

دور الصكوك في التنمية والاستثمار

دراسة مقارنة

د. عبد الله أحمد محمد عليوه

دكتوراه في القانون التجاري

مقدمة

بدأ أول ظهور لعمليات إصدار صكوك مالية في بداية السبعينيات بالولايات المتحدة الأمريكية بإصدار شركة "Ginny Mat" صكوك مالية عن طريق محفظة القروض العقارية للرهونات بضمان من الحكومة الأمريكية ثم طرحت وبيعت للمستثمرين.

"MBS" Securities collateralized by mortgage backed loans.

وبدأت تنتشر هذه الظاهرة حتى وصلت أوروبا في الثمانينات حتى أصبحت أهم الأدوات التمويلية لمساعدة المصارف لتحويل قروضها العقارية إلى سيولة وتوجيهها للاستثمار حتى شملت عملية إصدار الصكوك العالم بأكمله.^(١)

وقد أنشأ القانون رقم (١٤٦) لسنة ١٩٨٨ نوعاً جديداً من الأوراق المالية يطلق عليها "صك الاستثمار والصك ذات العائد المتغير" إلى جانب الأوراق المالية المعروفة قانونياً وهي السهم والسند وخصص التأسيس. فنصت المادة السادسة من هذا القانون على أن تصدر الشركة صكوك نظير الأموال التي تتلقاها ويحق لمالكيها المشاركة في الأرباح والخسائر دون المشاركة في الإدارة، ويتقاضى أصحابها نصيبهم عند تاريخ التصفية وتنظم اللائحة إجراءات إصدار واسترداد الصكوك وقيمتها والبيانات التي تتضمنها.^(٢)

وجاء في قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ بأن الأوراق المالية تتكون من الأسهم والسندات وصكوك التمويل بل وصل الأمر إلى تعميم لفظ الصكوك لتشمل جميع الأوراق المالية، فنصت اللائحة التنفيذية لذات القانون على لفظ "صكوك الأسهم وصكوك السندات".^(٣)

(١) د. محمد أحمد الزرقا: أحكام صكوك الاستثمار طبقاً للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨، دراسة مقارنة بالشرعية، ط١، مطبعة السعادة، ١٩٩١، ص١٧.

(٢) د. إبراهيم طلعت: صكوك الاستثمار الجديدة، مجلة الاقتصاد والمحاسبة، القاهرة، عدد ٤٨٩، ١٩٨٨، ص٢٠١.

(٣) عصام حنفي محمود موسي: صكوك التمويل والاستثمار التي تصدرها الشركات المساهمة، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ١٩٩٥، ص١١٠.

و اتخذ المشرع المصري إستراتيجيات شاملة لتطوير البنية التشريعية بإدخال تعديلات على القوانين واللوائح التنفيذية لخلق بيئة تشريعية لغرس بذور تنمو في بيئة تشريعية ملائمة حتى تتمكن من جني ثمار الاستفادة من إصدار الصكوك وملائمة البيئة التشريعية لطبيعة الصكوك المتوافقة مع الشريعة، مع وجود حوكمة لهيئات ولجان شرعية لمتابعة عملية الإصدار طوال فترة التصكيك، والعمل على تطبيق معايير المؤسسات المالية الإسلامية وجعلها في حجية القواعد الآمرة، مع اتخاذ ضوابط وأحكام التحوط الصادرة من مجلس مجمع الفقه الإسلامي مع العمل على تقييم المخاطر والعمل على آليات إدارة المخاطر وإيجاد ضمانات عينية ووثيقة تكافلية وغيرها من الضمانات التي تحفظ حقوق حملة الصكوك. (١)

وتناول تجارب الدول الضابطة لإصدار الصكوك، وكيفية نجاح إصدار الصكوك بها، وكيفية الاستفادة من هذه التجارب، وكيفية تطبيق آلياتها التي أدت إلى ذلك النجاح. (٢)

وتناول البحث تجربة مصر في إصدار الصكوك وكيفية الاستفادة منها في التنمية وتطبيق آلياتها لازدهار الاستثمار وتمويله.

الإشكالية:

كيفية إصدار صكوك متوافقة مع أحكام الشريعة لتحقيق التنمية المرجوة منها كأداة استثمارية اسلامية وليست محاكاة لسندات الدين.

أهمية البحث:

تعتبر الصكوك من الأدوات التمويلية المستحدثة الهامة للمؤسسات والهيئات والحكومات والشركات للحصول على السيولة المطلوبة وكان لها السبق في التنمية الاقتصادية وسد عجز الموازنة وتطوير البنية التحتية وتحقيق مشاركة حقيقية للأفراد من مالكي الصكوك في الاستثمارات والمشروعات.

(١) د سليمان ناصر / ربيعه بن زيد : ادارة مخاطر الصكوك"، مجله الدراسات الاقتصادية، عدد ٥٥، ٢٠١٤، ص ٢٥

(٢) د. محمد جاسر: تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفه، مجله الدراسات الماليه، الاردن، عدد ١، ٢٠١٣، ص ٢٣.

منهج البحث:

هو منهج التحليل المقارن بين القانون الوضعي والشريعة للوصول إلى نقاط الاتفاق والاختلاف في موضوع البحث مستعيناً بالمراجع الشرعية والقانونية لاستخلاص الأحكام والمعايير لتحقيق النتائج المطلوبة وتم تحليل موضوع البحث لبيان مفاهيمه وآلياته واجراءاته من الناحية الشرعية والوضعية والوقوف على نتائجه مع بيان التجارب المقارنة للاستفادة منها عملياً وتشريعياً واجرائياً.

خطة البحث:

قوامها مقدمة وفصلين ثم خاتمة البحث والنتائج والتوصيات وقائمة المراجع:

الفصل الأول: طبيعة الصكوك.

الفصل الثاني: كيفية الاستفادة من الصكوك ودورها في التنمية والاستثمار.

الفصل الأول طبيعة الصكوك

تمهيد وتقسيم:

الصك كما جاء في لسان العرب هو الكتاب، وكانت حقوق وأجور العمال تكتب بها أوراق تسمى صكاً، وأنه كان ينطق علي هذه الصورة التي انتقل بها للغات الأوربية.

لكن يبدو مع ذلك أن التعامل التجاري قد أضفى على هذا اللفظ مدلولاً يختلف عما كان له في اللغة الفارسية، وأصبحت هناك صكوك الدين وصكوك الأرزاق وصكوك أخرى تشبه أوامر الدفع، وكانت تدل في العرف التجاري على أمر كتابي من المحرر إلى أحد الصيارفة بدفع مقدار من النقود لحامل الصك أو لشخص بعينه.^(١)

واتسمت لغة الصك بالإيجاز والتوقير للمخاطب، فيما يوضحه النموذج التالي الذي لا يزال محفوظاً في المتحف البريطاني:-

"باسمك يا رحيم. رجاء أن يدفع الأكبر أبو الخير خيار لحامله مائة دينار لبيت أمين الدولة. آب ١٤٥١ [يوليو- أغسطس ١٤٥٠م] أبو ذكري- وفي الجانب الأعلى من هذا الصك كتبت عبارة "١٠٠ دينار خالصة".^(٢)

وتداول بعض الخطابات الراجعة إلى القرن الحادي عشر الميلادي على أن الصك كان يكتب أحياناً في إقليم من أقاليم الدولة الإسلامية مع توجيه حامله أو المستفيد به إلى صيرفي في إقليم آخر.

٣) د. محي الدين علي القرعة داغي: دور الصكوك في تمويل الاقتصاد، مجلة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، العدد ٣، ٢٠٠٩، ص ٧٨.

٢) د. محمد أحمد سراج، حسين حامد حسان: الأوراق التجارية في الشريعة، دار الثقافة للنشر، ١٩٨٨، ص ٢٠.

وفي عام ١٩٧٧ بدأ العلماء المعاصرين بطرح أول إصدار للصكوك وأطلق عليها سندات المقارضة، وفي عام ١٩٨٣ صدر نوع جديد من الصكوك في تركيا وأطلق عليها سندات المشاركة، وفي عام ١٩٨٨ صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي يتضمن الضوابط الشرعية لسندات المقارضة، وفي عام ١٩٩٥ قد تم دراسة ضوابط صكوك الإجارة، وفي عام ٢٠٠٣ قد صدر المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية معياراً شرعياً عن الصكوك، وانتشر التعامل بالصكوك وقامت ماليزيا بإصدار صكوك إسلامية عام ١٩٩٥ لبناء محطة كهرباء ثم بدأت البحرين في إصدار صكوك الإجارة، ثم بدأ التوسع في إصدار الصكوك في باقي الدول العربية والأوربية.^(١)

ولقد صدر قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ لاستخدام الصكوك كأدوات مالية بغرض تمويل الموازنة العامة للدولة وتمكين الجهة المصدرة من جمع الأموال مقابل التعهد بالسداد بعد انقضاء أجل زمني محدد وفقاً للشروط المعلنة بنشرة الإصدار فما هو تعريف الصكوك؟ وما هي السمات المالية المميزة للصكوك عن الأوراق المالية والتجارية؟ وما هي خصائص وأنواع الصكوك؟

وهذا ما سنتناوله في هذا الفصل بشيء من التفصيل من خلال ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: تعريف الصكوك.

المبحث الثاني: السمات المالية للصكوك.

المبحث الثالث: خصائص وأنواع الصكوك.

(١) د. عصام الزين الماحي: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير وتعميق السوق المالي، مجلة الاستثمار وأسواق المال، العدد ٥٦، سورية، ٢٠٠٨، ص ٣٣١.

المبحث الأول تعريف الصكوك

تمهيد وتقسيم:

الصكوك عرفها ابن منظور: "الصك: الكتاب، فارسي معرب، وجمعه: أصك، وصكوكاً، وصكاك".^(١)

فهي كلمة تشمل باطلاقها الأوراق المالية كأسهم، والتجارية كالشيكات، والعقدية كسندات النقل، وغيرها من كل ما يثبت حقاً مالياً ويكون قابلاً للتداول والتحول للغير، والإضافة هي التي تحدد المراد.

الصكوك هي وثيقة مكتوبة بشكل رسمي أو عرفي تتضمن حقاً مالياً لشخص على آخر، وهي أوراق مالية تصدرها الشركات والبنوك والمؤسسات والحكومات ويحصل حملة الصكوك على نسبة من الأرباح وليس فائدة ثابتة سنوياً.^(٢)

وحدد الفقهاء المعاصرين طبيعتها بأنها: " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً متساوية في موجودات معينة ومباحة شرعاً، وتصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، على أساس المشاركة في الغنم والغرم والالتزام بالضوابط الشرعية".^(٣)

فما هو مفهوم الصكوك الوضعي وفقاً لقانون صكوك التمويل رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ وقانون صكوك سوق المال رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨؟ وقانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١؟

وما هو مفهوم الصكوك الشرعي وفقاً لقرارات مجلس مجمع الفقه الاسلامي ومعايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؟

وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث بشيء من التفصيل من خلال مطلبين كالتالي:

(١) محمد بن مكرم ابن منظور: لسان العرب، دار صادر، بيروت، ص٤٥٧.

