

The legal regulation for issuing financing sukuk: Analytical study in the Saudi system

Hoor Abdullah Al-Shikhi

Faculty of Law || King Abdulaziz University || KSA

Abstract: This study aimed to clarify the legal aspects of issuing financing sukuk in the Saudi financial market. Because of its important stages, the procedures of which have not been studied in detail and criticized; In the absence of clear legal regulation for it. To address the problem posed therein, this study followed the analytical approach, by analyzing the legal texts related to financing instruments in the Saudi financial market system and its implementing regulations. To demonstrate the appropriateness of these general procedures, usually related to all securities, to be applied to financing sukuk. This study reached conclusions, the most important of which is that the Saudi regulator did not stipulate any condition that must be met in the financing sukuk project or that the project be within the Kingdom of Saudi Arabia, whether the issuing authority is a Saudi or foreign company. Contracts subject to the provisions of Islamic law. In light of the results of this study, it recommended that the regulatory authorities organize the financing sukuk project and organize the documents and evidence necessary for it related to assets and assets located outside the Kingdom. It also stipulated the necessity of stipulating that the contracts issued in the financing instruments are contracts that are subject to the provisions of Islamic law, especially since the Kingdom adopts the provisions of Islamic law in its dealings.

Keywords: Financing Sukuk, Islamic Sukuk, securities, issuance provisions, joint stock companies.

التنظيم القانوني لإصدار صكوك التمويل: دراسة تحليلية في النظام السعودي

حور عبد الله الشيكحي

كلية الحقوق || جامعة الملك عبد العزيز || المملكة العربية السعودية

المخلص: هدفت هذه الدراسة إلى بيان الجوانب النظامية لإصدار صكوك التمويل في السوق المالية السعودي، لما يوجد بها من مراحل هامة لم تسبق دراسة إجراءاتها تفصيليًا ونقدها، في ظل عدم وجود تنظيم قانوني واضح لها. لمعالجة المشكلة المطروحة فيها قد اتبعت في إعداد هذه الدراسة المنهج التحليلي، وذلك بتحليل النصوص القانونية المتعلقة بصكوك التمويل في نظام السوق المالية السعودي ولوائحه التنفيذية، لبيان مدى ملائمة هذه الإجراءات العامة والمتعلقة غالباً بجميع الأوراق المالية لتطبيقها على صكوك التمويل. وقد توصلت من خلال هذه الدراسة إلى نتائج أهمها أن المنظم السعودي لم ينص على أي شرط يجب توفره في مشروع صكوك التمويل أو أن يكون المشروع داخل المملكة العربية السعودية، سواء كانت الجهة المصدرة شركة سعودية أو أجنبية، كما أنه لم يشترط أن تكون العقود الصادرة بها صكوك التمويل من العقود الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية. على ضوء نتائج هذه الدراسة أوصت الباحثة بضرورة قيام الجهات التنظيمية بتنظيم مشروع صكوك التمويل، وتنظيم الوثائق والاثباتات اللازمة له والمتعلقة بالأصول والموجودات الواقعة في خارج المملكة، كما جاءت بضرورة النص على أن تكون العقود الصادرة بها صكوك التمويل من العقود الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية، خصوصاً وإن المملكة تنتهج أحكام الشريعة الإسلامية في تعاملها.

الكلمات المفتاحية: صكوك التمويل، الصكوك الإسلامية، الأوراق المالية، أحكام الإصدار، الشركات المساهمة.

مقدمة

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين، نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

عندما تجد الشركات المساهمة أنها بحاجة للحصول على تمويل، بغية توسيع أعمالها أو لتمويل مشروع معين وتقرر اللجوء إلى إصدار أحد الأوراق المالية وخصوصاً صكوك التمويل، يبدأ أمامها العديد من الشروط والإجراءات التي يجب أن تمتثل لها، والعديد من الاتفاقيات والعقود التي تبرمها، إضافة إلى الاستعانة بالجهات ذات العلاقة التي تقوم مهمتها على المساعدة على نجاح طرح الصكوك في السوق المالية على أتم وجه.

