسترداد بالقيمة الاسمية:-

تنص المادة ٢/٤ من قانون الصكوك السيادية على إنه لا يجوز أن تتضمن صيغ الصكوك السيادية نصاً بضمان حصص مالكي الصكوك فى الأصول، وكذلك عدم جواز أن تتضمن الصيغ نصاً يقضى بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك. كما تنص المادة ١٠ على استرداد مالك الصك القيمة الاستردادية عند نهاية مدة الصك أو قبل ذلك إذا تضمنت نشرة الإصدار ما يفيد ذلك. وكذلك تنص المادة ٧ من قانون الصكوك السيادية على إنه لمالكي الصكوك كافة الحقوق والالتزامات المقررة شرعاً للمنتفع بالأصول التى اتخذت كأساس لإصدار الصكوك بما فى ذلك الحق فى الأرباح الدورية بالقدر الذى يتناسب مع مقدار مساهمة الصك السىادى.

ويعد ما تقدم تطبيقاً للأحكام والضوابط النازمة لإصدار الصكوك فى الشريعة الإسلامية؛ إذ أنه من المقرر شرعاً إنه لا يجوز أن يشتمل عقد أو نشرة الإصدار على أى نص يضمن به مُصدر الصك لمالكة استرداد القيمة الإسمية وذلك باستثناء حالات التعدى والنقصير^١. وكذلك لا يجوز شرعاً أن يضمن مُصدر الصك قدراً معيناً من الربح لمالكي الصكوك؛ إذ

^١-المعيار الشرعى رقم (١٧) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بشأن صكوك الاستثمار. <https://aaofi.com> - قرار المجمع الإسلامى الدولى رقم ٣٠ (٤/٥) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار الصادر فى الدورة الرابعة - جدة فبراير ١٩٨٨، مجلة المجمع ، العدد الرابع، ج٣، ص١٨٠٩ . <https://iifa.aifi.org>

يجب أن يشارك مالك الصك في الغنم وأن يتحمل نصيبه في الغرم بنسبه الصكوك المملوكة له، وذلك عملاً بقاعدتي "الغنم بالغرم" و"الخراج بالضمان". فعوائد الصكوك السيادية تتأثر بنتائج الأعمال ولا تمثل عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك. وتحدد نشرة الإصدار القواعد والضوابط المتعلقة بأداء العائد سواء تمثل في أرباح أو أجرة أو نحو ذلك. وتجدر الإشارة إلى حكم خاص يتعلق بصكوك الإجارة حيث تكون الأجرة محددة مسبقاً عند الإصدار، وعقد الإجارة لازم وتشكل الأجرة دين في ذمة المستأجر.

ويتبين مما تقدم، أن الصكوك السيادية باعتبارها صكوك تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية تلزم مالكيها بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة، فلا ضمان من المصدر للقيمة الاسمية للصك ولا لعائد مقطوع أو منسوب لقيمة الصك.

وتُعرف المخاطر بأنها "احتمالية حدوث انحراف مستقبلي يؤدي إلى اختلاف العائد بين المخطط والمتوقع حدوثه"^١. وتنقسم المخاطر بصفة عامة إلى نوعين، هما:-

أولاً: المخاطر العامة: وهي تلك الطائفة من المخاطر التي تؤثر على الأسواق بشكل عام، وتتأثر بها جميع الأوراق المالية أيا كان نوعها وأيا كانت الجهة المُصدرة. وقد يكون مردها عوامل سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية، ومثال ذلك: مخاطر أسعار الفائدة، المخاطر السياسية، التضخم.....إلخ.

ونرى - من جانبنا - أن تأثر الصكوك السيادية بالتضخم لن يكون سلبياً؛ حيث أنها تصدر على أساس أصول حقيقية سيرتفع ثمنها ومقابل الانتفاع بها عند حدوث ارتفاع في مستوى الأسعار، مما يعنى بالتبعية ارتفاع العائد الناتج عن الصكوك.

ثانياً: المخاطر الخاصة: وهي تلك الطائفة من المخاطر التي لا تؤثر على السوق بشكل عام، وإنما تؤثر فقط على بعض الأوراق المالية بسبب عوامل ترتبط بها أو بالجهة المُصدرة لها أو بظروف محيطية بطبيعة النشاط الممول، ومثال ذلك: مخاطر التشغيل.

^١ - د/ أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ص ١٢٨.

وننوه هنا إلى أنه لا ينبغي أن يفهم من عدم جواز ضمان المُصدر حصة مالك الصك في الأصول أو ضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك، عدم جواز اتخاذ التدابير الوقائية للتخفيف من آثار المخاطر وتوقئها، إذ من المقرر أنه يجوز لمُصدر الصكوك أن ينظم طريقة مشروعة لتوقى المخاطر أو للتخفيف من آثارها ومن حدة تقلبات العائد^١؛ حيث أن تعزيز الضمانات ومراعاة التوزيع المتوازن للمخاطر يشكل أحد الركائز الأساسية لتشجيع الاستثمار من خلال الصكوك السيادية.

ولم يورد قانون الصكوك السيادية آليات خاصة لتوقى المخاطر، ونقترح الاستعانة في هذا الشأن ببعض الضمانات المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية لدعم تحقيق الصكوك الغاية المستهدفة من إقرارها. ومنها:

أولاً: التأمين التبادلي أو التعاوني:- يعتبر التأمين التعاوني من أبرز الآليات لمجابهة مخاطر الصكوك، وبخاصة المخاطر الائتمانية والمخاطر المرتبطة بالأصول المتخذة أساساً لعملية اصدار الصكوك. ويُعرف التأمين التعاوني بأنه عقد تأمين جماعي بين أطراف معرضين لأخطار متشابهة، ويلتزم كل طرف بمقتضى العقد بدفع مبلغاً معيناً (اشترك) بهدف استخدام الحصيلة في تعويض أى من المشتركين عند تحقق الخطر^٢. وتدار العمليات التأمينية من خلال شركات متخصصة.

ثانياً: الاحتياطات:- يتم تكوين الاحتياطات من خلال اقتطاع نسبة من العائد المستحق لمالكي الصكوك وتجنبيها في حساب خاص بغرض مجابهة الخسائر المستقبلية المحتملة. وقد ورد بقرار مجمع الفقه الإسلامى الدولى رقم ٣٠ (٤/٥) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار أنه لا يوجد مانع شرعى من أن تتضمن نشرة الإصدار نصاً باقتطاع نسبة معينة

^١ - المعيار الشرعي رقم ١٧ الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة بشأن صكوك الاستثمار. <https://aaofifi.com>

^٢ - د/ محمد بن سعد الهليل العصيمي، الفرق بين التأمين التعاوني والتأمين التجارى، مجلة الشريعة والقانون أسيوط، العدد ٣٣، جزء ٣، يونيو ٢٠٢١، ص ١٧٩.

من حصة مالكي الصكوك في الأرباح أو الأيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعتها في حساب خاص لمجابهة مخاطر خسارة رأس المال^١.

ثالثاً: - تحقق لجنة الرقابة :-

تسعى الدولة من خلال الصكوك السيادية إلى استحداث آلية تمويل غير تقليدية قادرة على جذب طائفة جديدة من المستثمرين ممن يفضلون المعاملات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ولا يرضون عنها بديلاً.

وانطلاقاً مما تقدم، يمكن القول أن تحقيق الصكوك السيادية للمستهدف من إقرارها وتنظيمها رهين بالتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. وهو الأمر الذي فطن إليه المشرع المصري وحرص على تأكيده في مواطن عدة، منها:

أولاً: تعريف عقد الإصدار في المادة الأولى من القانون بأنه عقد تصدر على أساسه الصكوك السيادية وتجزئه لجنة الرقابة.

ثانياً: تعريف لجنة الرقابة بالمادة الأولى من قانون الصكوك السيادية بإنها لجنة تختص بالتحقق من توافق التعامل بالصكوك السيادية من الإصدار إلى الاسترداد مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ثالثاً: تأكيد المادة الخامسة من قانون الصكوك السيادية على خضوع التصكيك وعقد ونشرة الإصدار والعقود المرتبطة كذلك للمضوابط التي تقرها لجنة الرقابة.

رابعاً: قصر المشرع في المادة ١١ من قانون الصكوك السيادية استخدام الأصول المتخذة أساساً للإصدار على تقرير حق الانتفاع أو التأجير أو غير ذلك على أن يكون منقفاً مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

^١ - قرار المجمع الإسلامي الدولي رقم ٣٠ (٤/٥) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، الدورة الرابعة - جدة ١٩٨٨ - مجلة المجمع، العدد الرابع، ج ٣، ص ١٨٠٩.

<https://iifa-aifi.org>

خامساً: حددت اختصاصات لجنة الرقابة المادة ١٩ وتتمحور حول إجازة الأصول وعقد ونشرة الإصدار والتحقق من الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية من الإصدار حتى الاسترداد. إذ تنص المادة ١١ من قانون الصكوك السيادية على إنه تستخدم الأصول المملوكة للدولة أو لأحد الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة أساساً لإصدار الصكوك السيادية، وذلك من خلال تقرير حق انتفاع بتلك الأصول دون حق الرقبة أو من خلال تأجير تلك الأصول أو أى طريق آخر بما يتفق مع عقد الإصدار ومبادئ الشريعة الإسلامية.

ويتفق ما تقدم مع الضوابط والاحكام الشرعية لإصدار الصكوك حيث تجيز تصكيك الموجودات من الاعيان والمنافع والخدمات من خلال القيام بتقسيمها الى حصص متساوية وإصدار الصكوك بتلك القيم^١.

وبناءً على ما تقدم، يتعين الإشارة فى نشرة الإصدار إلى توافق الصكوك السيادية مع مبادئ الشريعة الإسلامية ، والإشارة إلى وجود هيئة الرقابة (الهيئة الشرعية) ودورها فى إجازة الإصدار، وكذلك دورها المستقبلى فى الرقابة على مدى التوافق طوال مدة الصكوك.