(٢) د. محمد أحمد الزرقا: أحكام صكوك الاستثمار طبقاً للقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨، "دراسة مقارنة بالشريعة"، مرجع سابق، ص٥٠.

(٣) د. أشرف محمد دوابة: الصكوك بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر، ط١، ٢٠٠٩، ص١٩.

المطلب الأول: المفهوم الوضعي للصكوك.

المطلب الثاني: المفهوم الشرعي للصكوك.

المطلب الأول

المفهوم الوضعي للصكوك

وردت عدة تعريفات للصكوك وفقاً للقانون:

[١] وفقاً للمادة (١٥) من القانون رقم (١٤٦) لسنة ١٩٨٨ بأنها: "الصكوك التي يجوز إصدارها من الشركات المساهمة غير العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها لتنمية سوق المال وإيجاد قنوات شرعية وأوعية تمويلية جديدة لاستثمار الأموال وتصدر في شكل شهادة اسمية قابلة للتداول في بورصات الأوراق المالية وتجعل لصاحبها حقوقاً متساوية في مواجهة الشركة.^(١)

[٢] وفقاً للمادة (٤ مكرر) من القانون رقم (١٧) لسنة ٢٠١٨: "بأنها أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد عن ثلاثين عاماً، تمثل كل منها حصة متساوية في ملكية أصول أو منافع أو موجودات أو مشروع معين، أو التدفقات النقدية له، وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال".^(٢)

[٣] وفقاً للمادة الأولى من قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١: "أوراق مالية حكومية اسمية متساوية القيمة وقابلة للتداول تصدر لمدة محددة، لا تتجاوز ثلاثين عاماً، وتمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الاصدار".^(٣)

(١) الجريدة الرسمية: قانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ بشأن الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال (قانون صكوك التمويل ذات العائد المتغير)، صادر بتاريخ ١٩٨٨/٦/٩، العدد ٢٣، ص ١٢.

(٢) الجريدة الرسمية: المادة ١٤ مكرر من القانون رقم (١٧) لسنة ٢٠١٨ الصادر بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، العدد ١٠ مكرر (هـ) في ٢٠١٨/٣/١٤، ص ٢١.

(٣) الجريدة الرسمية: قانون الصكوك السيادية رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ العدد ٣٢ مكرر(أ)، في ٢٠٢١/٨/١٥، ص ٦.

٤] عرفتھا هيئة الأوراق المالية الماليزية securities commission Malaysia : "الصك هو مستند أو شهادة يمثل قيمة في الأصل" ثم وقفت بعد ذلك على تعريف حديث سنة ٢٠١٤ بأن الصكوك: "شهادات متساوية القيمة تثبت ملكية غير مجزأة أو تمثل استثمار في أصول على مبادئ الشريعة".^(١)

٥] عرفھا المشرع الفرنسي في التوجيه الضريبي واطلق عليها مصطلح (صكوك الاستثمار) بأنها: "أوراق مالية قابلة للتداول ويرتبط عائدها أو رأس مالها الأصلي بأداء أصل يمتلكه المصدر بصفة مباشرة أو غير مباشرة، ويأتي الأصل في شكل خدمات أو سلع أو حقوق أو انتفاع لتلك السلع والحقوق"، وقد استقر الفقه الفرنسي بالاعتبار النقدي في نطاق الصكوك بحسبانها أوراق مالية.^(٢)

وارتأي: أن المفهوم الوضعي للصكوك على النحو التالي: الصكوك هي أوراق مالية كالأسهم، وتجارية كالشيكات ، وهي اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة، تمثل حقوق ملكية في أصول أعيان أو منافع أو ديون أو نقود أو خدمات أو حقوق مالية، وتصدرها الشركات والبنوك والمؤسسات والحكومات، ويحصل حملة الصكوك على نسبة من الأرباح وليس فائدة ثابتة ، وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات.

المطلب الثاني

المفهوم الشرعي للصكوك

أولاً: تعريف الصك لغة واصطلاحاً:

قد تبنت المجامع الفقهية توضيح مفهوم الصكوك وتم وضع تعريف شرعي لها يتفق مع خصائصها المتفردة، فكان مجمع الفقه الإسلامي أول من وضع تعريف للصكوك ثم قامت هيئة المحاسبة والمراجعة بتعريف الصكوك في معاييرها الشرعية وقد تباين آراء الفقهاء المعاصرين في تحديد طبيعتها الشرعية.

(١) الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، www.sc.com/ask-aliss/sukuk.

2) Alain: Le ontral cadre Paris 1995, p57.

- لغة:

مادة (ص. ك.ك) أصل صحيح تدور معانيه على أمرين:
الأول: بمعنى الضرب، وفي ذلك يقول ابن فارس في معجم مقاييس اللغة: الصاد، والكاف أصل يدل على تلاقي شيئين بقوة وشدة، كقول صككت الشيء صكاً وصك الباب: أغلقه بعنف وشدة.^(١) ومنه قوله تعالى: ﴿فصكت وجهها﴾.^(٢)
الثاني: بمعنى الكتاب، ما يكتب فيه الإقرار بالحقوق المالية.
وقد عرفه أبو بكر الرازي "الصك الذي يكتب للعهد مُعرب أصله (جك) ويجمع صكاً وصكوكاً، وكانت الأرزاق تسمى صكوكاً، لأنها كانت تخرج مكتوبة".^(٣)

٢- اصطلاحاً:

الصك هو الكتاب، والجمع صكوك، وكان الأمر يكتب للناس بأرزاقهم وأعطياتهم كتاباً، فيبيعون ما فيها قبل قبضها تعجلاً.

وقيل الصك: ما يكتب فيه مالاً مؤجلاً أو نحوه.^(٤)

وجاء تعريف مجمع الفقه الإسلامي للصكوك بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال بإصدار صكوك ملكية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة باسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً متساوية في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".^(٥)

وأما تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة والمؤسسات المالية الإسلامية بانها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً متساوية في ملكية أعيان ومنافع أو خدمات أو في موجودات

(١) أحمد بن فارس بن زكريا أبو الحسين، تحقيق عبدالسلام هارون: معجم مقاييس اللغة، دار الجيل، بيروت، المجلد ٣، ٢٠٠٨، ص ٢٧٦

(٢) سورة الذاريات: الآية ٢٩.

(٣) محمد بن أبي بكر بن عبدالقادر الرازي: مختار الصحاح، مكتبة لبنان، ١٩٨٦، ص ٣١٧.

(٤) عماد الدين أبي الفداء إسماعيل ابن عمر ابن كثير، تحقيق صفى الرحمن المباركفوري: المصباح المنير في تهذيب ابن كثير، دار الكتب العلمية، ٢٠٠٨، ص ٣٧٤.

(٥) قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة، مطبوعات مجمع الفقه الإسلامي، منذ ١٩٨٨ وحتى ٢٠١٩، ص ٢٥٩.

مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".^(١)

ثانياً: وردة عدة تعريفات للصكوك وفقاً لأراء الفقهاء:

ذهب بعض الفقهاء المعاصرين في تحديد طبيعة الصكوك بأنها: "سندات تمثل حصصاً شائعة متساوية في ملكية مال، تصدرها الجهة المانحة لهذا المال لاستيفاء ثمنه من حصيلتها، أو تصدرها الجهة الراغبة في استثمار حصيلة الصكوك بصيغ الاستثمار الشرعية، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عنها، ويكون إصدارها لآجال محددة متفاوتة حسب طبيعة العقود التي تصدر على أساسها، وتكون قابلة للتداول أو التحول إلى نقود عند الحاجة".^(٢)

ذهب البعض الآخر: "الصكوك تمثل حصصاً متساوية في المشروع التي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته ويترتب على ذلك جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك، من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة".^(٣)

وارتأي: الموازنة بين المفهوم الوضعي والفقهي للصكوك على النحو التالي:

الصكوك هي: "أوراق مالية متفردة بخصائص تتوافق مع طبيعة إصدارها وتمثل حصصاً متساوية في ملكية أصول وموجودات معينة أو منافع أو خدمات أو حقوق وتستخدم كأداة تمويل لمشروعات استثمارية وتستفيد منها المؤسسات المالية والحكومات والهيئات والأشخاص الاعتبارية وتصدر وفقاً لعقود شرعية بفئات متساوية لمدة محددة وقابلة للتداول والاسترداد، وخاضعة للضوابط الشرعية والمعايير القانونية".

(١) المعايير الشرعية، مطبوعات هيئة المحاسبة، معيار رقم ١٧، مرجع سابق، ص ٢٨٨.

(٢) د. علي أحمد السالوسي: سندات المقارضة (المضاربة) والاستثمار، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد ٤٤٤، ١٩٩١، ص ١٩.

(٣) د. سامي حسن حمود: صيغ التمويل الإسلامي، مجلة مركز صالح عبد الله كامل، أبحاث الندوة العملية للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد ٩، ١٩٨٨، ص ١٠٧.

المبحث الثاني

السمات المالية المميزة للصكوك

تمهيد وتقسيم:

أن الصكوك تشبه الأوراق التجارية في كونها تمثل مبالغ نقدية قابلة للتداول بالطرق التجارية وتشبه الأوراق المالية لأنها تمثل حقاً للمساهمين أو المقترضين، وتصدرها الشركات أو المؤسسات أو المصارف أو الدول، وهي حصص اسمية متساوية القيمة في رأس مال الشركة كالأسهم والسندات لكنها تتميز بسمات متفردة كأداة متطورة للهندسة المالية الإسلامية، وأن الصك يخضع للضوابط الشرعية.

- يختلف السهم مع الصك في أنه يمثل حصة في شركة معينة، بينما يمثل الصك أداة تمويلية خارج الميزانية، ويصبح مالك الصك ممول للشركة المصدرة ويتفقان بأن لكل منهما قيمة اسمية يصدر بها وقابلان للتداول.

- تتشابه السندات مع الصكوك بأن كل منهم أوراق مالية قابلة للتداول وأدوات تمويلية تستخدم لتمويل الجهات المختلفة بالسيولة النقدية، وجاء مصطلح السندات مرادف للصكوك في المصطلح الإنجليزي **securitization** بينما هذا المصطلح يعني عملية تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، ونتج عن ذلك حدوث خلط بين اصطلاح السندات والصكوك لدى الكثير من الاقتصاديين، وتتشابه بأن الأموال المتحصلة منها تعود إلى أصحابها في نهاية الإصدار، سواء كانت بالقيمة الاسمية أو السوقية.