مشكلة البحث:

في ظل عدم وجود نظام قانوني واضح ينظم صكوك التمويل واجراءاتها في المملكة العربية السعودية، وقلة عدد الإصدارات منها مؤخراً في السوق المالية، بالرغم من أهمية صكوك التمويل باعتبارها ورقة مالية تخضع لشروط وأحكام الشريعة الإسلامية لذا؛ فإن السؤال الجوهرى الذي تطرحه هذه الدراسة: ما المقصود بصكوك التمويل؟ وما هي الإجراءات القانونية التي تتبعها الشركات الراغبة في إصدارها في السوق السعودي؟

أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى القاء الضوء على المقصود بصكوك التمويل، وأنواع صكوك التمويل من حيث إصدارها، ومعرفة التنظيم القانوني لإصدار صكوك التمويل في ظل عدم وجود تنظيم قانوني متعلق بها وعدم النص عليها صراحةً في اللوائح التنفيذية الصادرة عن هيئة السوق المالية.

أهمية البحث:

تنبع أهمية هذا البحث من اهتمامه بتطوير البيئة التشريعية والإجرائية المتعلقة بصكوك التمويل الصادرة عن شركات المساهمة. إضافة إلى مساعدة الباحثين والمهتمين بمعرفة الجانب القانوني لإصدار صكوك التمويل بإثراء المكتبة القانونية، ومساعدة القانونيين والمحامين المختصين بالأوراق المالية بشكل عام وصكوك التمويل بشكل خاص لفهم الإجراءات القانونية المتبعة لتتمكن الشركات المساهمة من إصدار صكوك التمويل في السوق المالية السعودية.

منهج البحث:

اعتمدت في هذه الدراسة على المنهج التحليلي، وذلك بالقيام بتحليل النصوص القانونية المتعلقة بصكوك التمويل في نظام السوق المالية السعودي ولوائحه التنفيذية، ودراسة مدى ملائمة هذه الإجراءات العامة والمتعلقة غالباً بجميع الأوراق المالية لصكوك التمويل.

الدراسات السابقة:

تعرضت بعض الدراسات لموضوع إصدار صكوك التمويل، إلا أنها اختلفت عن هذه الدراسة. الدراسة الأولى: معوقات إصدار صكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية -دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين-. إعداد الباحث/ سامح كامل الغزالي.

بحث استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير من الجامعة الإسلامية بكلية التجارة في غزة

لعام 2015م.

تشابه هذي الدراسة مع دراستي الحالية في كونها تتحدث عن إصدار صكوك التمويل ولكن تختص دراسة الباحث بمعوقات الإصدار، أما دراستي هذه تتحدث عن شروط وإجراءات الإصدار، كما أن الباحث قام بدراسته من جانب محاسبي أما دراستي فهي متخصصة في الجوانب القانونية دون المحاسبية.

الدراسة الثانية: متطلبات ودعائم إصدار الصكوك الإسلامية في الجزائر.

إعداد الباحث الدكتور/ عبد القادر مطاي. الباحثة/ آمال بن الدين.

ورقة علمية منشورة في مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، ع70، عام 2018.

تشابه هذي الدراسة مع دراستي الحالية في كونها تتحدث عن إصدار صكوك التمويل ولكن تختص دراسة الباحثين بأنها من جانب شرعي، أما دراستي هذه تتحدث عن الجانب القانوني للإصدار، كما أن النطاق المكاني فيما يتعلق بدراسة الباحثين دولة الجزائر، أما دراستي فهي متعلقة بالنظام القانوني في المملكة العربية السعودية.

خطة البحث:

المبحث الأول: المقصود بإصدار صكوك التمويل.

المبحث الثاني: الإجراءات النظامية لإصدار صكوك التمويل في السوق السعودي.

المبحث الأول: المقصود بإصدار صكوك التمويل

المطلب الأول: تعريف صكوك التمويل وإصدارها.

أولاً: تعريف صكوك التمويل اصطلاحاً: قدّم العديد من الفقهاء والباحثين تعريفات متشابهة لصكوك التمويل يرجع أساسها إلى تعريف قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأن التصكيك هو: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثّل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه" (قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم:178(4/19) بعنوان: (قرار بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها). الشارقة. 2009/4/30). نجد

أن تعريف مجمع الفقه الإسلامي آتي جامعاً مانعاً؛ لاحتوائه على أهم وأبرز خصائص صكوك التمويل، وهي أنها تقوم على وجود عقد شرعي يحكم العلاقة بين أطرافها، أيضاً تطرقه بشكل أساسي لملكية حامل الصك للأصل. كما نجد أن من الملاحظ استخدامه للفظ التصكيك بدلاً من صكوك التمويل أو الصكوك، وهي مترادفات، تطلق على عملية إصدار وتحويل ملكية المشروع إلى ورقة مالية.