^١ - المعيار الشرعي رقم (١٧) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بشأن صكوك الاستثمار . <https://aaofii.com>

المبحث الثاني

أطراف التصكيك

تمر عملية إصدار الصكوك بعدة مراحل أهمها هي عملية التصكيك والتي تعتبر حجر الزاوية في عملية الإصدار. وتعرف المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية التصكيك بأنه "أحد الإجراءات التنفيذية لعملية إصدار الصكوك السيادية بغرض طرحها للاكتتاب من قبل المستثمرين بسوق الإصدار"¹. كما عرفته المادة ١٤ مكرراً المضافة بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ بأنه "عملية مالية من خلالها يتم تملك أصول أو منافع أو مشروع أو تملك حقوقه وإصدار صكوك مقابل ذلك".

ويُعرف دليل إصدار الصكوك الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية في يوليو ٢٠١٩ التصكيك بأنه "إحدى العمليات المالية التي يتم من خلالها إصدار صكوك في مقابل تملك أصول أو منافع أو حقوق مشروع محل التمويل، وذلك بمقتضى عقد الإصدار من خلال تحديد مجالات الاستثمار ومدته، والعوائد المتوقعة منه وآلية توزيعها، والتزامات سائراً لأطراف، وكيفية استرداد الصكوك وتداولها".

ويختلف بذلك مفهوم التصكيك عن التوريق؛ حيث يُعرف التوريق بأنه عبارة عن عملية مركبة ذات طابع فني، تتم بهدف تكوين محفظة مالية من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع، ويطلق عليها محفظة التوريق التي تتم حوالتها إلى شركة التوريق، ويناط بالشركة توريق المحفظة وذلك بتحويلها إلى سندات قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية^٢.

¹ - "Taskik is a process of dividing ownership of tangible, asset, usufructs or both into units of equal value and Issue Securities as per their Values" See: Ahmed Rufar, Issuance, Trading and Redemption of investment SuKuk, IIFm Sukuk Report 2020, P.99 No.1.

^٢ - د/ وليد المغازى، النظام القانوني لعمليات التوريق، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق جامعة المنصورة، ٢٠١٦، ص ٣٥.

وينشأ عن التصكيك علاقات قانونية متشابكة ومتعددة الأوجه بين عدة اطراف منهم من يعد طرفاً اساسياً فى عملية التصكيك ومنهم من يعد من الأطراف الداعمة لعملية التصكيك. وهم شركة التصكيك ، الجهة المُصدرة ، مالكو الصكوك ، لجنة الرقابة ، جماعة مالكي الصكوك السيادية ، اللجنة العليا للتقييم. وسنتناول فى هذا المبحث بالتفصيل أطراف عملية التصكيك - الاساسية والداعمة- والتزامات تلك الاطراف وطبيعة الدور المناط بهم، وحقوق كل طرف، وذلك من خلال المطالب الآتية :

المطلب الاول : شركة التصكيك السىادى.

المطلب الثانى: الجهة المُصدرة(وزارة المالية).

المطلب الثالث:مالك الصك.

المطلب الرابع:الاطراف الداعمة.

ومما تجدر الإشارة إليه، أن نشاط توريق الحقوق المالية قد تم إضافته إلى أنشطة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية بمقتضى قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٦٩٧ لسنة ٢٠٠١، المنشور بجريدة الوقائع المصرية العدد ٢١٥ تابع فى ٢٠ سبتمبر ٢٠٠١.

وقد عُرف التوريق كذلك، قرار مجمع الفقه الإسلامى بشأن الصكوك الاسلاميه وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها رقم ١٧٨(١٩/٤) الصادر فى الدورة ١٩ الشارقة ٢٠٠٩، وقد أوضح أن المقصود بالتوريق تحويل الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول والتي تمثل ديناً بفائدة لحاملها فى ذمة مُصدرها.

المطلب الاول

شركة التصكيك السيادى

تعتبر شركة التصكيك السيادى من أهم الأطراف الفاعلة فى عملية التصكيك¹ (الشركة ذات الغرض الخاص Special Purpose Vehicle) ²: وقد عرفتها المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية بأنها " شركة مساهمة مصرية مملوكة بالكامل للجهة المُصدرة (وزارة المالية) ذات غرض وحيد هو إصدار الصكوك السيادية، وتخضع فى تأسيسها وتنظيم أنشطتها لقانون الصكوك السيادية، ويكون لها بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية حق الانتفاع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك " .

وبناءً على ما تقدم، يمكن القول أن شركة التصكيك السيادى تتميز بعدة خصائص تميزها نوجزها فيما يلى مع بيان التزامات الشركة الأساسية والدورية، وذلك على التفصيل الآتى بيانه .:

أولاً: خصائص شركة التصكيك السيادى . .

(١): شركة التصكيك شركة مساهمة مملوكة بالكامل للجهة المُصدرة . .

يجب أن تتخذ شركة التصكيك السيادى شكل شركة المساهمة، ويتعين أن تكون كذلك مملوكة بالكامل للجهة المُصدرة (وزارة المالية)؛ وذلك اعمالاً لنص المادة ١٥ من القانون التى

¹-See: Emre Balibek, Op.Cit.·P.19/ No.5.3-Meysam Safari & Mohamed Ariff &Shamsher Mohamed ،Op.Cit ،P.111-Obiyathulla Ismath Bacha & Abbas Minakhor،Op.Cit, P.180, No.7.4.1.

² - وتجدر الإشارة إلى أن اللجنة المشتركة من لجنة الشؤون الاقتصادية والشؤون الدستورية والتشريعية ومكتبى لجنتى الخطة والموازنة قد قامت بإستبدال مسمى "شركة التصكيك السيادى" بمسمى "الشركة ذات الغرض الخاص"؛ وذلك استناداً لضرورة أن تاتى تسمية الشركة متوافقة مع غرضها وطبيعة عملها .راجع: تقرير اللجنة المشتركة فى ١٨ مايو ٢٠٢١، ص ٦.

نصت على إنه يرخص للجهة المُصدرة "بمفردها" تأسيس شركة أو أكثر للتصكيك السيادي على أن تتخذ شكل شركة المساهمة^١.

ويجب على الجهة المُصدرة إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية بالتأسيس، ويجب أن يكون الاخطار مدعوماً بالمستندات التالية: النظام الأساسي لشركة التصكيك السيادي على أن يصدر وفقاً للنموذج المعد من قبل الوزير المختص (وزير المالية) - شهادة تمام الاكتتاب في جميع أسهم الشركة صادر عن احد البنوك المرخص لها - شهادة بإيداع الأوراق المالية للشركة لدى شركة الإيداع والقيود المركزي. ويلي ذلك قيد شركة التصكيك السيادي بالسجل التجارى استناداً لشهادة تصدر من الهيئة العامة للرقابة المالية تفيد تقديم الاخطار المستوفى للمستندات المطلوبة (المادة ١٦).

وتتأى بنا، ملكية الجهة المُصدرة لشركة التصكيك السيادي عن القول باستقلال الشركة عن الجهة المُصدرة، وهو الأمر الذي حرص على تأكيد حتميته دليل اصدار الصكوك الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية فى عام ٢٠١٩ ؛ وذلك حين القى الالتزام بالاستقلال عن الجهة المستفيدة على عاتق شركة التصكيك. كما ارتأى غالبية الفقة كذلك ضرورة أن تحظى شركة التصكيك بكيان مستقل إدارياً وقانونياً ومالياً عن الجهة المستفيدة أو المنشئة؛ وذلك تحقيقاً للشفافية ولضمان عدم تعارض المصالح؛ إذ قد تقتضى إدارة موجودات الصكوك إتخاذ قرارات تتعارض مع مصلحة المُصدر^٢.

^١ - ومما تجدر الإشارة اليه، أن المادة الأولى من قرار رئيس الجمهورية رقم ١٢٧ لسنة ٢٠١٥ قد اجازت لاشخاص القانون العام تأسيس شركات مساهمة بمفردها.

^٢ - د/ محمود فهد مهيدات، المرجع السابق، ص ١٤٣- د/ احمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد، المرجع السابق، ٩٩ - د/ حامد بن حسن ميرة، المنشأة ذات الغرض الخاص ودورها في هيكله الصكوك، مجلة قضاء، ٢٤، ٢٠١٣، ص ٢١١.

ونرى من جانبنا، أن استقلال شركة التصكيك عن الجهة المستفيدة له ما يبرره ونحن بصدد الحديث عن الصكوك غير السيادية؛ إذ يسهم الاستقلال هنا في توفير قدر أكبر من الثقة والطمأنينة لدى مالكي الصكوك، ويشكل ضماناً هامة لهم حيث تعتبر الشركة وكيلاً عنهم وقائماً على رعاية مصالحهم، وتقوم الشركة بالنيابة عن مالكي الصكوك غير السيادية بتملك الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروع مما يفرض ضرورة استقلاليتها عن الجهة المستفيدة. إما الصكوك السيادية فهي تقوم على فلسفة وأسس تختلف تماماً عن الصكوك الخاضعة للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨؛ فهي آلية تمويل غير تقليدية للمشروعات التنموية والاستثمارات الواردة بخطط التنمية بالموازنة العامة للدولة، وتصدر الصكوك متخذة أساساً لها اصولاً مملوكة للدولة أو لأحد الأشخاص الاعتبارية العامة ويكون لمالكي الصكوك حقوق انتفاع فقط بتلك الأصول. فنحن هنا بصدد أوراق مالية حكومية تنتفي معها الحاجة لاستقلال من أجل المزيد من الثقة والاطمئنان من جهة، وتقتضى ملكية الدولة للأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك ملكية الجهة المُصدرة لشركة التصكيك من جهة أخرى مراعاة لاعتبارات البعض منها يتعلق بالنظام العام وطبيعة الأصول.

(٢) : شركة التصكيك شركة ذات غرض وحيد .