- تختلف السندات عن الصكوك في أنها تمثل قرضاً طويلاً الأجل في ذمة الجهة المصدرة وتخول لصاحبها الحق في الحصول على فائدة محددة أما الصك فهو حصة في موجودات المشروع ويحق لصاحبه تحمل الربح أو الخسارة.⁽¹⁾

فما هو تمييز الصكوك عما يشابهها من أوراق مالية وتجارية؟

وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث بشيء من التفصيل خلال مطلبين:

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

المطلب الأول: تمييز الصكوك عن الأوراق المالية.
المطلب الثاني: تمييز الصكوك عن الأوراق التجارية.

المطلب الأول

تمييز الصكوك عن الأوراق المالية

أولاً: أوجه التشابه والاختلاف بين الصك والسهم:

- ١- كل من الصك والسهم يمثل وثيقة لإثبات ملكية حصة شائعة في موجودات الشركة.
- ٢- يتحمل كل من حملة الصكوك والأسهم بقدر حصتهم فقط عند مزاولة النشاط.
- ٣- كل من الصك والسهم متساوي القيمة، ويمثلان وثيقة بالحق وقابلان للتداول وصاحبهما يتحمل المكسب والخسارة، فليس لهما فائدة أو ربح مضمون.^(١)
- ٤- يتشابه الصك والسهم بأن كل منهما له قيمة اسمية يصدر بها ويتفقان أن كل منهما قابل للتداول.^(٢)
- ٥- ويختلف السهم مع الصك في أن مالك السهم شريك لحصة في رأس مال الشركة، بينما يصبح مالك الصك ممول للشركة المصدرة.^(٣)
- ٦- لصاحب السهم الحق في إدارة الشركة وله حق التصويت لتعيين مجلس الإدارة وعزله وله حق التصويت في الإقرار الحسابي الختامي وتوزيع الأرباح، بينما صاحب الصك ليس له حق في تعيين مجلس الإدارة ولا عزله، وإنما يقتصر حقه في الرقابة والاطلاع من خلال الشركة المصدرة والممثل القانوني لجماعة حملة الصكوك.^(٤)
- ٧- الصك ورقة مالية محددة المدة ولها تاريخ استحقاق بينما السهم غير محدد المدة.

(١) د. يوسف كمال محمد: الصكوك المالية كبديل لقروض البنك الدولي، دار البشائر للطباعة، ٢٠١٢، ص ٦٧.

(٢) د. رضا محمد عبيد: الشركات التجارية في القانون المصري، مرجع سابق، ص ٤٢١.

(٣) د. أبو زيد رضوان: شركات المساهمة، دار الفكر العربي، ط١، ١٩٨٣، ص ١٠٨.

(٤) د. نادية محمد معوض: الشركات التجارية، دار النهضة العربية، ٢٠٠١، ص ٢٩١.

٨- يحق للجهة المصدرة للصكوك إعادة الشراء للصك بالقيمة السوقية أو بالسعر المتفق عليه ويطلق عليه إنهاء الصكوك.

٩- يحق للشركة مصدرة الأسهم تغيير نشاط المشروع بينما الصك يصدر لتمويل مشروع محدد.

١٠- حملة الأسهم خاضعين لأحكام قانون شركات الأموال ويحق لكل شريك إدارة الشركة، أما حملة الصكوك خاضعين لنشرة الإصدار بشروط عقدية. (١)

ثانياً: أوجه التشابه والاختلاف بين الصك والسند:

(١) يعد السند ورقة مالية تمثل قرض، أما الصك يمثل حصة ملكية شائعة في موجودات أو مشروع استثماري.

(٢) ناتج الصك ناشيء عن استثمار حصيلة الصكوك فيما أعدت له وهي غير مضمونة على مصدرها، ويشترك مالك الصك في الربح كما يتحمل نصيبه من الخسارة، أما عائد السند ثابت في ذمة مصدره وهو محدد. (٢)

(٣) الصك يمثل حق عيني في أصول الشركة أو المشروع، أما السند يمثل ديناً في ذمة الشركة ولا يتعلق بأي أصول عينية.

(٤) الصك يتأثر بنتيجة أعمال المشروع سواء مكسباً أو خسارة، أما السند فلا يتأثر.

(٥) الصك حق على المشاع يكون بعضها أصول وبعضها ديوناً ونقوداً، أما السند فهو حق على المشاع في دين نقدي.

(٦) يعد الصك وثيقة ملكية لاستثمار مدر لربح، أما السند دين في ذمة المصدر.

(٧) يصبح لحامل الصك عند التصفية ما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أما السند فلصاحبه الأولوية في الحصول على قيمته وفوائده المتفق عليها عند التصفية

(٨) الصك تبادل أصل بنقد، أما السند تبادل ورقة بنقود، الصك الناتج منه ربح من إيرادات الأصول، أما السند الناتج منه هو عائد ثابت، الصك ملكية في حصص تابعة لموجودات الأصول، أما السند حق المصدر على الدائن، الصك تستعمل حصيلته في

(١) د. عادل عبد الفضيل عيد: الصكوك الاستثمارية، دار التعليم الجامعي، ط١، ٢٠١٥، ص ٤٩.

(٢) د. سامي يوسف كمال: الصكوك المالية كبديل لقروض البنك الدولي، مرجع سابق، ص ٨٨.

المشروعات التي توافق الشريعة، أما السند فيستعمل رأس المال في الأمور المشروعة وغير المشروعة.

(٩) تتشابه الصكوك مع السندات في أن الأموال المتحصلة منها تعود إلى أصحابها في نهاية الإصدار، سواء كانت بالقيمة الاسمية أو السوقية.^(١)

المطلب الثاني

تمييز الصكوك عن الأوراق التجارية

وعلى الرغم من تشابه الصكوك مع الأوراق التجارية إلا أن بينهم فروقاً عديدة ويمكن تلخيص أهم هذه الفروق فيما يلي:

١- تمثل الأوراق التجارية عادة ديوناً تستحق الدفع بعد أجل قصير من إنشائها، ولا يتعدى هذا الأجل سنتين، بينما تمثل الصكوك استثمارات طويلة الأجل، تصدر لمدة تعادل مدة المشروع محل التصكيك.

٢- لا يترتب على الديون التي تمثلها الأوراق التجارية أرباح حتى تاريخ استحقاقها، بينما الأوراق المالية كالصكوك والاسهم تخول لأصحابها جزء من أرباح الشركة.^(٢)

٣- تتميز الأوراق التجارية بأن تاريخ استحقاقها محدد، بينما يتعذر تحديد الأجل الذي تستحق فيه الصكوك، وصاحب السهم له حق البقاء في الشركة مادامت الشركة قائمة دون تصفية، بينما الصك له مدة انتهاء كما ورد بنشرة الإصدار.

٤- تصدر الأوراق التجارية بشكل فردي وفقاً لعمليات قانونية معينة، ويختلف حجمها باختلاف المعاملات التي تصدر من أجلها، بينما تصدر الصكوك متساوية القيمة.

٥- يبقى المبلغ النقدي الذي تمثله الأوراق التجارية ثابتاً حتى تاريخ استحقاقها، بينما قيمة الصكوك غير ثابتة وتتغير باستمرار تبعاً لتقلبات الأسعار في الأسواق المالية.^(٣)

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

٢) د. مصطفى كمال طه: الأوراق التجارية والأفلاس، دار الجامعة الجديدة، ط١، ١٩٩٧، ص١١.

٣) د. علي حسن يونس: الأوراق التجارية، دار الفكر العربي، ط١، القاهرة، ١٩٧٨، ص٥٤.

- ٦- تتمتع الأوراق التجارية بحرية إصدارها فكل شخص كامل الأهلية يستطيع تحرير ما يشاء منها، بينما ينحصر حق إصدار الصكوك للمؤسسات، الشخصيات الاعتبارية.
- ٧- يضمن محرر الورقة التجارية وكل من وقع عليها وفاء دين ثابت بها، بينما لا يضمن بائع الصك يسار الجهة التي أصدرتها فقد تفلس الشركة مثلاً قبل استيفاء المشتري الحقوق الثابتة بها.
- ٨- تقبل الأوراق التجارية الخصم لدى المصارف لكونها مستحقة الوفاء في آجال قصيرة، بينما يتعذر خصم الصكوك لكونها تمثل حصص متساوية في أصول طويلة الأجل، وقيمتها عرضة لتقلبات الأسعار، وإذا احتاج حاملها إلى تحويلها إلى نقود فليس له سوى بيعها في سوق الأوراق المالية.^(١)

وارتأي:

أن الصكوك أوراق ذات طبيعة خاصة فهي تشبه الأوراق التجارية لأنها تمثل نقوداً ولقابليتها للتداول وتشبه الأوراق المالية لكونها تصدر بقيمة اسمية متساوية لكنها تختلف في جوهرها المتوافق مع أحكام وضوابط الشريعة وهيكلها وآليات إصدارها وتداولها وتنفرد بسمات لا تشبه غيرها من الأوراق.

(١) د. محمد عثمان شبير: المعاملات المالية المعاصرة، دار النفائس، ط ١، ٢٠٠١، ص ٣٠٢.

المبحث الثاني

خصائص وأنواع الصكوك

تمهيد وتقسيم:

الصكوك المالية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، ومن حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا يتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل. تقوم على المشاركة في الغنم والغرم، وتستخدم حصيلتها في مشروع استثماري. و تتنوع الصكوك وفقا لعقد الإصدار إلى عدة أنواع مضاربة وإجارة ومرابحة ومشاركة واستصناع وسلم ووكالة بالاستثمار، وهناك أنواع وفقا للجهة المصدرة كالصكوك السيادية والبنكية والوقفية، وأنواعها الشرعية المتوافقة مع أحكام وضوابط الشريعة.

فما هي خصائص وأنواع الصكوك؟

وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث بشيء من التفصيل من خلال مطلبين:

المطلب الأول: خصائص الصكوك.

المطلب الثاني: أنواع الصكوك.

المطلب الأول

خصائص الصكوك

- ١- الصك ورقة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية بالطرق التجارية.
- ٢- الصك سند لإثبات الحق، يصدر باسم مالكه أو لحامله بفئات متساوية.
- ٣- الصك يمثل حصة على المشاع في ملكية أصول مالية كأعيان أو منافع ولا يمثل دين بفائدة في ذمة المصدر.
- ٤- الصك له قيمة اسمية محددة متساوية.

٥- صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك.

٦- تتكون حصيلة الصكوك من حصص متساوية القيمة يمتلك حامل الصك حصة شائعة في موجودات نشاط أو مشروع بنسبة حصته من صكوك.^(١)

٧- الموجودات عبارة عن أعيان ثابتة أو متداولة أو حقوق معنوية أو نحو ذلك وفقاً لحق الانتفاع في الأعيان الثابتة أو حق الرقبة في الأعيان المتداولة.