أيضاً هناك أحد أبرز تعاريف صكوك التمويل وهو أنّها: "شهادات (أوراق مالية) قابلة للتداول تمثّل ملكية حاملها لحصة مشاعة في أصل حقيقي مُدرّجاً للعائد، وتتسم بانخفاض معدل المخاطر، واستقرار التوزيعات الدورية واسترجاع القيمة الأسمية للصك في نهاية المدة" (القري، 1440، ص24). ذكر الباحث في تعريفه عدد من الخصائص المميزة للصكوك والتي تُخرّجها عن بقية الأوراق المالية. إلا أن يؤخذ عليه أن تعريفه فيه من الإسهاب في ذكر خصائص متغيرة، لا يمكن الجزم بها، منها أن صكوك التمويل تتسم بانخفاض المخاطر واستقرار التوزيعات الدورية، فهي من الأمور المختلفة بحسب مجال عمل المشروع المصكك.

ثانيًا: المقصود بإصدار صكوك التمويل: يعرف البعض الإصدار بأنه طرح الأوراق المالية للاكتتاب، بهدف الحصول على تمويل (الناحي، 2014، ص511). هذا التعريف وإن كان يعرف نتيجة الإصدار، إلا أنه يختلف عن المعنى المقصود وفقًا لمقتضيات هذه الدراسة.

لذا فإن الباحثة تعرف الإصدار بأنه بدء الجهات المسموح لها بإصدار صكوك التمويل بتجهيز مواردها، واستيفاء الشروط النظامية المطلوبة للطرح للتداول في سوق الأوراق المالية. والإصدار مرحلة غير ظاهرة للعيان، تعتمد على الترتيبات التي تقوم بها الشركة بنفسها، أو عن طريق جهة مستقلة تتعاقد معها الجهة المصدرة يطلق عليه مسمى مدير للإصدار ليتولى نيابة عنها إعداد جميع المستندات، والتعاقدات، والإجراءات النظامية المطلوبة مع جميع الجهات.

المطلب الثاني: أنواع صكوك التمويل بحسب جهة الإصدار.

تمتاز صكوك التمويل بتعدد أنواعها وفقًا للعديد من الاعتبارات الهامة، مثل أنواع صكوك التمويل بحسب العقد الشرعي الصادرة به، أو من حيث ملكية الأصل، إلا أن ما يهمننا في هذه الدراسة هو بيان أنواع صكوك التمويل بحسب الجهة المصدرة لها. وحيث تتعدد الجهات المصدرة لصكوك التمويل، وتبعًا لذلك تختلف الأحكام القانونية المنظمة لها، وهي على النحو التالي:

1. صكوك التمويل السيادية: هي الصكوك التي تصدرها الحكومة، أو الوزارات، أو المؤسسات العامة في الدولة. يمتاز هذا النوع من صكوك التمويل بخضوعه لأحكام قانونية خاصة به تنظمه بدء من عملية الإصدار إلى الانقضاء، منها على سبيل المثال: قيد المنظم إصدار صكوك التمويل للأجهزة الحكومية الملحقة ميزانيتها للميزانية العامة للدولة بموافقة خطية من وزير المالية (مرسوم الميزانية العامة للدولة، الصادر بالمرسوم الملكي رقم: (م/46)، وتاريخ: 1441/04/12هـ). يخرج هذا النوع من صكوك التمويل عن موضوع هذه الدراسة، ويجب الإشارة إلى أن هذا النوع من صكوك التمويل هو أكثر الأنواع إصدارًا في السوق المالية السعودي.

2. صكوك تمويل الشركات: هي صكوك التمويل الصادرة عن شركات المساهمة العامة أو المقفلة دون غيرها من أنواع الشركات النظامية. وقد نص المنظم على ذلك في المادة (1/122) من نظام الشركات وهي: "لشركة المساهمة أن تصدر -وفقاً لنظام السوق المالية- أدوات دين أو صكوكاً تمويلية قابلة للتداول"، يشمل هذا النص جميع شركات المساهمة وإن اختلف غرضها ونشاطها، دون استثناء أو منع لبعض أنواع شركات المساهمة مثل شركات التمويل، أو البنوك أو التأمين ولكن لا يمنع ذلك من وجود بعض القيود التي قد تفرضها الجهات المختصة في اللوائح الصادرة عنها، ولكن الأصل هو جواز إصدارها للصكوك.