يقطع تعريف شركة التصكيك السيادية الوارد بالمادة الأولى من قانون الصكوك السيادية . السابق الإشارة إليه . أن الشركة مملوكة بالكامل للجهة المُصدرة ، وأنها ذات غرض وحيد يتمثل في إدارة وتنفيذ التصكيك لصالح الجهة المُصدرة. كما أكدت ذلك المادة ١٧ من القانون؛ حيث نصت على إن اقتصار غرض شركة التصكيك على إدارة وتنفيذ عملية الإصدار داخل وخارج ج.م.ع هو من الضوابط التي يتعين الالتزام بها طوال مدة بقاء الشركة.

ومما تجدر الإشارة إليه، أن المشرع قد عهد كذلك للشركة بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك بمهمة القيام بمتابعة الاستثمارات والتحقق من استخدامها في الأغراض المحددة.

ويبرر ما سبق؛ القول بأن شركة التصكيك هي من أهم الأطراف الفاعلة في عملية إصدار الصكوك السيادية؛ إذ تتولى من جهة إدارة وتنفيذ عملية الأصدار لصالح الجهة المصدرة (وزارة المالية)، ومن جهة أخرى أناط القانون للشركة بالوكالة عن مالكي الصكوك وخولها استناداً لذلك الحق في متابعة الاستثمارات واستخدامها فيما تحدد¹.

وننوه هنا إلى أنه، إذا كان مفهوم التصكيك في قانون الصكوك السيادية والقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ المعدل لقانون سوق رأس المال والمنظم للصكوك غير السيادية حالياً، قد تمحور حول أن التصكيك عملية إجرائية لإصدار الصكوك، إلا أن الآثار المترتبة تختلف اختلافاً جوهرياً تبعاً لنوع الصكوك. فبالنظر إلى الصكوك غير السيادية سيترتب على التصكيك أن تمتلك الشركة الأصول أو المنافع أو المشروع محل التمويل أو الحقوق نيابة عن مالكي الصكوك (المادة ١٤ مكرراً). بينما الأمر يختلف كثيراً ونحن بصدد الصكوك السيادية؛ إذ لا تمتلك شركة التصكيك السيادي الأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك بل تظل ملكيتها للدولة وللأشخاص الاعتبارية العامة، ويقتصر دور الشركة في هذا الصدد على مباشرة الحقوق الناشئة عن الانتفاع بالأصول بصفقتها وكيلاً عن مالكي الصكوك، وذلك وفقاً للضوابط والحدود المبينة بعقد الإصدار.

(٣): الحد الأدنى لرأس المال المصدر والمدفوع :-

حددت المادة ٢/١٥ من قانون الصكوك السيادية الحد الأدنى لرأس مال شركة التصكيك السيادي المصدر والمدفوع بمبلغ مليون جنية مصرى، وكذلك الحد الأقصى لرأس المال المرخص به بعشرة أمثال رأس المال المصدر.

ومما تقدم، تتحدد الشروط المتعلقة بتأسيس شركة التصكيك السيادي والتي نوجزها فيما

يلى:-

أولاً: أن تتخذ شركة التصكيك السيادي شكل شركة المساهمة.

¹ - See : Emre Balibek, Op.Cit, P.19, No.5.3.

ثانياً: أن يكون رأس مالها المصدر مدفوعاً بالكامل وأن لا يقل عن مليون جنية مصرى.
 ثالثاً: أن تكون شركة التصكيك مملوكة بالكامل للجهة المُصدرة.
 رابعاً: أن يقتصر نشاط شركة التصكيك السيادى على إدارة وتنفيذ عمليات إصدار الصكوك السيادية لصالح الجهة المُصدرة (وزارة المالية).
 خامساً: أن يكون لشركة التصكيك السيادى مقر ثابت ومستقل ومزود بالبنية التكنولوجية وسائر التجهيزات اللازمة لمباشرة نشاطها (المادة ١٧).
 سادساً: توافر الخبرة اللازمة التى تتلائم مع غرض الشركة ومجالات أنشطتها في العضو المنتدب، فضلاً عن أن يكون الغالبية من أعضاء مجلس إدارة شركة التصكيك السيادى من غير التنفيذيين (المادة ١٧).

ثانياً: التزامات شركة التصكيك السيادى:-

ينظم عقد الاصدار حقوق والتزامات شركة التصكيك السيادى باعتبارها وكيلاً عن مالكي الصكوك والتي ستختلف باختلاف العقد الشرعى (الصيغة الشرعية). إلا أن هناك عدة التزامات أساسية تلتزم بها شركة التصكيك السيادى سواء فى مواجهة الجهة المُصدرة أو مالكي الصكوك وتمثل التزامات أساسية لن تختلف باختلاف الصيغ الشرعية، وهى :-

(١): الالتزام بإدارة وتنفيذ عملية إصدار الصكوك:-

يتحدد الغرض الأساسى لشركة التصكيك السيادى - كما سبق أن ذكرنا - بإدارة وتنفيذ عملية إصدار الصكوك لصالح الجهة المُصدرة (وزارة المالية)، فتقوم فى سبيل ذلك بكافة الأنشطة والتصرفات التى تتمحور حول عملية اصدار الصكوك السيادية وتداولها. وتطبيقاً لما تقدم، تقوم شركة التصكيك بسلسلة من الاعمال المادية والتصرفات القانونية فى سبيل تحقيق الهدف المرجو، منها: ابرام عقد الإصدار بعد اقراره من لجنة الرقابة، وهو العقد الذى ستصدر على أساسه الصكوك السيادية والمُحدد لحقوق والتزامات شركة التصكيك - بوصفها وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية- والجهة المُصدرة. وكذلك أعداد نشرة الإصدار للإعلان عن طروحات الصكوك السيادية من خلالها والتي تتضمن سائر الشروط

والاحكام وخاصة تلك المتعلقة بآلية توزيع العائد بين الجهة المُصدرة ومالكى الصكوك السيادية، والقواعد التى تحكم عملية الاسترداد سواء كان معجلاً أو فى نهاية مدة الصك. وتلتزم شركة التصكيك السيادى كذلك بالقيام بقيد الصكوك السيادية وإيداعها لدى شركة الإيداع والحفظ والتقييد المركزى وذلك وفقاً لقانون الإيداع والتقييد المركزى للأوراق والأدوات المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، وقرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٤٦ لسنة ٢٠٢١ بشأن ضوابط إيداع وقيد الأوراق والأدوات المالية الحكومية وتسوية المراكز المالية الناشئة عن التداول. وكذلك تلتزم شركة التصكيك السيادى بقيد الصكوك السيادية بالبورصة المصرية سواء كان الاكتتاب والطرح عاماً أو خاصاً^١. (المادة ٨ من قانون الصكوك السيادية). ومما تجدر الإشارة إليه، أن الشركة وهى تباشر أعمالها المتعلقة بإدارة وتنفيذ عملية إصدار الصكوك تكون ملزمة بمراعاة كافة الضوابط والقرارات الصادرة عن لجنة الرقابة. ويتعين كذلك على شركة التصكيك السيادى امساك حسابات مستقلة تماماً خاصة بكل إصدار من إصدارات الصكوك السيادية. (المادة ١٨ قانون الصكوك السيادية). وعلة ذلك تيسير وضمان اقتصار حقوق مالكى صكوك كل إصدار من الصكوك السيادية على الأصول المتخذة أساساً لإصدارها، وكذلك مراقبة الجدوى الاقتصادية.

^١ يقصد بالاكتتاب العام عرض الأوراق المالية أو الأدوات المالية بالسوق الأولى على أشخاص غير محددة سلفاً سواء أشخاص طبيعية أو اعتبارية. ويقصد بالطرح العام عرض الأوراق المالية أو الأدوات المالية بالسوق الثانوى بعد الإصدار وبمناسبة تداولها على اشخاص غير محدد سلفاً سواء أشخاص طبيعية أو اعتبارية. ويقصد بالطرح الخاص عرض الأوراق المالية أو الأدوات المالية بالسوق الثانوى بعد الإصدار وبمناسبة التداول على اشخاص تتوافر فيهم شروط محدد سواء عند الإصدار أو بعده وسواء كانوا اشخاص طبيعية أم اعتبارية.

ونوه هنا إلى أن قانون الصكوك السيادية لم يحدد القواعد والإجراءات المنظمة لعملية التصكيك سواء في داخل ج.م.ع أو خارجها تفصيلاً، وأحال في ذلك الشأن إلى اللائحة التنفيذية للقانون المرتقب صدورها (المادة ٥ قانون الصكوك السيادية).

(٢): الالتزام بمعايير المحاسبة والمراجعة:-

تُلزم المادة ٨ شركات التصكيك السيادي بذات معايير المحاسبة والمراجعة التي تلتزم بها شركات التصكيك الخاضعة للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ عند إصدارها الصكوك غير السيادية.

وقد عهدت المادة ١٤ مكرراً ١٧ من القانون الأخير إلى مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بمهمة إصدار المعايير التي تلتزم بها شركات التصكيك المُصدرة للصكوك والجهات المستفيدة المُصدرة للصكوك، وأجازت للمجلس اعتماد أى معايير محاسبية ومراجعة صادرة عن جهة دولية مختصة ترى مناسبتها.

وتطبيقاً لذلك، صدر قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٨٨ لسنة ٢٠١٨ بشأن معايير المحاسبة للشركات المُصدرة للصكوك والمستفيدة ومعايير المراجعة، ونصت المادة الأولى منه على التزام شركات التصكيك بمعايير المحاسبة المصرية وجوباً فضلاً عن الاسترشاد بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وذلك رهناً بعدم التعارض مع معايير المحاسبة المصرية.

ومما تجدر الإشارة إليه، أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI هي منظمة دولية لا تهدف للربح، تأسست سنة ١٩٩١ ويقع مقرها الرئيسي بالبحرين، وقد أصدرت ٩٨ معياراً حتى الآن موزعة كالاتى: ٢ معيار أخلاقي - ٧ معايير في مجال الحكومة - ٢٦ معيار في مجال المحاسبة - ٥ معايير في مجال المراجعة - ٥٨ معياراً شرعياً. وقد اعتمدت المعايير الشرعية الصادرة عنها العديد من البنوك والسلطات المالية المختلفة في العديد من الدول سواء باعتبارها معايير الزامية أو استرشادية.