٨- يتم تداول الصكوك بأي طريقة من طرق التداول الجائزة شرعاً وقانوناً، فيصبح مالك الصك له حق نقل الملكية أو الرهن أو الهبة أو بأي نوع من أنواع التصرفات المالية من خلال شركات الوساطة أو البورصة أو أي جهة يجيزها القانون.^(٢)

٩- الصك أداة من أدوات التمويل لتوفير السيولة اللازمة للمؤسسات والحكومات التي تحتاج إلى مصادر تمويل طويل الأجل وتستخدم في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بديل عن أدوات التمويل الأخرى كسندات الخزينة والدين العام.

المطلب الثاني

أنواع الصكوك

أولاً- أنواع الصكوك وفقاً لعقد الإصدار:

نصت المادة ٤ مكرر من القانون رقم (١٧) لسنة ٢٠١٨ على أنواع الصكوك، وذلك على سبيل المثال وليس الحصر^(٣)، فهي تتنوع بتنوع الموجودات التي تمثلها:

(١) د. يوسف حسن يوسف: الصكوك المالية وأنواعها - الأوراق المالية والتجارية - دار التعليم الجامعي، ط١، الإسكندرية، ٢٠١٤، ص ٤٢ .

(٢) د. زياد جلال الدماغ: الصكوك ودورها في دعم الموازنة العامة، مجلة الإقتصاد، العدد ١، ص ١٣.

(٣) الجريدة الرسمية، قانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، المادة ١٤ مكرر ١، العدد ١٠ مكرر هـ في ٢٠١٨/٣/١٤، ص ١٢.

١- صكوك المضاربة:

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

٢- صكوك المرابحة:

تصدر على أساس عقد المرابحة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء بضاعة المرابحة لبيعها للواعد بالشراء بعد تملكها وقبضها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها، وقبل بيعها وتسليمها لمشتريها، وفي ثمنها بعد بيعها للواعد بشرائها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شرائها بضاعة مرابحة و ثمن بيعها للواعد بالشراء.^(٢)

٣- صكوك المشاركة:

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

٤- صكوك إجارة الموجودات أو الخدمات:

تصدر على أساس عقد إجارة الموجودات أو الخدمات بقصد إعادة تملكها، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل شراء الموجودات أو الخدمات لإعادة تأجيرها بقصد تملكها لهم بعد سداد ثمنها.

(١) د. حسن الأمين: المضاربة وتطبيقاتها الحديثة، مجلة البحوث المصرفية، العدد رقم (١١)، ط٢، ٢٠١٣، ص١٩.

(٢) د. نوال عمارة: الصكوك ودورها في تطوير السوق المالية، مجلة الباحث، البحرين، العدد ٩، ٢٠١١، ص٢٥٦.

ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية الموجودات أو الخدمات، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين شراء الموجودات أو الخدمات وثمان بيعها.

٥- صكوك قابلة للتحويل إلى أسهم:

تصدر بموافقة الجمعية العامة غير العادية لشركة التصكيك بإصدار صكوك قابلة للتحويل إلى أسهم بقيمة متساوية وقابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، وأن تعطي حقوقاً متساوية لمالكيها. (١)

٦- صكوك متوافقة مع الشريعة الإسلامية أو مشروعة:

تصدر متوافقة مع الشريعة الإسلامية على أن يكون المشروع محل التصكيك مجازاً من لجنة الرقابة الشرعية بما يفيد توافقها مع الشريعة الإسلامية، وأن تكون جميع التعاقدات الخاصة بإصدار الصكوك ونشرات الطرح المرتبطة به، وأن يكون طلب قيد تداول إصدارها بإحدى البورصات مجازاً من لجنة الرقابة الشرعية. (٢)

٧- صكوك الاستصناع: (وفقاً للمادة ١٣ مكرر):

تصدر على أساس عقد الاستصناع وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل تصنيع أصل مبيع استصناعاً لتسليمها إلى مشتريها.

ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية العين المصنعة وفي ثمنها بعد تسليمها لمشتريها وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين تكلفة تصنيع العين وثمان بيعها. (٣)

٨- صكوك الوكالة بالاستثمار:

تصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال الوكالة بالاستثمار إلى الوكيل بالاستثمار بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات الوكالة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية

(١) د. محمد علي: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، مجلة بنك البركة، العدد ٥١٢، ٢٠١٦، ص ١٤.

(٢) د. أحمد شعبان محمد علي: الصكوك ودورها في تحقيق التنمية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، ط١، الإسكندرية، ٢٠١٤، ص ٤١.

(٣) الجريدة الرسمية: القرار الوزاري رقم ١٧٦٠ لسنة ٢٠٢٠ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، المادة الثالثة بإضافة المادة ١٣ مكرر إلى اللائحة التنفيذية، العدد ٣٦ مكرر ك الصادر في ٢٠٢٠/٩/٧، ص ١٤.

الأخرى وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو صكوك الوكالة عائد استثمار الموجودات، ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجراً معلوماً مضموناً على مالكي الصكوك، ويجوز أن يستحق مع الأجر حافزاً عبارة عن كل أو بعض ما زاد عن العائد عن حد معين.^(١)

٩- صكوك السلم:

تصدر على أساس عقد السلم ويتم إصدارها لتحويل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

والسلم هو أن يتم تسليم رأس المال من قبل المشتري للبائع حين انعقاد العقد أو خلال ثلاث أيام عمل تبدأ من تاريخ انعقاده وقبل تسليم السلعة، على أن يتفقا على تسليمها في وقت محدد (بيع آجل بعاجل) ويتفقا على تحديد وصفها، ونوعها، وقدرها، ومكان تسليمها.^(٢)

١٠- صكوك المزارعة:

تصدر على أساس عقد المزارعة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل زراعة الأرض، يقدمها مالكيها بناء على هذا العقد، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة، وفي الزرع بعد ظهوره، وفي ثمنه بعد بيعه.

يستحق مالكو الصكوك بصفتهم المزارعين بأموالهم حصة معلومة من الزرع، ويستحق مالك الأرض الباقي.

١١- صكوك المساقاة:

تصدر على أساس عقد مساقاة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل رعاية أشجار قابلة للثمار، ويعدّها بالسقي والتهديب والتسميد ومعالجة الآفات حتى تثمر، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المساقاة وفي الثمر بعد ظهوره غير الأرض والشجر،

(١) د. نادية أمين محمد علي: صكوك الاستثمار وخصائصها وأنواعها، بحث مقدم لمؤتمر المؤسسات المالية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، ٢٠٠٥، ص ٩٨٧.

(٢) د. محمد عبدالعزيز: صكوك السلم دراسة مقارنة، مجلة الدراسات الاقتصادية، ع ٣، ٢٠١٣، ص ١٥.

ويستحق مالكو الصكوك حصة معلومة من الثمر، ومن ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالك الشجر الباقي.^(١)

١٢- الصكوك الخضراء: (وفقاً للمادة ٣٥ مكرر):

تصدر صكوك تمويل خضراء لمدة لا تتجاوز سنتين وفقاً للقواعد والإجراءات التي يضعها مجلس إدارة الهيئة في شأن طرحها في اكتتاب عام أو خاص، تخصص حصيلتها لتمويل وإعادة تمويل المشروعات الخضراء الصديقة للبيئة، ومن بينها مشروعات الطاقة المتجددة واستخدام الطاقة بكفاءة والمباني الخضراء.^(٢)

ثانياً- أنواع الصكوك وفقاً للجهة المصدرة:

١] الصكوك السيادية: (قانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ وفقاً للمادة الأولى):

تصدرها الحكومات باسم الصكوك السيادية، وهي أوراق مالية حكومية اسمية متساوية القيمة وقابلة للتداول لمدة محددة، لا تتجاوز ثلاثين عاماً، وتمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار، قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو الرهن أو الوصية بالقيمة السوقية التي تحدد حسب مستويات العرض والطلب بالسوق.

وعائد الصك عبارة عن المدفوعات الدورية التي تؤدي لمالكي الصكوك السيادية كالإيجار أو هامش الربح على نحو ما يرد بنشرة الإصدار.^(٣)

٢] صكوك البنوك:

تصدرها البنوك لتمويل مشروعات استثمارية أو تصدرها لإدارة مشاريع لصالح الغير مثل صكوك الإجارة الحكومية وتشمل الصكوك التي تصدرها البنوك كصكوك المضاربة، صكوك المشاركة (الدائمة)، الثابتة، المتناقصة، صكوك الإجارة، السلم، الاستصناع، المرابحة، الوقفية.^(٤)

(١) د. عبدالفتاح محمد فرج: الصكوك وتمويل التنمية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٧، ص ١٤.
2) Energy and finance sustainability in Energy industry- Andre Dorsman ,mehmet baha karan editors,,2017,p151.
٣) الجريدة الرسمية، الصكوك السيادية، القانون رقم ١٣٨ لسنة ٢٠٢١ الصادر في ٢٠٢١/٨/١٥ ، العدد ٣٢ مكرر أ.
4) International Islamic Financial market IIFM, Sukuk report acompte hensive study of interantion,2014, p15.

٣] صكوك صناديق الاستثمار:

تصدرها صناديق الاستثمار وهي وثائق تعطي لحاملها الحق في المشاركة في نتائج استثمارات صناديق الاستثمار في الأوراق المالية حسب ما يمتلكه وفقاً للشروط المثبتة في نشرة إصدار هذه الصناديق.

٤] الصكوك الوقفية:

تصدرها المؤسسات الوقفية وهي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد الوقف، وتمثل المال الموقوف، وقابلة للتداول، ويشمل الوقف جميع الأموال الموقوفة كالأصول الثابتة كالعقارات أو المنقولة كالطائرات والسيارات.^(١)

ويرى الباحث: أن الصكوك لها أنواع لا حصر لها، وإنما ما ذكر وارد على سبيل المثال وفقاً لعقود إصدارها، بينما هناك أنواع أخرى غير محددة تركها المشرع حتى يمكن أطراف العملية من إصدار صكوك متوافقة مع الشريعة وفقاً للضوابط والمعايير والضمانات التي لا تعرض أموال مالكي الصكوك للمخاطر، وأن الصك يصدر وفقاً لدراسات الجدوى المطلوبة، وبعد اتخاذ كافة المقننات المطلوبة لإنجاح العملية، وبدء استحداث أنواع جديدة كالصكوك الخضراء وصكوك شهادات الاستثمار والصكوك الوقفية وغيرها.

ويقترح الباحث: بإصدار صكوك رقمية عن طريق المنظومة المعلوماتية كتحويل المؤسسات والجهات إلى الرقمنة ولتخفيف تكاليف وأعباء إصدار الصكوك وكثرة أطراف العملية والعقود المبرمة بين أطرافها، ولإيجاد عنصر الشفافية والحيادية وانتفاء المصالح، ولتفعيل التصنيف الائتماني لأطراف العملية والرقابة الشرعية والجهات الرقابية والتنظيمية الأخرى، وبعيداً عن تلاعب شركات السمسرة وسهولة متابعة مالكي الصكوك لتنفيذ المشروع والاطلاع على الخطوات المتبعة سواء من الجهة المستفيدة أو المدير التنفيذي للمشروع.