3. صكوك تمويل الأوقاف: هي صكوك التمويل الصادرة عن المؤسسات الوقفية على أموالها الموقوفة. تتخذ الشركات الوقفية إحدى صورتين، وهي إما شركة مساهمة مقفلة، أو شركة ذات مسؤولية المحدودة (الراجحي، خالد بن عبد الرحمن، 201. "تأسيس الشركات الوقفية -دراسة فقهية تأصيلية-" ورقة علمية مقدمة للمؤتمر الخامس والعشرين لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بعنوان "الصناعة المالية الإسلامية بعد أربعين عامًا، تقييم التجربة واستشراف المستقبل"، بجامعة طيبة، المدينة المنورة، ص26). ويجوز فقط لشركات المساهمة الوقفية إصدار صكوك التمويل، أما الشركة ذات المسؤولية المحدودة الوقفية فلا يجوز لها، باعتبار أن إجازة المنظم جاءت خاصة بشركات المساهمة سواء كانت الشركة وقفية أم تجارية دون استثناء.

المبحث الثاني: الإجراءات النظامية لإصدار صكوك التمويل في السوق السعودي.

المطلب الأول: صور إصدار صكوك التمويل:

تتعدد الصور التي من الممكن أن تُطرح من خلالها صكوك التمويل على المستثمرين، وفقاً لما يلي:

1. إصدار عام: هو صكوك التمويل الصادرة للعام، دون قيد في صفة المستثمرين أو عملهم، وهو الأصل، ما لم يتخذ أحد صور الإصدارين الأخرى، وهذا النوع من الإصدار هو محل هذه الدراسة.
2. الإصدار الخاص: هو الإصدار الذي يكون عن طريق جهات متخصصة في أعمال ترتيب الأوراق المالية⁽¹⁾، وعبر اختيار مستثمرين معيّنين إما بذاتهم أو لخبرتهم، أو بعددهم.

ميّز المنظم السعودي الإصدار الخاص في المادة (8) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة بأن

يكون الإصدار في إحدى من الحالات الآتية:

- أن تصدر صكوك التمويل للمستثمرين ذوي الخبرة فقط، يقصد بالمستثمرين ذوي الخبرة من ذكرهم المنظم على سبيل الحصر (المادة (9) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، الصادرة). مثال ذلك: صكوك التمويل الصادرة بغرض طرحها على حكومة المملكة العربية السعودية للاكتتاب بها، وصكوك التمويل المخصصة للطرح على عملاء صناديق الاستثمار دون غيرهم من المستثمرين. نجد أن هذا النوع من الإصدار أكثر رواجاً من الطرح العام.
- أن يكون الإصدار محدوداً: أي يقتصر عدد المكتتبين بها من العامة -غير ذوي الخبرة- على مائة مكتتب، وألا تتجاوز قيمة الصك الواحد مليون ريال.

استثناءً من هذا الشرط أجاز المنظم أن تكون القيمة الاسميّة للصك الواحد أقل من مليون ريال، في حال كان إجمالي قيمة صكوك التمويل المصدرة لا تزيد عن خمسة ملايين ريال (المادة (10) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، الصادرة).

نستنتج من ذلك، أن الإصدار المحدود فقط لمن يمتلكون السيولة النقدية المرتفعة من العامة، والذي يفترض بهم الزيادة في الحرص وتوخي الحذر عند التداول؛ لارتفاع القيمة المتداول بها.

إضافةً إلى ما سبق، لهيئة السوق المالية صلاحية الموافقة على أن يكون إصدار صكوك التمويل خاصاً، في غير الحالات المنصوص عليها، يشترط أن يكون ذلك بناء على طلب مقدم من الجهة المصدرة، فلا يجوز للهيئة أن تقوم بتحويل طلب الإصدار العام إلى إصدار خاص لرؤيتها أنه أجدى أو أفضل.

من الجدير بالملاحظة في الإصدار الخاص، أنه يجوز للشركات أن تصدر أكثر من إصدار خاص لذوي الخبرة من المستثمرين خلال السنة الواحدة. بخلاف الإصدار المحدود الذي اشترط المنظم مرور اثني عشر شهراً من تاريخ انتهاء عملية الإصدار إذا كانت من ذات الفئة (المادة (10/ب) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة). في تقديري أن ذلك يعود لعدم اتّخاذ الجهة المصدرة الإصدار المحدود ذريعة لها للتّهرب من إجراءات، وشروط، ورقابة الإصدار العام بتقسيمه إلى عدة إصدارات محدودة.

3. الإصدار المستثنى: هو أن تصدر صكوك التمويل في حالات محدّدة على سبيل الحصر، لا تخضع لأحكام ومتطلبات أحكام الطرح الأخرى، ومن صور الإصدار المستثنى لصكوك التمويل، ما يلي:

(1) يقصد بأعمال الترتيب: الأعمال المتعلقة بطرح الأوراق المالية، أو تقديم المشورة فيها، هذه الأعمال يجب ممارستها الحصول على ترخيص واستيفاء الشروط النظامية.