ونرى من جانبنا، أنه على الرغم من عدم الزامية مراعاة المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة، إلا أنه كلما توافقت الصكوك السيادية مع تلك المعايير كلما حققت المستهدف من إصدارها، وهو توفير آلية تمويل غير تقليدية قادرة على جذب فئة المستثمرين التي ترغب في الاستثمار في أوراق مالية متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا ترضى عنها بديلاً؛ ومما لا شك فيه أن التوافق مع المعايير الشرعية الأكثر شيوعاً وانتشاراً سيحقق تلك الغاية.

(٣): الالتزام المترتبة على الوكالة عن مالكي الصكوك السيادية:-

تنص المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية صراحة على أن لشركة التصكيك السيادي حقوق الانتفاع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك وذلك بصفقتها وكيلاً عن مالك الصكوك. وقد أكدت المادة ١٥ من القانون ذلك وأجازت لشركة التصكيك باعتبارها وكيلاً عن مالكي الصكوك بأن تقوم بمتابعة الاستثمارات والتحقق من الاستخدام في الأغراض المخصصة لها.

وتقوم كذلك شركة التصكيك السيادي بإبرام جميع العقود سواء مع الجهة المُصدرة أو مع غيرها من المشاركين في عملية الإصدار وذلك بالوكالة عن مالكي الصكوك. ويعد التزام شركة التصكيك بالمحافظة على حقوق مالكي الصكوك ومتابعة الاستثمار هو التزام ببذل عناية الشخص الحريص.

(٤): الالتزام بمتطلبات الإفصاح:-

لم يحدد قانون الصكوك السيادية متطلبات الإفصاح التي يجب أن تلتزم بها شركة التصكيك السيادي، وأحالت المادة ١٨ من القانون الى اللائحة التنفيذية في شأن تحديد متطلبات الإفصاح وكذلك تحديد التقارير الدورية ومواعيدها. ويتضمن الإفصاح عادة تقارير مراقب الحسابات والقوائم المالية، وتقارير عن متابعة الاستثمارات ومدى استخدامها في الأغراض المحددة، وغير ذلك من التقارير المتعلقة بتوزيع العوائد.

ومما تجدر الإشارة إليه، أن الهيئة العامة للرقابة المالية تلتزم بإعداد تقرير كل عام طبقاً لمتطلبات الإفصاح والحوكمة والشفافية عن نشاط شركة التصكيك السيادي، ويقدم التقرير إلى رئيس الجمهورية ومجلس النواب ورئيس مجلس الوزراء. ومما لا شك فيه أن تقديم التقارير المتعلقة بأداء شركة التصكيك السيادي على المستوى الرئاسي يعكس الأهمية الاقتصادية للصكوك السيادية والدور المأمول أن تؤديه في تمويل المشروعات التنموية والاستراتيجية المدرجة بخطط التنمية.

المطلب الثاني

الجهة المُصدرة (وزارة المالية)

حددت الجهة المُصدرة للصكوك السيادية المادة الأولى من القانون بأنها وزارة المالية، وهذا ما أكدت عليه أيضاً المادة الثانية من القانون حين اشارت إلى أن "الجهة المُصدرة - دون غيرها- إصدار الصكوك السيادية". ويناظر بشركة التصكيك إدارة وتنفيذ عملية التصكيك لصالح الجهة المُصدرة. (المادة ١٥).

وتتميز العلاقة بين الجهة المُصدرة وشركة التصكيك بتعدد الأوجه، فالجهة المُصدرة تؤسس بمفردها شركة التصكيك السيادي ويكون رأسمالها مملوكاً لها بالكامل وتتعامل معها كجهة مستقلة. وينظم عقد الإصدار العلاقة بين الجهة المُصدرة وشركة التصكيك السيادي بصفقتها وكيلاً عن مالكي الصكوك، فيحدد العقد مجالات استثمار المبالغ المتحصلة من الاكتتاب في الصكوك ومدة الاستثمار وآلية استرداد الصكوك سواء كان معجلاً أو في نهاية المدة وآلية توزيع العوائد المرتقبة. ويعكس عقد الإصدار - المحدد لأسس العلاقة والتزامات الأطراف - شروط العقد الشرعي التي تصدر الصكوك استناداً إليه.

وينبغي أن ندرك الفارق بين الجهة المستفيدة (المنشئة) والجهة المُصدرة للصكوك، حيث أن الجهة المستفيدة هي تلك التي يؤول إليها التمويل الذي توفره حصيلة الاكتتاب في الصكوك للاستفادة منه¹، وقد تكون الجهة المستفيدة - بوجه عام - هي ذات الجهة المُصدرة

¹ -See:Emre Balibek, Op.Cit,P.6.

للصكوك، وقد يتولى الإصدار شركة التصكيك. وهو ما يشكل أحد الاختلافات الجوهرية بين الصكوك السيادية والصكوك غير السيادية فى القانون المصرى. وذلك على النحو الآتى :-
تتمثل الجهة المُصدرة للصكوك السيادية فى وزارة المالية، فتكون بذلك هى الجهة المُصدرة والجهة المستفيدة فى آن واحد، ويتحدد دور شركة التصكيك السيادةى فى إدارة وتنفيذ اصدار الصكوك لصالح وزارة المالية. ويقارب دور شركة التصكيك فى شأن الصكوك السيادية دور منظم الإصدار فيما يتعلق بإدارة وتنفيذ اصدار الصكوك السيادية^١. ويقارب دور شركة التصكيك السيادةى فيما يتعلق بالوكالة عن مالكى الصكوك الدور المناط بالطرف المستقل "أمين الإصدار"^٢.

ويختلف الأمر كثيراً ونحن بصدد الصكوك غير السيادية الخاضعة للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨؛ حيث حددت المادة ١٤ مكرراً ٦ من القانون سالف الذكر الجهات المستفيدة التى يمكنها التمويل من خلال عقود اصدار صكوك وذلك بعد موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية، وهى:-

أولاً: شركات المساهمة الخاضعة لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أو تلك الخاضعة لأحكام قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وتعديلاته والتى يسمح نظامها الأساسى بذلك.

ثانياً: البنوك التى يجيز نظامها الأساسى ذلك وبشرط الحصول على موافقة البنك المركزى المصرى.

^١ - يُعرف منظم الإصدار بأنه شركة أوراق مالية أو بنك أو أى مؤسسة مالية يرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بإدارة وتنظيم الاصدار والترويج له نيابة عن الجهة المُصدرة أو المستفيدة.

^٢ - يُعرف الطرف المستقل "أمين الإصدار" بأنه شخص اعتبارى يتمتع باستقلال عن الجهة المستفيدة، يعين بعد موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية، وذلك فى الحالات التى يجوز فيه للجهة المستفيدة اصدار الصكوك بنفسها، ويعين بغرض الوكالة عن مالكى الصكوك وتمثيلهم ورعاية مصالحهم.

ثالثاً: الهيئات والأشخاص الاعتبارية العامة وذلك بشرط الحصول على موافقة مجلس الوزراء بعد عرض وزير المالية.

رابعاً: مؤسسات التمويل الدولية والإقليمية وذلك بشرط موافقة البنك المركزي المصري. ونجد هنا أن المشرع قد أجاز لهذه الجهات المستفيدة إصدار الصكوك بنفسها أو من خلال شركة تصكيك، وذلك وفقاً للضوابط التي تقرها الهيئة العامة للرقابة المالية (المادة ٤٤ مكرراً^١)، وفي ذلك تباين جلى مع الاحكام المنظمة للصكوك السيادية التي تكون فيها الجهة المستفيدة هي الجهة المُصدرة في كل الأحوال.

التزامات الجهة المُصدرة:-

ينظم عقد الإصدار حقوق والتزامات الجهة المُصدرة والتي قد تختلف باختلاف العقد الشرعى (الصيغة الشرعية للصك) إلا أن هناك عدة التزامات أساسية تلتزم بها الجهة المُصدرة، نوجزها فيما يلي:-

^١ - وقد حددت الهيئة العامة للرقابة المالية الشروط الواجب توافرها في حالة إصدار الجهات المستفيدة من التمويل صكوكاً بذاتها وهي: أولاً: موافقة لجنة الرقابة الشرعية. ثانياً: استقلال الذمة المالية للمشروع الممول من حصيلة الاكتتاب في الصكوك عن الذمة المالية للجهة المُصدرة. ثالثاً: تقديم الجهة المستفيدة لخطة مستقبلية متضمنة أهدافها الاستراتيجية وما ينتظر من المشروع الممول اتاحته من زيادة في فرص النمو والمشاركة الاجتماعية. رابعاً: تقديم تقرير افصاح دورى ربع سنوى من الجهة المستفيدة وذلك في حالة قيد الصكوك ببورصة الأوراق المالية. خامساً: تولي طرف مستقل لعملية الإصدار.

ويحدد أطر العلاقة والتزامات الطرف المستقل والجهة المستفيدة العقد المبرم بينهما على أن يتضمن الحد الأدنى من الالتزامات التي حددها مجلس اداره هيئة الرقابة المالية، وهي (متابعة توزيع الجهة المُصدرة للعوائد وأداء القيمة الاستردادية للصكوك - دعوة جماعة مالكي الصكوك للاجتماع عند الضرورة أو عند الطلب مالكي الصكوك الذين تبلغ قيمة صكوكهم الاسمية ١٠% فاكتر من القيمة الاسمية لإجمالي الإصدار - مراقبة التجاوزات والتقصير ومخالفة نشرة الإصدار وإبلاغ مالكي الصكوك- تقديم تقرير دورى عن مدى توافر متطلبات النظام المحاسبى مرفقاً به تقرير مراقب الحسابات).