(١) د. حسين يونس: هندسة الصكوك الوقفية، مجلة الرؤية للأوقاف، العدد ٢، ٢٠١٧، ص ١٥ .

الفصل الثاني

كيفية الاستفادة من الصكوك ودورها في التنمية والاستثمار

تمهيد وتقسيم:

ينبغي وضع قوانين خاصة بالصكوك لتنظيم الاكتتاب والإصدار والتداول والإجراءات منذ بداية الطرح وحتى نهاية مدته وعقود الإصدار وكيفية قيدها بالأسواق المالية وتداولها وقيمتها وتوزيع عوائدها وانخفاض المخاطر وذلك كله وفقاً لضوابط ومعايير الشريعة ورقابة الهيئات الشرعية، وحتى لا يحدث خلط بين الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة والسندات التقليدية، ويعمل القانون على حماية مصالح حملة الصكوك الممولين وتقديم حوافز للاستثمار من إعفاءات ضريبية وجمارك ورسوم.^(١)

لا بد أن يكون هناك ارتباط وثيق بين الإطار القانوني والتنظيمي للمؤسسات مع وجود نظام لحوكمة شرعية للخدمات المالية المصرفية وذلك يمثل مجموعة من الترتيبات المؤسسية والتنظيمية والتي تؤكد من خلالها سلامة كافة المعاملات وتوافقها الكامل مع أحكام الشريعة.

وبجانب وجود قواعد تنظيمية وقوانين لإصدار الصكوك سواء لهيئة الأوراق المالية أو البنوك المركزية والمؤسسات المالية التابعة لهما وشركات الأوراق، فلا بد من وجود قانون خاص موحد ملزم لجميع الجهات والمؤسسات التي تباشر الإصدار منذ الطرح الأول وحتى نهاية الإصدار، على أن يشمل القانون الخاص كل جوانب العملية من متطلبات إصدار الصكوك والأحكام والمفاهيم والمبادئ المتوافقة مع أحكام الشريعة وإجراءات الموافقة على الإصدار والتداول والإجراءات التي يجب تنفيذها أثناء نشرة الإصدار ومتطلبات الإدراج في السوق، ويتضمن تشريع يتعلق بسوق الصكوك من حيث القواعد والمتطلبات التي تتعلق بعملية طرح وإدراج الصكوك حتى يتم المزج بين قانون هيئة سوق

(١) د. أحمد شعبان محمد علي: الصكوك ودورها في تحقيق التنمية، مرجع سابق، ص ١٠٥.

المال وقانون الشركات والبورصة، وتوافق وتطابق القواعد مع أحكام ومعايير الشريعة.^(١)

فما هي أهمية الصكوك؟ وما هو دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة والتنمية الاقتصادية والاستثمار؟ وما هي تجربة مصر في إصدار الصكوك؟ هذا ما سنتناوله بشيء من التفصيل من خلال ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: أهمية الصكوك.

المبحث الثاني: دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة والتنمية الاقتصادية والاستثمار.

المبحث الثالث: تجربة مصر في إصدار الصكوك.

المبحث الأول

أهمية الصكوك

يثرى بالصكوك الأسواق المالية لأنها الطرف المكمل للأسهم والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة.

تتميز الصكوك بالمرونة وكثرة أنواعها ولا تقيد الجهة المصدرة بأنشطة أو مشاريع محددة، مما جعل المستثمرين يفضلون استخدامها كأداة ملائمة لكافة الأنشطة والمشاريع، تتعدد الصكوك وتتنوع باختلاف العقد الذي تصدر على أساسه، ويمكن تصنيف الصكوك حسب الحاجة أو المشكلة التي تطرأ على الاقتصاد.^(٢)

فما هي الأهمية القانونية والشرعية للصكوك؟

هذا ما سنتناوله بشيء من التفصيل من خلال مطلبين كالتالي:

المطلب الأول: أهمية الصكوك في القانون.

المطلب الثاني: أهمية الصكوك في الشريعة.

(١) د. محمد أحمد الزرقا: أحكام صكوك الاستثمار في شركات توظيف الأموال طبقاً للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ٢١٠.

(٢) د. نادية أمين محمد علي: صكوك الاستثمار خصائصها وأنواعها، مجلة المؤسسات المالية، العدد ١٢١، ٢٠٠٥، ص ١١٣.

المطلب الأول

أهمية الصكوك في القانون

- ١) تستخدم الصكوك كأداة من أدوات جذب المدخرات وتحصيل الأموال لتمويل الحكومات والشركات والأفراد.
- ٢) تقوم الصكوك بتوفير كل ما يلزم لإنشاء المشروعات الخاصة والعامة، وتعمل على تكامل الأنشطة المصرفية ويتم تداولها بالأسواق المالية واندماجها مع السوق العالمي.
- ٣) تسد عجز الميزانية وتساعد الدولة بإنشاء مرافق جديدة، وتساعد على تنمية مشاريع البنية التحتية دون تحمل الدولة أي أعباء مالية، وعدم اللجوء إلى الاقتراض وتخفيض الدين العام وتوفير العملة الأجنبية للحكومة.
- ٤) توفير السيولة المطلوبة من خلال عملية التصكيك لتحويل الأصول إلى صكوك وطرحها في الأسواق لتجميع متحصلات الاكتتاب فيها لتمويل المشروعات طويلة الأجل.
- ٥) وسيلة لعمل سوق مالية موحدة عن طريق تداولها ببورصات الأوراق المالية.
- ٦) تغطي الصكوك الأعباء المالية للشركة من ديون أو مصروفات حينما تقوم الشركة بتصكيك بعض موجوداتها وطرحها لحملة الصكوك ثم تستأجر الشركة تلك الموجودات من حملة الصكوك للاستمرار في نشاطها وتسديد ديونها.
- ٧) تسهم الصكوك في تطوير المؤسسات المصرفية بتمويل الأنشطة الاستثمارية والتجارية من خلال وعاء ادخاري مصرفي. (١)

١) د. أحمد شعبان محمد علي: "التجديد والابتكار المالي" مدخل لتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال الصكوك، مرجع سابق، ص ٥٥.

- ٨) إصدار عدة تشريعات منظمة للصكوك وهو ما اتجهت إليه القوانين المصرية بتعديل قانون سوق المال ولائحته التنفيذية وإصدار قانون خاص بالصكوك.^(١)
- ٩) أداة هامة لتتويج الاستثمارات وتقليل المخاطر وانقسامها بين حملة الصكوك والجهة المصدرة كون الصكوك مدعومة بالأصول.
- ١٠) تحسين القدرة الائتمانية للجهة المصدرة للصكوك بتوفير السيولة اللازمة لسداد التزاماتها قصيرة الأجل.^(٢)

المطلب الثاني

أهمية الصكوك في الشريعة

- ١) تجميع حصيلة الصكوك لتمويل مشروعات استثمارية عن طريق طرح الصكوك وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية في سوق المال لتصبح حصيلة الاكتتاب رأس مال المشروع.
- ٢) زيادة الاستثمار الإسلامي عن طريق إصدارات صكوك بكافة أنواعها وتقاسم المخاطر وتقليلها وتطبيقها بالمصارف الإسلامية.
- ٣) استعانة البنوك في الدول الإسلامية بالصكوك لتوفير السيولة النقدية واستغلال الفائض منها بمشاريع تنموية وخفض معدلات التضخم.
- ٤) الصكوك الإسلامية بديلة للقروض من المؤسسات المالية الدولية، وتعتبر وسيلة تمويل بديلة لأدوات الدين.^(٣)

١) دليل إصدار الصكوك، مطبوعات هيئة الرقابة المالية، الموقع الرسمي للهيئة، ٢٠١٩، ص ٤٠.
<https://Fra.gov.eg/lcoo-regulations>.

٢) د. سامي يوسف كمال: الصكوك المالية بديلاً عن قروض المؤسسات المالية، دار البشير، ٢٠١٢، ص ١٤١.

٣) د. محمد تقي العثماني: الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، أبحاث ١٩٥، الشارقة، العدد ٧٨، ٢٠٠٩، ص ١٥.

- ٥) تلجأ الشركات إلى الصكوك لزيادة رأس مالها دون الاقتراض بفائدة من البنوك. (١)
- ٦) توزيع المخاطر الائتمانية على جميع حاملي الصكوك وينتج عن ذلك تقليل وخفض مخاطر الائتمان.
- ٧) تزيد من الكفاءة الإنتاجية عن طريق تحويل الأصول إلى أموال يعاد توظيفها وتداولها مرة أخرى.
- ٨) تغطية جزء من عجز الموازنة الذي كان من المعتاد تغطيته بطباعة أوراق نقدية أو الاقتراض من الخارج. (٢)
- ٩) تغطي عدد كبير من الشركات التي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل، وتحقق عوائد مجزية للمستثمرين.
- ١٠) تنويع وزيادة موارد الدولة وذلك بالصرف على المشاريع التمويلية ومشاريع البنية التحتية. (٣)
- ١١) تداول الصكوك على مستوى عالمي يوضح مدى سعة وتكامل النظام الإسلامي.
- ١٢) تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام. (٤)

(١) د. فتح الرحمن علي محمد صالح: دور الصكوك في تمويل المشروعات، مجلة منتدى الصيرفة، بيروت، ٢٠٠٨، ص ٦١.

(٢) د. زياد جلال الرماغ: دور الصكوك في دعم قطاع الوقف الإسلامي، المؤتمر العالمي لقوانين الأوقاف وإدارتها، الجامعة الإسلامية العالمية، بماليزيا، ٢٠٠٩، ص ١٧.

(٣) د. نوال عمارة: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية، البحرين، مجلة الباحث، ٩٤، البحرين، ٢٠١١، ص ٢٥٤.

(٤) د. علاء الدين زعتري: الصكوك - تعريفها وأنواعها، بحث مقدم لورشة عمل شركة BDO، عمان، ٢٠١٠، ص ١٨.

المبحث الثاني

دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة والتنمية الاقتصادية والاستثمار
تمهيد وتقسيم:

الصكوك أداة تمويلية متفردة تمكن الحكومات والمؤسسات والشركات والأفراد من الحصول على التمويل والسيولة المطلوبة لاستثماراتهم والمشروعات التنموية بدون حاجة إلى الإقراض والتداين.

وتنوع الصكوك جعلها تفي بالأغراض المطلوبة من الدعم والتمويل وسد الاحتياجات، وقد أدت الضرورة الملحة لإيجاد حلول بديلة للاقتراض للحصول على السيولة عن طريق ورقة مالية قليلة المخاطر كالصك الذي لا يمثل عبئاً على الجهة المصدرة له، وإنما يشترك مالكو الصكوك في الغنم والغرم.

فما هو دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة؟ وما هو دور الصكوك في التنمية والاستثمار؟

وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث بشيء من التفصيل من خلال مطلبين كالتالي:

المطلب الأول: دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

المطلب الثاني: دور الصكوك في التنمية الاقتصادية والاستثمار.

المطلب الأول

دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة

أنواع الصكوك التي يمكن بها تمويل عجز الموازنة العامة للدولة ما يلي:

١- التمويل عن طريق صكوك المضاربة والمشاركة:

تستطيع الدولة من خلال هذا النوع من الصكوك في تمويل احتياجاتها، وأن تمول المشاريع المدرة للدخل وفقاً لصيغة المضاربة أو المشاركة، ويكون الربح الذي يتحصل عليه حملة الصكوك أو الخسارة التي يتحملونها بحسب النتيجة التي يحققها المشروع.

ويمكن للدولة استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك لتمويل مشاريع الطاقة والبنية التحتية، وتستطيع الدولة شراء حصص حملة الصكوك المضاربة أو المشاركة بالتدريج

وفق برنامج محدد، وعلى مدى فترة زمنية معينة، وهذا ما يعرف بالمشاركة المتناقصة.^(١)

٢- التمويل عن طريق صكوك الإجارة:

تستطيع الدولة تمويل المشاريع عن طريق حصيلة صكوك الإجارة، حيث تستغل هذه المشاريع لقاء أجر محدد تدفعه لهم، ويمكن للدولة تملك هذه الأصول في نهاية العقد باستخدام صيغة الإجارة المنتهية بالتملك، أي تشتري الصكوك من أصحابها. ويمكن استعمال صكوك الإجارة في تهيئة الموارد اللازمة لتمويل العديد من المشاريع والنفقات الحكومية، إذ يمكن تمويل الإنشاءات العقارية، من خلال أحد صكوك الأعيان المؤجرة، كما يمكن استعمال هذه الصكوك في تهيئة الموارد المالية اللازمة لتمويل شراء الآلات والمعدات والأجهزة والأثاث.

٣- التمويل عن طريق صكوك السلم:

تستخدم صكوك السلم على نطاق أوسع من غيرها من الصكوك في توفير احتياجات تمويلية معينة للحكومات، وذلك مثل الاحتياجات العاجلة للسيولة للإنفاق على التزامات عامة دورية في الأوقات التي لا تتوافر فيها السيولة اللازمة لدى الحكومات، فتقوم باستخدام صكوك السلم في توفير تلك السيولة مقابل الالتزام بتوفير سلع ومنتجات زراعية بكميات محددة وبمواصفات معينة في وقت محدد في المستقبل.

٤- التمويل عن طريق صكوك المرابحة:

تعتبر المرابحة أداة تمويل رئيسية واسعة الانتشار وتستخدمها المصارف وشركات التمويل والاستثمار، ويمكن أن تستخدم صيغة المرابحة لتمويل شراء المواد الخام والآلات والمعدات والسلع المعمرة، ويمكن تمويل المرابحات في شكل صكوك ذات استحقاقات متتالية بحيث تحقق هدف السيولة لدى مشتريها.

(١) د. أبوبكر توفيق فتاح: استثمار الصكوك وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية، دار النفائس، ط١، ٢٠١٤، ص ٩٥ .

٥- التمويل عن طريق صكوك الاستصناع:

يمثل عقد الاستصناع اتفاقاً بين طرفين، حيث تقوم الدولة بالتعاقد مع طرف آخر ليصنع منتجات محددة أو بناء مشاريع عمرانية، أو مد جسوراً وطرق، أو إنشاء محطات الطاقة الكهربائية أو تحلية المياه، بحيث يسدد المبلغ المحدد في العقد فور إنتاج السلع أو إنجاز المشروع، أو بتاريخ لاحق يتم الاتفاق عليه، وعادة ما يقوم الطرف الثاني بالتعاقد من جانبه مع المصانع أو شركات المقاولات المختصة بتنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة من قبل الدولة، وفي حالة الاتفاق على سداد قيمة المشروع في تاريخ لاحق أو على أقساط فإن قيمة العقد تكون أعلى بالنظر إلى تأجيل عملية السداد ويمكن طرح صكوك الاستصناع للاكتتاب العام وهي تمثل ديوناً على الدولة وتشبه صكوك المرابحة.^(١)

٦- التمويل عن طريق صكوك الوقف:

الصكوك الوقفية هي عبارة عن وثائق تمثل موجودات (الوقف) سواء أكانت هذه الموجودات أصولاً ثابتة كالعقارات والمباني وغيرها، أو أصولاً منقولة كالنقود والطائرات والسيارات، أو حقوق معنوية (كحقوق التأليف وبراءة الاختراع وغيرها).^(٢) والصكوك الوقفية هي إحدى أشكال الصكوك الإسلامية كأداة مالية إسلامية ذات كفاءة وفاعلية عالية لتمويل مختلف مجالات الوقف الإسلامي، ويمكن وصولها إلى أكبر عدد ممكن من الناس، وبالتالي تستخدم لتمويل قطاع الوقف الإسلامي، كما يمكن توجيه هذا التمويل إلى مجالات أوسع يستفيد منها كافة قطاعات وفئات المجتمع، نظراً لتنوع صيغ التمويل الإسلامية التي تقوم عليها الصكوك الوقفية.^(٣)

(١) د. سامر مظهر قنطججي: صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر، ٢٠١٥، سوريا، ص ١٢٣.

(٢) د. كمال توفيق خطاب: الصكوك الوقفية ودورها في التنمية، مجلة منتدي الصيرفة، العدد ٢٤، ٢٠١٠، ص ٨.

(٣) محمد إبراهيم نقاسي: الصكوك الوقفية ودورها في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم المالية، العدد ٩٨، ٢٠١٢، ص ١١.

وعليه نجد أن للصكوك الوقفية دوراً هاماً ينبغي استغلاله واستثماره من قبل الدولة لتحقيق التنمية المستدامة لمجتمعاتها، وذلك من خلال التوسع في الصكوك الوقفية، والارتقاء بأجهزة الوقف من الناحية الإدارية والاقتصادية ما يؤدي إلى استغلال وإدارة هذه الصكوك بأحدث طرق الاستثمار والإدارة لتمويل واستثمار الأموال الوقفية لقيام الوقف بدوره الجوهرى في تحقيق التنمية المستدامة.^(١)

المطلب الثاني

دور الصكوك في التنمية الاقتصادية والاستثمار

أولاً: دور الصكوك في التنمية الاقتصادية:

يتم الاعتماد على الصكوك كأداة تمويلية لتنمية الاقتصاد لأسباب الأتية:

- (١) زيادة الاحتياج لرؤوس الأموال الضخمة اللازمة لتمويل المشروعات التنموية الكبرى، خاصة مشاريع الطاقة، والبتروك، والغاز الطبيعي، بالإضافة إلى مشروعات التشييد والإعمار العقارى.
- (٢) وجود الضوابط الشرعية والمحاسبة والممارسات ذات الطبيعة المنمطة التي تنظم إصدار هذه الصكوك والتعامل فيها.
- (٣) وجود قوانين لصناعة التصكيك وبالأخص في الدول التي توجد فيها بورصات تتعامل بأدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.^(٢)
- (٤) حققت تجربة إصدار الصكوك نمواً كبيراً من قبل المستثمرين المسلمين وغير المسلمين، بسبب عوائدها المرتفعة نسبياً مقارنةً بالأدوات المالية الأخرى.

(١) د. ربيعة زيد: دور الصكوك الوقفية في تمويل التنمية المستدامة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، عدد ٢٠١٢، ص ٢٠٩.

(٢) د. موسى بلا محمود: دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة، مجلة المؤتمر الدولي للصيرفة، العدد ٨٣، ٢٠١٠، ص ٣١.

٥) الدعم الحكومي سواء بالتشجيع من خلال تشريع القوانين المنظمة للصكوك الإسلامية أو من خلال إصدارها بواسطة البنوك المركزية والمساهمة في تغطيتها.

٦) إن خاصية تقليل المخاطر التي تتسم بها الصكوك تجعل منها أداة متميزة في تمويل مشاريع البنية التحتية، فهي تقدم إختيارات تتناسب مع المستثمرين الذين يفضلون التمويل المنخفض المخاطر والمستثمرين الذين يرغبون في تنويع الاستثمارات. (١)

ثانياً: دور الصكوك في تمويل المشاريع الاستثمارية:

حيث يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة لتمويل مشاريع ذات نفع عام والتي ترغب الحكومة في إقامتها لتحقيق التنمية الاقتصادية لا بغرض تحقيق الربح كتمويل بناء الجسور والمطارات والطرق والسدود وسائر مشروعات البنية التحتية، حيث تكون الحكومة المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة ملاك لهذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة بصفقتها مستأجرة بإقامة تلك المشاريع للمواطنين لاستخدامها للانتفاع بها. (٢)

كذلك يمتد الدور التمويلي للصكوك ليشمل التنمية الاقتصادية المستدامة، وهنا تبرز دور الصكوك الخضراء التي يمكن استخدامها لتمويل مشاريع مثل انشاء محطة لتوليد الطاقة الكهربائية، وهذا النوع يلقي قبولاً كبيراً خاصةً من قبل المستثمرين الذين يؤكدون على الاعتبارات البيئية. (٣)

كذلك تتميز صكوك المشاركة المتناقصة كأحد أبرز الصكوك المعتمدة لتمويل المشاريع العقارية ومشاريع التنمية الاقتصادية.

(١) التمويل الإسلامي يتجاوز حدوده ويتفرع بالصكوك، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، الولايات المتحدة، مجلد ٥٢، عدد ٣، لسنة ٢٠١٠، بدون ناشر.

(٢) د. نوال سمرد: دور السوق المالي في معالجة السيولة النقدية، مجلة كلية الشريعة الجامعة الأردنية أبحاث المؤتمر الدولي للمصرفية والمالية، الأردن، ٢٠١٥، ص ١٥.

(٣) مايكل سميث: الصكوك الخضراء شكل واعد لتمويل مشاريع البنية التحتية، مجلة الاقتصاد، العدد ١١٠، ٢٠١٥، ص ١٢.

المبحث الثالث

تجربة مصر في اصدار الصكوك

تمهيد وتقسيم:

يمثل تطوير البنية التشريعية محوراً هاماً وأساسياً في دعم وتطوير الخدمات المالية، حيث أن وجود بنية تشريعية مرنة ومتطورة يساعد على نمو وتطوير القطاع المالي في مصر، بالرغم من التطورات الملحوظة التي شهدتها البنية التشريعية للقطاع المالي خلال السنوات الأخيرة، إلا أنه مازال هناك الكثير من المجالات التي تحتاج إلى تطوير تشريعي وبصورة مستمرة ومتجددة، حيث يتميز القطاع المالي بدناميكية عملية مما يتطلب مرونة مماثلة في القوانين والتشريعات.^(١)

وتسعى هيئة سوق المال إلى تطوير البنية التشريعية للأنشطة التي تشرف عليها، لتتسم القوانين الصادرة بعدم الجمود لإمكان استيعابها للمتغيرات التي يمكن أن تحدث في هذه الأنشطة، وبما يساهم في مواكبة التطورات المتلاحقة، وتعمل على تحقيق الحماية للمتعاملين ومواكبة أحدث الممارسات والمعايير الدولية وأن تكون محفزة لتنافسية الاقتصاد القومي ولا تمثل عائقاً أمام الاستثمار.^(٢)

فما هي سبل تطبيق الصكوك في مصر؟ وكيفية التصدي لمشكلات الاستثمار؟

هذا ما سنتناوله في هذا المبحث بشئ من التفصيل من خلال مطلبين كالتالي:

المطلب الأول: سبل تطبيق الصكوك في مصر.