أولاً: الالتزام بتعيين الأصول:-

يمثل تعيين الأصول المراد تصكيكها الخطوة الأولى في عملية الإصدار، ويصدر القرار بتعيين الأصول محل التصكيك المتخذة أساساً له من مجلس الوزراء بناءً على عرض من الوزير المختص (وزير المالية). ويشترط في الأصول محل التصكيك، ما يلي:

أولاً:- أن تكون الأصول مملوكة للدولة أو لأحد الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة. إذ تنقسم ملكية الدولة للأموال إلى ملكية عامة (الدومين العام) وملكية خاصة (الدومين الخاص). والأموال المملوكة للدولة ملكية عامة هي أموال مخصصة للمنفعة العامة وغير قابلة للتصرف فيها، ولا يجوز تملكها بالتقادم ولا يجوز تقرير حقوق عينية عليها بارتفاق أو خلافه، أما الاموال المملوكة للدولة ملكية خاصة فهي أموال غير مخصصة للمنفعة العامة وللدولة أن تتصرف فيها ولكنها غير قابلة للتملك بالتقادم.

ثانياً:- أن لا تُعد من قبيل الموارد الطبيعية؛ وعلّة ذلك هو أماكن نزوب الموارد الطبيعية بمرور الوقت، فضلاً عن أن ما تدره سيكون من قبيل المنتجات لا الثمار التي يحق للمنتفع أن يجنيها؛ فحق الانتفاع بطبيعته ينبغي أن يرد على شيء غير قابل للاستهلاك.

ومما تجدر الإشارة إليه ، إنه كان للمخاوف التي صاحبت فكرة اصدار صكوك حكومية إسلامية ومسألة تهديد هذه الصكوك لملكية الدولة للأصول أثراً كبيراً على فلسفة القانون والاحكام الواردة به، إذ أقتصر حق مالكي الصكوك على الانتفاع بالأصول محل التصكيك دائماً مع احتفاظ الدولة أو الشخص الاعتباري العام بملكية الرقبة.

ثانياً: الالتزام باستخدام حصيلة اصدار الصكوك في الأغراض المحددة:-

حدد المشرع المشروعات محل التمويل من حصيلة الاكتتاب في الصكوك السيادية بالمشروعات الاستثمارية والتنمية المدرجة بخطط التنمية بالموازنة العام للدولة، والتي يصدر بتحديدها قرار من وزير المالية وذلك بعد قيامه بالتشاور في هذا الشأن مع وزير التخطيط (المادة ٢/٢). ويجب على الجهة المُصدرة للصكوك الالتزام باستخدام حصيلة الصكوك في تمويل المشروعات الواردة في إطار القرار سالف الذكر. وهكذا تسهم الصكوك السيادية في

تنفيذ خطط التنمية دون مجابهة تداعيات الاقتراض من خلال استبدال أدوات الدين العام بالصكوك السيادية.

ثالثاً: الالتزام بدفع العائد والقيمة الاستردادية :-

يعتبر الالتزام بدفع العائد والقيمة الاستردادية للصك السيادى من أهم التزامات الجهة المُصدرة للصكوك السيادية، ويقصد بالعائد المدفوعات الدورية التى تؤدى لمالكى الصكوك أصحاب حق الانتفاع بالأصول المتخذة اساساً للتصكيك، وقد تتخذ صورة إيجار أو هامش ربح وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار والعقد الشرعى المتخذ اساساً لعملية اصدار الصكوك. وتجدر الإشارة إلى أنه لا يجوز أن يكون العائد مقطوعاً او منسوباً إلى قيمة الصك (المادة ٤).

وتلتزم الجهة المُصدرة كذلك بأداء القيمة الاستردادية التى تستحق لمالكى الصكوك السيادية عند الاسترداد المعجل أو عند تاريخ الاستحقاق النهائى، وذلك على التفصيل الوارد بنشرة الاصدار.

رابعاً: الالتزام بتأسيس شركة التصكيك السيادى:-

تلتزم الجهة المُصدرة (وزارة المالية) بمفردها بتأسيس شركة أو أكثر للتصكيك السيادى، وأن تتخذ الشركة شكل شركة المساهمة، وذلك بغرض إدارة وتنفيذ التصكيك لصالح الجهة المُصدرة.

خامساً: الالتزام بالإفصاح:-

يتعين على الجهة المُصدرة للصكوك وفقاً لمقتضيات تنفيذ العقود بحسن نية، الإفصاح عن أي حدث جوهرى من شأنه أن يؤثر على معدل التدفقات النقدية للأصول والعوائد المستحقة لمالكى الصكوك السيادية، وكذلك ضرورة الإفصاح عن أى تغيير يطرأ بشأن جودة وكفاءة الأصول المتخذة اساساً للتصكيك.

المطلب الثالث

مالك الصك السيادي

يكون مالكو الصكوك إما أفراداً أو بنوكاً أو مؤسسات مالية تتمتع بمعدلات عالية من السيولة الغير مستغلة مما يحدو بها إلى الاكتتاب في الصكوك السيادية بغية تحقيق عوائد قد تكون مرتفعة نسبياً إلا أنها قليلة المخاطر. وبذلك تسهم الصكوك في توطين المدخرات الوطنية والعمل على عدم تسربها إلى خارج البلاد، وتعزيز الشعور بالانتماء نتيجة مساهمة المواطنين في دعم الاقتصاد الوطنى من خلال المساهمة في تمويل المشروعات التنموية والاستثمارية الواردة بخطة التنمية في مقابل حصولهم على عائد يرتبط بنتائج الاعمال وليس فائدة ثابتة^١. كما تعد أداة تمويلية جاذبه لرؤوس الأموال الأجنبية نظراً لانخفاض المخاطر، ولطائفة جديدة من المستثمرين الذين لا يرضون عن المعاملات الإسلامية بديلاً، حيث أن اصدار الدولة المصرية لقانون الصكوك السيادية يؤكد التوجه للتواجد بسوق التمويل الإسلامى العالمى.

أولاً: نشرة الإصدار المحدد الأساسى لأطر العلاقة بين مالكي الصكوك والجهة المُصدرة:-

تحدد علاقة مالكي الصكوك السيادية بمُصدرها على أساس نشرة الإصدار التى تُترجم شروط عقد الإصدار والعقد الشرعى الذى تصدر الصكوك السيادية على أساسه. ونشرة الإصدار تمثل وثيقة معلومات يتم من خلالها الإعلان عن ظروفات الصكوك السيادية، وتتضمن جميع البيانات والمواصفات والشروط الخاصة بإصدار الصكوك السيادية، كما تتضمن آلية توزيع العائد بين مالكي الصكوك والجهة المُصدرة، وكذلك آلية التسوية المالية سواء كان الاسترداد فى نهاية مدة الصك أو معجلاً (المادة ١).

^١ - د/ احمد عبدالصبور عبدالكريم احمد، المرجع السابق، ص ٩٠.

وننوه هنا، أن المادة ٢/١٠ من قانون الصكوك السيادية قد أجازت للجهة المُصدرة (وزارة المالية) أن تقوم برد القيمة الاستردادية معجلاً قبل نهاية مدة الصك، وذلك رهناً بأن تتضمن نشره الإصدار نصاً يجيز ذلك وأن يتم الاسترداد وفقاً للآلية الواردة بها. وتجدر الإشارة كذلك إلى أن عملية التصكيك وكذلك نشرة وعقد الإصدار وما يرتبط بهم من عقود تخضع للضوابط التي تقرها لجنة الرقابة. ويعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنة والغرامة التي لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تتجاوز مليون جنيه أو أحدهما كل من تلاعب في نشرات الإصدار، وذلك مع عدم الاخلال بأى عقوبة أشد منصوص عليها في قانون آخر (المادة ٢٣).

بيانات نشرة الإصدار :-

لم يحدد القانون البيانات الواجب توافرها في نشرة الإصدار، ونؤكد هنا إنه إذا كان قانون الصكوك السيادية يمثل إطاراً قانونياً مستحدثاً، وجاء إلى حد كبير مكتملاً وشاملاً لكافة جوانب إصدار الصكوك السيادية، إلا أنه من الأهمية أن تشمل اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية على كافة المسائل التفصيلية التي لم ينص عليها القانون. ويجب أن تتضمن نشرة الإصدار الحد الأدنى من البيانات التي تمكنها من أداء الهدف المرجو منها، ويمكن أن نوجزها فيما يلي:-

أولاً: البيانات المتعلقة بشركة التصكيك السيادي.

ثانياً: البيانات المتعلقة بالجهة المُصدرة ولجنة الرقابة.

ثالثاً: البيانات المتعلقة بالصكوك السيادية (شروط الإصدار وأحكامه - القيمة الاجمالية للإصدار - القيمة الأسمية للصك - الربح المتوقع وبيان الحقوق التي تمنح لمالكي الصكوك - تاريخ الاستحقاق النهائي - آلية الاسترداد المعجل).

رابعاً: البيانات المتعلقة بالضمانات حال وجودها (نوع الضمان - الجهة الضامنة).

خامساً: البيانات المتعلقة بالمشروع محل التمويل والمخاطر.

سادساً: البيانات المتعلقة بالاككتاب: (طبيعة الاككتاب - عملة الاككتاب - طريقة السداد - المستندات المطلوبة - أسلوب تخصيص الصكوك السيادية بين المكتتبين في حال زيادة قيمة الاككتاب عن قيمة الإصدار).

ثانياً: حقوق مالك الصك السيادي:-

(١): حق الانتفاع بالأصول المتخذة اساساً لإصدار الصكوك:- تنص المادة ٧ من قانون الصكوك السيادية على أن لمالكي الصكوك السيادية جميع الحقوق والالتزامات المقررة للمنتفع وذلك على الأصول المتخذة اساساً للإصدار ومنها الحق في الأرباح. واعمالاً للقواعد العامة يُراعى في حقوق المنتفع والتزاماته السند الذي انشأ حقوق الانتفاع (المادة ٩٨٦ من القانون المدني). حيث ترد آثار حق الانتفاع في السند المنشئ للحق وذلك بالإضافة للأحكام الواردة بالقانون.