المطلب الثاني: كيفية التصدي لمشكلات الاستثمار.

(١) د. أبوبكر توفيق فتاح: استثمار الصكوك وهيمنتها علي الأوراق العالمية، مرجع سابق، ص ١١٧.

(٢) إستراتيجية تطوير الأنشطة غير المصرفية لتحقيق أهداف التنمية المستدامة، أهم تعديلات قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية.

المطلب الأول

سبل تطبيق الصكوك في مصر

بذلت هيئة سوق المال جهوداً حثيثة من خلال إعداد التعديلات المقترحة على قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ إلى أن تم الانتهاء منها في مطلع عام ٢٠١٧ واستيفاء ملاحظات الجهات المعنية وإجراء حوار مجتمعي للوصول إلى الشكل النهائي للتعديلات وقد تمت الموافقة على مشروع القانون بشكل نهائي من مجلس النواب، وصدر بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، وتم إعداد القواعد والأحكام القانونية واللوائح التنفيذية المكملة للقانون وتم تفعيله، كما تتضمن النظر في عدة قرارات متعلقة ومرتبطة بقانون سوق رأس المال مثل قواعد رأس المال للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وفي ضوء المتغيرات التي شهدتها النشاط والحاجة لتعميم المراكز المالية للشركات، وذلك بهدف رفع كفاءة هذه الشركات والحد من المخاطر المرتبطة بمزاومتها.^(١)

وقد قامت هيئة الرقابة المالية بإصدار صكوك مضاربة واجارة كالتالي:

١] صكوك إجارة متوافقة مع أحكام الشريعة:

أصدرت شركة هيرميس للتصكيك صكوك إجارة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل لأسهم وقابلة للسداد المعجل تطرح طرْحاً خاصاً وتقيد بالبورصة المصرية لمدة ٥٧ شهراً تبدأ اعتباراً من تاريخ الإصدار وبعد أقصى ٣١/١٢/٢٠٢٤ بإصدار واحد بقيمة إجمالية قدرها اثنين مليار جنيه مصري بقيمة اسمية ٠٠ جنيه للصك الواحد تستهلك وفقاً لجدول السداد/ الاستهلاك المشار إليه بمذكرة المعلومات وذات عائد نصف سنوي متغير يحتسب بناء على صافي متوسط معدل العائد على أذون الخزانة لستة أشهر بعد الضريبة (وفقاً لآخر مزاد خزانة [٨٢ يوم] مُعلن قبل بداية كل فترة عائد)

(١) زينب ممدوح عبدالفتاح محمد، تقويم الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات التمويل، مع إشارة خاصة للحالة المصرية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ٢٠١٥، ص ١٢٨.

مضافاً إليه هامش سنوي قدره ١.٢٥%، ويتم مراجعة عائد أذون الخزانة (٨٢ يوم) كل ستة أشهر يصرف كل ستة أشهر بداية من ٢٠٢٠/٩/٣٠ ويحتسب عائد للفترة الأولى اعتباراً من اليوم التالي من غلق باب الاكتتاب، ويتم تحويل حصيلة الاكتتاب في الصكوك (بعد خصم كافة التكاليف والمصروفات والرسوم) لصالح الشركة العربية للمشروعات والتطوير العمراني (ش.م.م) مقابل بيع المركز التجاري المملوك لها بمشروع مدينتي، القاهرة الجديدة والمسمى "بمول مدينتي المفتوح" بالأصل محل التصكيك لشركة المجموعة المالية هيرمس للتصكيك (ش.م.م).

٢] صكوك مضاربة متوافقة مع أحكام الشريعة:

أصدرت شركة ثروة للتصكيك (ش.م.م) صكوك مضاربة قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل لأسهم وقابلة للاستهلاك المبكر الجزئي أو الكلي بدءاً من الشهر ٢٥ من تاريخ غلق باب الاكتتاب.

وتصدر الصكوك باصدار واحد بقيمة اجمالية ٢.٥ مليار جنيه مصري موزعة على عدد ٢٥ مليون صك بقيمة اسمية ١٠٠ جنيه مصري للصك الواحد، وتطرح طرماً خاصاً وتفيد بشركة مصر المقاصة والايذاع والقيد المركزي، كما تفيد بالبورصة المصرية ومدتها بحد أقصى ٨٤ شهراً تبدأ اعتباراً من اليوم التالي لتاريخ غلق باب الاكتتاب في الصكوك.

وذلك لتمويل مشروع شركة كونتكت للتمويل ش.م.م ("الشركة المستفيدة"/ المضارب) لتمويل شراء سيارات مملوكة لعملائها أو عملاء شركاتها التابعة التي تزاوّل ذات النشاط وما يلحق بذلك من ضمانات على أن يتم ذلك بدءاً من اليوم التالي لتاريخ غلق باب الاكتتاب وحتى نهاية مدة الاصدار.

ويستحق مالكو الصكوك عائداً متغيراً ويبدأ صرف العائد اعتباراً من الشهر التالي لتاريخ غلق باب الاكتتاب وحتى نهاية اجل الصكوك ويحتسب العائد بناء على صافي العوائد المحققة من المشروع.

المطلب الثاني

كيفية التصدي لمشكلات الاستثمار

أولاً: إدارة المخاطر المحاطة بالأصول والمشروعات الاستثمارية:

هي تلك المخاطر المحاطة بالاستثمار في الصكوك التي تصدر على أساس عقد من عقود التمويل لنشاط استثماري معين فتحتوي على أصول وممتلكات مالية وقد تكون أعيان أو منافع، وبالتالي تتعرض لأنواع من المخاطر للأصول أو المشروعات، وتتنوع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك.^(١) وتتعرض الصكوك للعديد من المخاطر باعتبار الصكوك تمثل موجودات تحتوي على خليط من نقود وديون وأعيان ومنافع أو بعض من هذا الخليط منفردة، ونظراً لهيكله إصدارها القائم على صيغ مختلفة للتمويل فتحاط المشروعات الاستثمارية بالمخاطر.^(٢)

٢- مخاطر الائتمان:

إخلال أطراف العقد بالتزامه الوارد بالعقد أو تنفيذ هذه الالتزامات في مواعيدها فتحدث مخاطر ائتمانية وذلك يرجع إلى سوء الاختيار للجهات المصدرة، ولعدم الوفاء بالالتزامات المسندة إليها باستثمار صكوك المشاركة أو المضاربة أو المزارعة أو المساقاة أو المضاربة أو الاستصناع، أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده في حالة اعتبار الوعد غير ملزم وذلك في استثمارات صكوك المرابحة، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستصنعة في استثمار صكوك الاستصناع أو صكوك الإجارة أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفاً أو في المواعيد المحددة بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.

(١) د. أشرف محمد دوابة: إدارة مخاطر الصكوك، مجلة كلية العلوم الاقتصادية، العدد ١٢٩، الجزائر، ص ١٨٧.

(٢) د. منير إبراهيم هندي: أساليب الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٩١.

وتمثل هذه المخاطر عدم كفاءة العميل، وعدم رغبته في السداد أو عدم قدرته على السداد، وهذا كله يقع على عاتق المنشأة المصدرة للصكوك والمانحة للائتمان للعميل، ويؤثر سلباً على عوائدها وتدرج هذه المخاطر ضمن المخاطر الخاصة.^(١)

٣- مخاطر السوق: Market Risk

مخاطر السوق من المخاطر العامة، وترجع مخاطر السوق إلى صعود ونزول الاتجاهات التي تطرأ على الأسواق للأصول الحقيقية أو أسواق مالية المكونة من سوق نقد، سوق رأس مال بشقيها الإصدار والتداول.

أ- مخاطر سوق الأصول الحقيقية: Real Assets market Risk

وهي المخاطر المرتبطة بطبيعة الصكوك من حيث أنها تمثل حصص شائعة في ملكية الأصول، ونظراً لأن الأصول حقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو سياسات اقتصادية حكومية وغيرها من عوامل السوق.^(٢)

ب- مخاطر سعر الصرف: Echange Rate Risk

تنشأ هذه المخاطر بسوق النقد لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة، ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة، فإن ذلك يترتب عليه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف تظهر عند إصدار صكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو في حالة إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك لديها مواقع مفتوحة ببعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع الخاصة بعمليات المراجعات والتجارة الدولية.

ج- مخاطر سعر الفائدة: Interest Rate Risk

تنشأ هذه المخاطر نتيجة تغييرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق، وهي تحدث لكافة الاستثمارات الخاصة بالصكوك بصرف النظر عن طبيعة الاستثمار وظروفه، فكلما

(١) د. حياة شحاتة: مخاطر الائتمان في البنوك التجارية، رسالة دكتوراة، جامعة القاهرة، ١٩٩٠، ص ٢٨٥.

(٢) د. سامي يوسف كمال محمد: الصكوك المالية، الأزمة والمخرج، مرجع سابق، ص ١٥٦.

ارتفعت أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس وهو ما يؤثر على معدل الفائدة.

وإن كان إجمالي أعمال سعر الفائدة بالنسبة للصكوك أو في أنشطتها أو مجالات استثمارية إلا أنها تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعراً مرجعياً في التمويل بالمرابحة، وحيث أن سعر الفائدة تعتبر آلية يقوم عليها النظام النقدي المصرفي في غالبية الدول فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك. (١)

د- مخاطر التضخم: Inflation Risk

تنشأ هذه المخاطر نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة للانخفاض في قيمتها الحقيقية، والصكوك باعتبارها ذات عائد متغير وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فتأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون. (٢)

٤- مخاطر أسواق الأوراق المالية: stock market Risks

تنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال، سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك.

٥- مخاطر التشغيل: Operational Risk

تنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطار بشرية أو فنية أو حوادث وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك. (٣)

(١) د. زياد جلال الدماغ: مخاطر الصكوك وطرق معالجتها، مجلة المالية العامة، العدد ١٩٨، ٢٠١٨، ص ١٦.

(٢) د. وليد عايب: آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك، مرجع سابق، ص ٣٢٢.

(٣) محمد صالح جابر: الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، دار وائل، الطبعة الأولى، ٢٠٠٢، ص ١٦٦.