ويتقرر للمنتفع حق عيني، إذ أن حق الانتفاع يجزأ الملكية ويختص المنتفع بسلطتى الاستعمال والاستغلال وتظل سلطة التصرف لمالك الرقبة. وللمنتفع الحق في استعمال الشيء محل حق الانتفاع واستغلاله، وفي المقابل يلتزم بالمحافظة عليه وصيانته واستعماله فيما أعد له. وللمنتفع كذلك الحق في مباشرة كافة اعمال الإدارة اللازمة لتحقيق الانتفاع، ويجوز له التصرف في حق الانتفاع وحده دون الرقبة سواء بالنزول عنه إلى الغير أو رهنه.

ويكون لشركة التصكيك السيادي اعمالاً لما ورد بالمادة ١ من القانون حقوق الانتفاع بالأصول المتخذة اساساً لإصدار الصكوك السيادية بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك.

(٢): الحق في العائد الدوري:- ترتبط المدفوعات الدورية التي تؤدي إلى مالكي الصكوك السيادية -العائد- بنتيجة الانتفاع بالأصول المتخذة اساساً لإصدار الصكوك وذلك على النحو الوارد بنشرة الإصدار.

(٣): الحق في التصرف في الصكوك السيادية بطريق التداول:- يكون لمالكي الصكوك السيادية الحق في التصرف في الصكوك عن طريق التداول بالطرق التجارية دون حاجة الى اتباع إجراءات حوالة الحق المنصوص عليها في المادة ٣٠٥ من القانون المدني. ويقصد

بتداول الصكوك السيادية سائر التعاملات الواردة على الصكوك سواء البيع، الشراء، الرهن، الوصية، واتفاقيات إعادة الشراء.

وننوه هنا إلى أن المشرع قد اوجب قيد الصكوك السيادية التي تطرح داخل ج.م.ع بالبورصة المصرية، وذلك بقرار من إدارة البورصة يصدر بناءً على طلب الجهة المُصدرة. وحدد المشرع أن القواعد الحاكمة للإيداع والحفظ والقيد المركزي بشركة الإيداع للأوراق الحكومية وكذلك القيد بالبورصة وعمليات التداول تخضع للقواعد السارية والمطبقة بشأن الأوراق المالية الحكومية التي تطرح داخل ج.م.ع (المادة ٨).

ويوجب القانون كذلك حفظ الصكوك السيادية التي تطرح خارج ج.م.ع بأحد البنوك الدولية المعنية بالإيداع والحفظ والقيد المركزي، ويخضع القيد والتداول بالبورصات الدولية لذات القواعد السارية والمطبقة بشأن الأوراق المالية الحكومية التي تطرح خارج ج.م.ع (المادة ٩).

(٤): الحق في رد القيمة الاستردادية:- تحدد الصكوك السيادية أجل لاسترداد قيمتها (مدة الصك) يلتزم به مالكو الصكوك والجهة المُصدرة. ولا يجوز رد القيمة الاستردادية للصكوك السيادية قبل نهاية مدة الصك ما لم يرد بنشرة الإصدار ما يجيز الاسترداد المعجل ويوضح آلية ذلك.

ويتم الاسترداد - في كل الأحوال سواء كان في نهاية مدة الصك أو معجل - وفقاً للقيمة الاستردادية والتي تُحدد طريقة حسابها بنشرة الإصدار. ولا يجوز أن يتضمن الصك نصاً يقضى بضمان الاسترداد بالقيمة الاسمية، وقد أكد على ذلك المعيار الشرعي رقم ١٧ الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI بعنوان "صكوك الاستثمار"، حيث حظر أن يرد بنشرة الإصدار نصاً يضمن به مُصدر الصكوك لمالكيها القيمة الأسمية عند الاسترداد وذلك في غير حالات التعدي والتقصير^١، وهو ما انتهى إليه

^١ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم ١٧ سنة ٢٠٠٣ . <https://aaofii.com>

المشرع المصرى كذلك. ومن المقرر أنه ينتهى حق الانتفاع المقرر على الأصول التى أتخذت اساساً لإصدار الصكوك بالاسترداد.

ثالثاً: جماعة مالكي الصكوك السيادية:-

يجوز لمالكي الصكوك السيادية ذات الإصدار الواحد تكوين جماعة تهدف إلى حماية مصالحهم المشتركة (المادة ١/٢١)، ولم يحدد القانون الحد الأدنى لعدد مالكي الصكوك السيادية الراغبين فى الانضمام اللازم لتكوين الجماعة وعلى اللائحة التنفيذية تدارك ذلك.

الممثل القانون لجماعة مالكي الصكوك السيادية:-

تتمثل مهام الممثل القانونى للجماعة فى مباشرة كل ما تستلزمه حماية المصالح المشتركة لمالكي الصكوك السيادية، سواء كان ذلك فى مواجهة الجهة المُصدرة للصكوك السيادية أو شركة التصكيك السىادى أو الغير أو امام الجهات والهيئات القضائية، وذلك فى اطار ما يصدر عن الجماعة فى اجتماعات وقعت صحيحة من الناحية القانونية (المادة ٣/٢١).

وتطبيقاً لما تقدم، يكون للممثل القانونى للجماعة الحق فى متابعة مدى استخدام حصيلة الاكتتاب فى الصكوك فى الأغراض المحددة بنشرة الإصدار، وكذلك متابعة توزيع العوائد الدورية وعملية الاسترداد فى نهاية مدة الصكوك ومدى مطابقتها للضوابط الواردة بنشرة الإصدار، والدعوة لعقد الاجتماعات فور اخطاره بأى بيانات أو معلومات جوهرية من الجهة المُصدرة أو شركة التصكيك السىادى، ويلتزم كذلك ممثل الجماعة بإخطار الجهة المُصدرة بالتشكيل وأسم الممثل القانونى وأن يوافقها بشكل دورى بصور من قرارات الجماعة (المادة ٣/٢١)، ويقع على الممثل القانونى للجماعة التزام كذلك بعرض قرارات وتوصيات الجماعة بشكل دورى على مجلس إدارة شركة التصكيك السىادى (المادة ٥/٢١)، وبوجه عام يتعين على الممثل القانونى للجماعة القيام بمتابعة سائر التصرفات الصادرة عن أى طرف من الأطراف ذات الصلة والتى من شأنها أن تؤثر سلباً على حقوق مالكي الصكوك السيادية واتخاذ اللازم بشأنها، ومباشرة سائر الاختصاصات الأخرى التى قد تعهد بها إليه نشرة الإصدار.

الشروط الواجب توافرها في الممثل القانوني في الجماعة:- حددت المادة ١/٢١ من القانون الشروط الواجب توافرها في الممثل القانوني وهي:

أولاً: أن يكون الممثل القانوني من بين أعضاء الجماعة سواء كان شخصاً طبيعياً أم اعتبارياً.

ثانياً: أن لا يكون للممثل القانوني أي مصلحة مباشرة أو غير مباشرة مع الجهة المُصدرة للصكوك السيادية.

ثالثاً: أن لا يكون للممثل القانوني مصالح متعارضة مع مصالح مالكي الصكوك السيادية.

ونرى من جانبنا، أنه كان يتعين على المشرع إضافة شرطاً يتعلق بعدم سبق الحكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة مخلة بالشرف والأمانة مالم يكن قد رد إليه اعتباره.

وقد أحال قانون الصكوك السيادية إلى اللائحة التنفيذية للقانون المرتقب صدورها في شأن إجراءات الانعقاد ومكانه وآلية التصويت وعلاقة الجماعة بشركة التصكيك السيادي والجهة المُصدرة (المادة ٤/٢١).

المطلب الرابع

الأطراف الداعمة

اللجنة العليا للتقييم ولجنة الرقابة

يوجد بالإضافة إلى الأطراف الأساسية فى عملية التصكيك أطراف أخرى داعمة، وهى:
اللجنة العليا للتقييم ولجنة الرقابة. وذلك على التفصيل الآتى بيانه:-
أولاً: اللجنة العليا للتقييم:-

عرفت المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية اللجنة العليا للتقييم بأنها لجنة تتشكل من عدد كاف من الخبراء المعنيين، وتختص بعملية تقييم حق الانتفاع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك أو تقدير قيمتها الإيجارية طبقاً لطبيعة العقد الشرعى المتخذ كأساس لعقد الإصدار. ويصدر بتشكيل اللجنة العليا للتقييم وآلية عملها والمعاملة المالية للأعضاء قرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على اقتراح من وزير المالية.

وتلتزم اللجنة فى أداء المهام المنوطة بها بمراعاة معايير التقييم المالى للمنشآت الصادر بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١ لسنة ٢٠١٧. وقد أكد ذلك القرار فى مادة الثانية على ضرورة التزام شركات الاستشارات المالية بالمعايير الواردة بالقرار عند قيامها بكافة أعمال التقييم المالى ومنها الدراسات الخاصة بتحديد القيمة العادلة وذلك مع ضرورة الإشارة إلى التقيد بالمعايير فى التقارير الصادرة عنها. وأضافت ذات المادة فى فقرتها الثانية إنه لن يقبل لدى الهيئة تقارير التقييم المالى مالم تتضمن الإشارة بانها قد اعدت طبقاً للمعايير المرفقة بالقرار.

وتلتزم اللجنة العليا للتقييم كذلك - وفقاً لما ورد بالمادة ١٢ من قانون الصكوك السيادية - بمراعاة المعايير المصرية للتقييم العقارى الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية بالقرار رقم ٣٩ لسنة ٢٠١٥. وتؤكد هنا أن المعايير سألغة الذكر هى معايير وطنية الزامية للجنة العليا للتقييم.

وتجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن اللجنة العليا للتقييم هي الجهة صاحبة الاختصاص الأصلي بتقييم حقوق الانتفاع بالأصول المتخذة أساساً للإصدار أو تقدير قيمتها الإجارية، إلا أن المشرع قد أجاز على سبيل الاستثناء للجهة المُصدرة بناءً على عرض من اللجنة العليا للتقييم الاستعانة بإحدى مؤسسات التقييم أو التصنيف الائتماني الدولية^١، مع التأكيد على أن نطاق الاستثناء يقتصر فقط على الصكوك التي تطرح خارج ج.م.ع. وتعتمد قرارات اللجنة العليا للتقييم من مجلس الوزراء بناءً على عرض من وزير المالية.