وتندرج مخاطر التشغيل تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة أو وفاء الذمم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عند الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستمرارها مستقبلاً أو من خلال ضعف الرقابة الشرعية بما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين وسمعة المنشأة وهو الأمر الذي يؤثر على القيمة السوقية للصكوك.^(١)

ثانياً: التطوير التكنولوجي والتحول الرقمي:

حيث تتخذ إصدارات الصكوك شكلاً قانونياً معقداً للغاية لأنه غالباً ما يتضمن عدة عقود من أطراف علمية الإصدار من عقد بيع للأصول محل التصكيك بين الجهة المصدرة والجهة المستفيدة نظير استفادتها من حصيلة الاكتتاب وعقد إجارة وعقد وكالة الخدمات بين مدير المشروع والجهة المصدرة وعقد وعد بالبيع وعقد وعد بالشراء عند نهاية الإصدار، فكثرة أطراف العملية والعقود المبرمة بينهم وكذلك الأطراف المساعدة من بنوك لتلقي الاكتتاب وبنوك كوكلاء سداد وأطراف أخرى، فعندما تحولت جهات الدولة إلى الرقمنة ومباشرة جميع التعاملات عن طريق العقود الذكية بإرسال العقود بين حسابات الأشخاص على منصات البلوكتشين دون تدخل من طرف ثالث أو أي جهة.

ونجد أن هذه الطريقة تم استخدامها يناير ٢٠٢٢ بوزارة المالية بمصلحة الضرائب العامة بإدراج برنامج البلوكتشين ليتم توزيع المعاملات بين الممولين والمصلحة عن طريق المنظومة منذ بداية فتح ملف للنشاط وحتى تقديم الإقرارات الضريبية وسداد الضريبة، وقد لاقت نجاحاً كبيراً وتوفير الجهد والوقت وتسهيل التعامل بين الأفراد والجهات الحكومية.^(٢)

1) Islamic finance Ethical under pinning, products and institution, abul Hassan, sabur mullah, 2009, p176.

٢) د. زياد جلال الدماغ: الصكوك ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ١٢١.

الخاتمة

قد تناول البحث دور الصكوك في التنمية والاستثمار، وتم تحديد اشكالية البحث، وتم الاعتماد على منهج التحليل المقارن، وتم تقسيم البحث إلى مقدمة وفصلين، وقد تضمن الفصل الأول تحديد طبيعة الصكوك، والثاني كيفية الاستفادة من الصكوك ودورها في التنمية والاستثمار، واختتمت البحث بعدة نتائج وتوصيات:

النتائج والتوصيات

أولاً: نص القانون رقم (١٤٦) لسنة ١٩٨٨ على تعريف الصكوك وحدد المبادئ الحاكمة لها بصورة غير جازمة ولا مانعة وأوصى بصياغة معيار أكثر إنضباطاً يشتمل تفريد مفهوم الصك شرعاً وقانوناً مع تحديد آليات وإجراءات تنظم إنشاء وتداول الصكوك بصورة فاعلة.

ثانياً: بصدر قانون رقم (١٧) لسنة ٢٠١٨ بتعديل القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية فكان من المأمول حدوث طفرة قانونية وثابة، تجعل الصكوك تنحى منحى مغايراً على الوجه المرجو من إصدارها، ولكن وعلى العكس حاكي القانون المشار إليه السند جملةً وتفصيلاً دون أفراد تنظيم قانوني مغايراً للصك بحسب طبيعته، ويكأن الصك في هذا القانون هو استنساخ للسند كورقة مالية مغلف بمسحة شرعية.

ثالثاً: أناط المشرع بشركة قننها تشريعاً أعمال إصدار الصكوك والنيابة عن حملة الصكوك، ولكن هذا الكيان القانوني يثير اشكالية مؤداها غموض آلية عمل تلك الشركة، مع عدم معرفة هل تقتصر على كونها شخصية اعتبارية خاصة أم يمكن أن يناط بكيانات معنوية عامة القيام بتلك الأعمال أسوة بتلك الشركة التي أقحمها القانون إقحاماً تفوق مشكلاته ما قد يمكن أن تضره منافعه، وارتأي إناطة عمل هذه الشركة للبنوك الحكومية أو الإسلامية في حالة الصكوك بحسبان أن إدارات الائتمان بها جديرة بالتصدي لمثل هذا النوع من الأعمال، لاسيما أنها تخضع لرقابة البنك المركزي مما لا يغفل من هيمنة الدولة على مقدرات آليات عمل وتداول الصكوك بما يكفل لها الارتقاء لما تصبو إليه من نجاحات وتحقيق أهدافها المرجوة.

رابعاً: أفرد المشرع في قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ مكنة تأسيس بورصة موازية تخصص لأعمال الصكوك الإسلامية لها تنظيمات خاصة متفرداً حسب ذاتية ذلك النوع من الصكوك، وأوصى بسرعة تفعيل هذا النص لأن من شأنه إيجاد حلول كثيرة لمشكلات قد تحدث عملاً نتيجة عدم وجود البورصة الإسلامية المقررة للصكوك واختلاف طبائع وآليات عمل الصكوك الإسلامية في مفهومها الخاص بمفهوم وآليات عمل الأوراق المالية من أسهم وسندات.

خامساً: تثار مشكلات غير مقننة تشريعاً من شأنها أن تجعل الحفاظ على الكيان القانوني للصكوك من الصعوبة بمكان، لاسيما في حالات الغش والتزوير والإعتداء على ملكية حامل الصك، لذلك أوصى بإستحداث نصاً تشريعياً يحافظ على القيمة الذاتية للصك وحقوق حامله على حد سواء، وهي إضافة هوية رقمية أو هوية بصرية أو هوية رمزية على كل صك على حده تتسببها لمالكه دون غيره وتجعل الاعتداء القانوني والمادي عليه غاية في الصعوبة، بسبب احتفاظ مالك الصك برموز أو المفاتيح الرقمية أو الترميزية لتلك الهوية أو بسبب صعوبة تزوير هذه الهوية في حد ذاتها مما يمثل حماية وقائية تزيد من إقبال راغبي شراء الصك وتجعل تداوله مقبولاً عملاً.

سادساً: لم يوضح القانون اشكالية هامة مؤداها مفهوم الأصول التي يركز عليها الصك كمحلاً تمثل ركيزة للقيمة الاسمية للصك تحميه من تقلبات البورصات، وتبقي على حد أمان من قيمته السوقية، ومما قد يعرض الصكوك لخطر تملك جانب كبير منها للأجانب، لاسيما الصكوك السيادية المتعلقة بالأمن القومي والملكية العامة (الدومين العام) لأن ملكية هذه الصكوك يتفرع عنها بالضرورة ملكية أصولها لاسيما في حالة (شراء الديون الحكومية في صورة صكوك) مما يمكن أن نقترح بشأنه تعديل تشريعي يحصر بيع الصكوك السيادية المرتكزة على أموال الدولة ويحظر بيعها للأجانب ويقصرها على المصريين مع تخصيص سجل عيني مخصص لتداول وبيع الصكوك.

المراجع العربية:

- د. أدهم إبراهيم جلال الدين: الصكوك والأسواق المالية الإسلامية، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ٢٠١٦.
- د. أشرف محمد دوابة: الصكوك بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر، ط١، ٢٠٠٩.
- د. أشرف محمد دوابة: دراسات في التمويل الإسلامي، دار السلام للنشر، القاهرة، ٢٠٠٧.
- د. حامد حسن محمد علي: صكوك الإجارة "دراسة تأصيلية تطبيقية"، الطبعة الأولى، دار الميمان، ٢٠٠٨.
- د. حسين حامد حسان: صكوك الاستثمار الإسلامي، مجله مجمع الفقه الإسلامي، أبحاث الدورة ١٩، العدد ١٣٤، ٢٠٠٩.
- د. زياد جلال الدماغ: الصكوك ودورها في دعم الموازنة العامة، مجلة الإقتصاد، العدد ١، ٢٠١١.
- د. محمد أحمد سراج، حسين حامد حسان: الأوراق التجارية في الشريعة، دار الثقافة للنشر، ١٩٨٨.
- د. محمد تقي العثماني: الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، أبحاث ١٩د، الشارقة، العدد ٧٨، ٢٠٠٩.
- د. محمد عثمان شبير: المعاملات المالية المعاصرة، دار النفائس، ط ١، ٢٠٠١.
- د. محمد علي القرى: الصكوك الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، أبحاث ندوة الصكوك عرض وتقييم، جدة، العدد ١٣٥، ٢٠١٠.
- د. نادية أمين محمد علي: صكوك الاستثمار خصائصها وأنواعها، مجلة المؤسسات المالية، العدد ١٢١، ٢٠٠٥.

المراجع الأجنبية:

- Alain: Le ontral cadre Paris 1995.,
- Energy and finance sustainability in Energy industry- Andre Dorsman ,mehmet baha karan editors.,2017.
- International Islamic Financial market IIFM, Sukuk report acompte hensive study of interantion,2014,
- Islamic finance Ethical under pining, products and institution,abul Hassan, sabur mullah, 2009.,
- Muhammad Ayub: securitization sukuk and fund management potential to be realized by Islamic financial Institutions, NIBAF, working paper, Karachi, 2005.
- Omar Salah: "structuring sukuk al-i jara in Netherlands "Tisco working paper series on booking finance and services No7/2011.
- Omar Salah: "structuring sukuk al-i jara in Netherlands "Tisco working paper series on booking finance and services No7/2011,

الفهرس

الصفحة	الموضوع
٢	مقدمة
٥	الفصل الأول: طبيعة الصكوك.
٧	المبحث الأول: تعريف الصكوك.
٨	المطلب الأول: المفهوم الوضعي للصكوك.
٩	المطلب الثاني: المفهوم الشرعي للصكوك.
١٣	المبحث الثاني: السمات المالية للصكوك.
١٣	المطلب الأول: تمييز الصكوك عن الأوراق المالية.
١٥	المطلب الثاني: تمييز الصكوك عن الأوراق التجارية.
١٧	المبحث الثالث: خصائص وانواع الصكوك.
١٧	المطلب الأول: خصائص الصكوك.
١٨	المطلب الثاني: أنواع الصكوك.
٢٤	الفصل الثاني: كيفية الاستفادة من الصكوك ودورها في التنمية والاستثمار.
٢٤	المبحث الأول: أهمية الصكوك.
٢٥	المطلب الأول: أهمية الصكوك في القانون.
٢٧	المطلب الثاني: أهمية الصكوك في الشريعة.
٢٩	المبحث الثاني: دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة والتنمية
٢٩	المطلب الأول: دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.
٣٢	المطلب الثاني: دور الصكوك في التنمية الاقتصادية والاستثمار.
٣٤	المبحث الثالث: تجربة مصر في اصدار الصكوك.
٣٥	المطلب الأول: سبل تطبيق الصكوك في مصر.
٣٧	المطلب الثاني: كيفية التصدي لمشكلات الاستثمار.
٤١	الخاتمة
٤١	النتائج والتوصيات
٤٣	المراجع العربية والأجنبية
٤٤	الفهرس