ويبدو مما تقدم الاختلاف الجوهرى فيما يتعلق بتقييم الأصول بين المنهج المتبع فى شأن إصدار الصكوك السيادية والآخر المتبع فى شأن الصكوك الخاضعة للقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨؛ إذ لم يؤسس القانون الأخير لجنة للتقييم وتطلب فقط تصنيف ائتماني لإصدار الصكوك من احدى الجهات المعتمدة لدى الهيئة العامة للرقابة المالية، بشرط أن لا تقل درجة التصنيف عن المستوى الدال على الوفاء بالالتزامات الواردة بنشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات. ولا تخفى علة المغايرة إذ ترتبط الصكوك السيادية بأصول مملوكة للدولة أو لأحد الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة، وهو ما يستلزم قدراً أكبر من الحيطة والتدقيق لاعتبارات كلها مردها الصالح العام.

ثانياً: لجنة الرقابة:

تُعرف المادة الأولى من قانون الصكوك السيادية لجنة الرقابة بأنها: لجنة تتكون من عدد معين من الخبراء المتخصصين فى مجالات القانون والاقتصاد والتمويل والشريعة الإسلامية، وتوكل للجنة مهام التحقق من توافق التعامل على الصكوك السيادية مع مبادئ الشريعة الإسلامية منذ إصدارها حتى استرداد قيمتها.

^١ - يعد من اشهر هيئات التصنيف العالمية Standard and Poors S&P وكذلك Moody وكذلك أيضاً Fitch وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف RAM وأخيراً الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA ومقرها البحرين.

تشكيل اللجنة: تشكل اللجنة من الرئيس وهو من ذوى الخبرة في مجال الاقتصاد بالإضافة الى ستة أعضاء غير متفرغين. وقد حددت المادة ١٩ من قانون الصكوك السيادية التخصصات الواجب توافرها في الأعضاء غير المتفرغين، وهي كالتالى: ثلاثة أعضاء من ذوى الخبرة في مجال التمويل ويتم ترشيحهم من وزير المالية - عضو من ذوى الخبرة في مجال القانون يرشحه وزير المالية - عضوان من ذوى الخبرة في مجال الشريعة الإسلامية يرشحهما شيخ الأزهر الشريف. ويجوز ضم خبير أجنبي من ذوى الخبرة في مجال التمويل الإسلامي يرشحه شيخ الأزهر بعد التشاور مع وزير المالية.

ويصدر بتشكيل اللجنة وآلية عملها وتحديد المقر الخاص بها والمعاملة المالية للأعضاء قرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على اقتراح وزير المالية. وتحدد مدة عضوية اللجنة بثلاث سنوات قابلة للتجديد.

إصدار القرارات:- تصدر القرارات بالأغلبية وعند التساوى يرجح الجانب الذى ينتمى إليه رئيس اللجنة برأيه. وننوه هنا إلى أنه طبقاً لما تنص عليه المادة ٣/١٩ من قانون الصكوك السيادية فإنه يلزم لصحة القرارات الصادرة عن اللجنة موافقة أحد العضوين المصريين من ذوى الخبرة في مجال الشريعة على الأقل.

اختصاصات اللجنة: حددت المادة ٢٠ من قانون الصكوك السيادية اختصاصات لجنة الرقابة، وذلك على النحو الآتى:-

أولاً: إجازة الأصول محل التصكك بما يفيد توافرها مع مبادئ الشريعة الإسلامية. حيث تحدد وفق الضوابط الشرعية ما يصلح أن يكون محلاً للتصكك من الناحية الشرعية.

ثانياً: إجازة نشرة الإصدار وكذلك جميع صيغ العقود المتعلقة بإصدار الصكوك السيادية بما يفيد توافرها مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ثالثاً: التحقق من استمرار التعامل فى الصكوك السيادية بما يتفق ومبادئ الشريعة الإسلامية منذ إصدارها حتى استرداد القيمة، حيث إن توافق الصكوك مع مبادئ الشريعة الإسلامية ليس شرط ابتداء فقط بل هو شرط استمرار كذلك؛ حيث تؤدى اللجنة دوراً مصاحباً لعملية

الهيئة وإصدار الصكوك، وذلك بالإضافة إلى دورها الرقابي الذي يمتد للقيام بالمراجعة والتدقيق في سائر المراحل حتى الاسترداد بغية التيقن من الالتزام بالضوابط. ونرى من جانبنا انه بالنظر في اختصاصات لجنة الرقابة التي تتمحور حول التحقق من كون الصكوك السيادية متوافقة مع الشريعة الإسلامية فإنه كان من الافق زيادة عدد الخبراء باللجنة من المتخصصين في مجال الشريعة الإسلامية والاقتصاد الإسلامي.

الخاتمة

أستحدث المشرع الصكوك السيادية بإصدار القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ بغية توفير آلية تمويل غير تقليدية لتمويل المشروعات التنموية والاستثمارية الواردة بخطة التنمية الاجتماعية والاقتصادية بالموازنة العامة للدولة. وتتميز الصكوك السيادية عن غيرها من الأوراق المالية الحكومية التقليدية بأنها قادرة على جذب طائفة جديدة من المستثمرين الذين يُفضلون المتعاملات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتمتع بدرجة عالية من الاستقرار إذ تصدر أستاذاً لأصول مملوكة للدولة أو لآحد الأشخاص الاعتبارية العامة مع احتفاظ الدولة بملكية الرقبة. وقد تناولنا ببحثنا هذا التنظيم القانوني لتلك الآلية المستحدثة بغية التعرف عليها وتقدير مدى فاعليتها وملائمتها والكشف عن مواطن القصور في النصوص المنظمة لها، وقد تبين لنا الآتي:-

- أثبتت العديد من التجارب التنموية في عدة دول أن الخيار الأمثل هو الاعتماد على آليات تمويلية غير تقليدية، تكون قادرة على تحريك المدخرات والفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات من دائرة الاكتناز إلى الاستثمار. وتعتبر الصكوك السيادية -وبحق- من أكثر الآليات اتساقاً مع تلك الرؤية؛ حيث تعد الصكوك من أهم آليات الاقتصاد الإسلامي التي طورتها الهندسة المالية لتكون بديلاً عن أدوات الدين يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛ حيث أن الصكوك لا تمثل ديناً لمالكها على المصدر بل هي تمثل حصصاً شائعة في منافع أصول مملوكة للدولة أو لآحد الأشخاص الاعتبارية ملكية خاصة، وتستند في إصدارها إلى أحد العقود الشرعية
- تقوم الصكوك السيادية بدور الوسيط بين المدخرات والفوائض لدى الأفراد والمؤسسات والمجالات الاستثمارية، إذ يتمكن مالكو الصكوك من خلالها من المشاركة في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنموية مقابل الحصول على عائد يتناسب مع قيمة مساهمة الصك ناتج عن استثمار شرعي. فالصك ليس أداة دين بل هو ورقة مالية تثبت استحقاقات لحقوق انتفاع بأصول مملوكة للدولة ملكية خاصة.

- الصكوك السيادية هي أوراق مالية حكومية أسمية متساوية القيمة وقابلة للتداول تصدر لمدة محددة لا ينبغي أن تجاوز ثلاثين عاماً، وتمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وذلك وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار.
- يقصد بالأصول الأموال الثابتة أو المنقولة ذات القيمة الاقتصادية والتي يشترط لكي تُتخذ أساساً لإصدار الصكوك أن تكون مملوكة للدولة أو أى من الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة، وذلك مع استثناء الموارد الطبيعية.
- قد أوجبت المادة ٨ من القانون حفظ وإيداع الصكوك السيادية التي تطرح داخل ج.م.ع بشركة الإيداع والقيود المركزي المختصة وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٢، وكذلك وجوب القيد بالبورصة المصرية. وفيما يتعلق بالصكوك السيادية التي تطرح خارج ج.م.ع، أوجبت المادة ٩ من قانون الصكوك حفظها بأحد البنوك الدولية المعنية بالإيداع والحفظ والقيود المركزي، وضرورة مراعاة أن يكون القيد بالبورصات الدولية وفقاً للقواعد المتبعة في قيد الأوراق المالية الحكومية التي تطرح خارج ج.م.ع.
- الصكوك السيادية بإعتبارها ورقة مالية قد تماثلت مع غيرها من الأوراق المالية في بعض الخصائص والاحكام، ولكن حظت الصكوك السيادية كذلك بمجموعة من الخصائص التي انفردت بها وميزتها عن غيرها من الأوراق المالية. فالصكوك السيادية ورقة مالية حكومية لها ذاتيتها الخاصة.
- يتقارب التنظيم القانوني للصكوك الغير سيادية الوارد في القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ مع التنظيم القانوني للصكوك السيادية الوارد بالقانون ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ في العديد من الأحكام، منها: أن كلاً من نوعي الصكوك هو أوراق مالية أسمية متساوية القيمة تصدر لمدة محددة لا تجاوز الثلاثين عاماً، وكذلك وجود شركة ذات غرض خاص SPV للتصكيك ولجنة للرقابة وجماعة تمثل مالكي الصكوك، وكذلك حظر تضمين الصكوك نصاً يضمن حصة مالك الصك في رأس المال أو الأصول، أو بضمان عائد مقطوع أو

منسوب لقيمة الصك، الالتزام بذات معايير المحاسبة أو المراجعة. إلا أنه بالتدقيق يتبين لنا وجود العديد من الاختلافات الجوهرية.

- يختلف التنظيم القانوني للصكوك الغير سيادية الوارد في القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ عن التنظيم القانوني للصكوك السيادية الوارد بالقانون ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ فى العديد من الأحكام، منها: تمثل الصكوك السيادية حصصاً شائعة فى منافع أصول مملوكة للدولة أو لأحد الأشخاص الاعتبارية العامة ملكية خاصة، اختلاف دور شركة التصكيك فى نوعى الصكوك السيادية وغير السيادية، الصكوك السيادية هى صكوك متوافقة فى كل الاحوال مع أحكام الشريعة الاسلامية، سريان المعاملة الضريبية المقررة لسندات الخزنة العامة على عوائد الصكوك السيادية وناتج التداول ، بينما تسرى على الصكوك غير السيادية المعاملة الضريبية المقررة لسندات الشركات، القيد الوجوبى للصكوك السيادية بالبورصة المصرية.

- تصدر الصكوك السيادية مستندة إلى عقد من العقود الشرعية، ولم يحدد القانون الصيغ الشرعية التي تتلائم مع فلسفة الصكوك السيادية فى القانون المصرى والتي تقوم على مفترض أساسى وهو احتفاظ الدولة أو الشخص الاعتبارى العام بملكية الرقبة، وأحال فى شأن تحديد الصيغ الشرعية إلى اللائحة التنفيذية للقانون المرتقب صدورها. يجوز إصدار الصك السيادى الواحد على أساس اكثر من عقد من العقود الشرعية وذلك من خلال إصدار صكوك مركبة؛ وذلك نظراً لان الصكوك بطبيعتها تتسم بقدرعالى من المرونة، سواء فيما يتعلق بالإصدار أو التداول مما يجعلها الاكثر أتساقاً وطواعية لمتطلبات الهندسة المالية الإسلامية.

- لا يجوز أن يشتمل عقد أو نشرة الإصدار على أى نص يضمن به مُصدر الصك (وزارة المالية) لمالكه استرداد القيمة الاسمية وذلك باستثناء حالات التعدى والتقصير، نصاً يقضى بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك.

- لم يورد قانون الصكوك السيادية آليات خاصة لتوقى المخاطر، ونقترح الاستعانة فى هذا الشأن ببعض الضمانات المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية لدعم تحقيق الصكوك الغاية المستهدفة من إقرارها. ومنها: التأمين التبادلى أو التعاونى، الاحتياطات.
- ينشأ عن التصكيك علاقات قانونية متشابكة ومتعددة الأوجه بين عدة اطراف منهم من يعد طرفاً أساسياً فى عملية التصكيك وهم: شركة التصكيك ، الجهة المُصدرة ، مالكو الصكوك ، ومنهم من يعد من الأطراف الداعمة لعملية التصكيك وهم: لجنة الرقابة ، اللجنة العليا للتقييم.
- شركة التصكيك السيادةى هى شركة مساهمة مصرية مملوكة بالكامل للجهة المُصدرة (وزارة المالية) ذات غرض وحيد هو إصدار الصكوك السيادية، ويكون لها بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك السيادية حق الانتفاع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك.
- تعد وزارة المالية هى الجهة المُصدرة للصكوك السيادية. ويناط بشركة التصكيك إدارة وتنفيذ عملية التصكيك لصالح الجهة المُصدرة. وتتميز العلاقة بين الجهة المُصدرة وشركة التصكيك بتعدد الأوجه، فالجهة المُصدرة تؤسس بمفردها شركة التصكيك السيادةى ويكون رأسمالها مملوكاً لها بالكامل وتتعامل معها كجهة مستقلة. وينظم عقد الإصدار العلاقة بين الجهة المُصدرة وشركة التصكيك السيادةى بصفتها وكيلاً عن مالكي الصكوك.
- تتحدد علاقة مالكي الصكوك السيادية بمُصدرها على أساس نشرة الإصدار التى تُترجم شروط عقد الإصدار والعقد الشرعى الذى تصدر الصكوك السيادية على أساسه. ويجوز لمالكي الصكوك السيادية ذات الإصدار الواحد تكوين جماعة تهدف الى حماية مصالحهم المشتركة. ويكون لمالكي الصكوك الحق فى الانتفاع بالأصول المتخذة أساساً للإصدار، والعائد الدورى، والحق فى التصرف فى الصكوك بطريق التداول، والحق فى القيمة الاستردادية عند نهاية مدة الصك او عند الاسترداد المعجل.

- اللجنة العليا للتقييم هي لجنة تتشكل من عدد كاف من الخبراء المعنيين، وتختص بعملية تقييم حق الانتفاع بالأصول المتخذة أساساً لإصدار الصكوك أو تقدير قيمتها الاجارية طبقاً لطبيعة العقد الشرعى المتخذ كأساس لعقد الإصدار. ويصدر بتشكيل اللجنة العليا للتقييم وآلية عملها والمعاملة المالية للأعضاء قرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على اقتراح من وزير المالية.
- لجنة الرقابة هي لجنة تتكون من عدد محدد من الخبراء المتخصصين فى مجالات القانون والاقتصاد والتمويل والشريعة الإسلامية، وتوكل للجنة مهام التحقق من توافق التعامل على الصكوك السيادية مع مبادئ الشريعة الإسلامية منذ إصدارها حتى استرداد قيمتها.

تم بحمد الله وتوفيقه،،،

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:-

- د/ احمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد: الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية "دراسة مقارنة"، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد ٤٠، سنة ٢٠١٤.
- د/ حامد بن حسن ميرة: المنشأة ذات الغرض الخاص ودورها في هيكله الصكوك، مجلة قضاء، العدد ٢، سنة ٢٠١٣.
- د/ حماد مصطفى عزب: التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مجلة كلية القانون العالمية، ملحق خاص، العدد ٤ ، الجزء الأول، مايو ٢٠١٩.
- د/ زيدان عبدالرزاق: صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٥، الواقع والتحديات والآفاق، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد ٥، العدد ١، ٢٠١٩.
- د/ عبد الله بن محمد بن عبد الرحمن المطلق: الصكوك ، مجلة البحوث الإسلامية، العدد ١٠٠ ، سنة ٢٠١٣.
- د/ عيسى يوسف بازينه و د/منى محمد الشيباني: إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا ، مجلة دراسات الاقتصاد والعلوم السياسية، س٦، ١٤، سنة ٢٠١٧.
- د/محمد بن سعد الهليل العصيمي: الفرق بين التأمين التعاوني والتأمين التجاري، مجلة الشريعة والقانون أسيوط، العدد ٣٣، جزء ٣، يونيو ٢٠٢١.
- د/ محمد حسين البشايرة: صكوك التمويل الإسلامي: نحو تأصيل قانوني للعلاقات الناشئة عنها، المجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية، المجلد ١٠ ، العدد ٢ ، سنة ٢٠١٨.
- د/ محمود فهد مهيدات: الصكوك السيادية الإسلامية " تقدير شرعي"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، المجلد ٢، العدد ٧ ، ٢٠١٧.

- د/ وليد المغازى: النظام القانونى لعمليات التوريق ، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق جامعة المنصورة، ٢٠١٦.
- د/ وليد طلحة: تمويل البنية التحتية في الدول العربية "التحديات والخيارات"، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد ٧٠، سنة ٢٠٢٠.
- ثانياً: المراجع باللغة الانجليزية:-
- **A.Roger Wedderburn –Day:** Sovereign sukuk: Adaptation and innovation law & Contemporary problems, Fall 2010 .Vol 73. Issue 4.
- **Ahmed Rufar:** Issuance, Trading and Redemption of investment SuKuk ،IIFm Sukuk Report.
- **Andi Dugi & Hussein Al-Tamimi:** Factors affecting investor’s decision regarding investment in Islamic Sukuk, Emerald, QRFM, Vol.11, No. 1,2019.
- **Arvind Jadhav& James Neelankavil:** "Deficit Financing–Causes, Consequences and Potential Cures." Journal of Applied Business and Economics, Vol. 12, Iss6 , 2011.
- **Emre Balibe:** Establishing a legal framework for sovereign Sukuk issuance : A public debt management perspective ، discussion paper ، World Bank Group ، No.18 ، Jun 2017.
- **John D. Finnerty :** Financial Engineering in Corporate Finance “An Overview” ، Financial Management ، Vol 17، No.4 Winter 1988. www.Jstor.org.
- **Meysam Safari & Mohamed Ariff & Shamsheer Mohamed:** Sukuk Securities “New Ways of debt Contracting” ، Wiley ، 2014.
- **Obiyathulla Ismath Bacha& Abbas Mirakhor:** Islamic Capital Markets. A comparative Approach ،Wiley، 2013.
- **Rodney Wilson:** Innovation in the structuring of Islamic Sukuk Securities ،Emerald, H.Vol. 24، No.3،2008.
- **Rubaiyat Ahsan Bhuiyan & Maya Puspa & Burhan Saiti & Gariuzazmi Mat Ghani :** comparative analysis، between global

Sukuk and Bond indices: Value -at-risk -approach ، Emerald، JIABR، Vol.11 No.6.2020.

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

ثالثاً: التقارير والمعايير والقرارات:-

- تقرير اللجنة المشتركة من لجنة الشؤون الاقتصادية ومكتبى لجنتى الخطة والموازنة والشؤون الدستورية والتشريعية، مايو ٢٠٢١.
- السوق المالية الاسلامية الدولية ، تقرير الصكوك ، الطبعة ١٠ ، يوليو ٢٠٢١.
- www.iifm.net
- قرار مجمع الفقه الإسلامى الدولى رقم ١٧٨ (١٩/٤)، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، أبريل ٢٠٠٩. www.iifa_aifi.org
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعى رقم ١٧ ، سنة ٢٠٠٣. <https://aaoifi.com>
- قرار مجمع الفقه الإسلامى الدولى رقم ٣٠ (٤/٥) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار الصادر فى الدورة الرابعة - جدة فبراير ١٩٨٨ ، مجلة المجمع ، العدد الرابع، ج٣، ص ١٨٠٩ . <https://iifa.aifi.org>
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعى رقم ١٠ بشأن السلم والسلم الموازي. <https://aaoifi.com>
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعى رقم ١١ بشأن الاستصناع والاستصناع الموازي. <https://aaoifi.com>