- أ- صكوك التّمويل السيادية؛ وهي الصادرة عن الحكومات سواء حكومة المملكة أو حكومة دولة أخرى ترغب في الإصدار في السوق المالية السعودي.
- ب- صكوك التّمويل الصادرة عن شركات المساهمة المفضلة.
- ج- صكوك التّمويل التي لا تزيد القيمة الإجمالية للاكتتاب بها عن عشرة ملايين ريال، والصادرة عن شركات المساهمة العامة، متى توفّرت بها ثلاثة شروط، وهي:
- ألا يكون هناك أكثر من إصدار خلال الاثني عشر شهرًا التالية من اكتمال عملية الإصدار؛ وذلك لعدم استغلال سهولة إجراءات هذا النوع بتقسيم الطرح.
 - ألا يتجاوز عدد المستثمرين عن خمسين مستثمرًا من غير ذوي الخبرة، وألا يتجاوز ما يتربّ على كل منهم مقابل ما سوف يملكه من الصكوك عن مائتي ألف ريال.
 - إقرار المستثمر من غير ذوي الخبرة، بمعرفته وتحمله للمخاطر المصاحبة للاستثمار.
- سعي هذا الطرح بالطرح المستثنى لاستثناء المنظم له من المتطلبات النظامية التي تفرضها قواعد الطرح، إضافة لعدم تدقيق الهيئة على نشرة الإصدار، بل يكفي فيه إشعار الهيئة دوريًا بإجمالي عدد وقيمة الإصدارات التي قام بها المصدر من هذا النوع.

المطلب الثاني: شروط وإجراءات إصدار صكوك التّمويل.

- هناك عدد من الإجراءات التمهيدية الأساسية التي يجب على الجهات الراغبة في إصدار صكوك التّمويل القيام بها وتنقسم إلى شروط موضوعية وأخرى شكلية، وهي على النحو الآتي:
1. استيفاء الشروط النظامية: أي أن تكون صكوك التّمويل خاضعة لأحكام الأنظمة في المملكة من جميع جوانبها، وبما يتناسب معها، سواء كانت هذه التنظيمات من القواعد التنظيمية أو اللوائح التنفيذية.
 2. أن يكون تقديم طلب التسجيل صادر من الجهات المسموح لها نظامًا: من أهم هذه الشروط لإصدار صكوك التّمويل أن تكون الشركات الراغبة في إصدار صكوك التّمويل من الشركات المساهمة وذلك لإن السماح بإصدار الصكوك جاء خاص بها دون غيرها من أنواع الشركات النظامية والفقهية، كما سبقت الإشارة إليه.
- ويشترط في الشركة المساهمة الراغبة بإصدار صكوك التّمويل أن تستوفي الشروط التي نص عليها المنظم

وهي:

- أ- أن يكون سبق له ممارسة نشاط رئيس بنفسه، أو من خلال إحدى الشركات التابعة له، خلال السنوات المالية الثلاث السابقة لطلبه على الأقل.
- ب- تقديم قوائم مالية معتمدة ومعدّة وفقًا للمعايير المحاسبية في المملكة العربية السعودية، لثلاث سنوات سابقة لطلبه.
- ج- ألا تكون الشركة قد قامت بأي تغييرات جوهرية تتعلق بهيكل المنشأة، والوارد حصرها في المادة (6/24) من قواعد طرّح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، خلال سنة مالية على الأقل من تاريخ تقديم طلب التسجيل.
- د- أن تكون الإدارة العليا مؤهلة من حيث الدراية والخبرة الكافية لإدارة النشاط.
- يتّضح من الشروط، أنها تهدف إلى حماية المستثمرين من المخاطر التي قد تتعلّق بالوضع المالي والإداري للشركات الراغبة في إصدار صكوك التّمويل، إضافة إلى خلق الثقة بأن تكون الشركات المسجلة في السوق هي الشركات التي حقّقت معايير الهيئة والالتزامات.

3. أن تتأكد الجهة المصدرة أن طلب الإصدار وفق المتطلبات النظامية المنصوص عليها في النظام الأساسي أو أي مستندات تأسيس أخرى: يجب على الشركة المصدرة أن تلتزم بأي شرط أو قيد يتعلّق بإصدار صكوك التمويل سبق أن نصّت عليه وثائق التأسيس مثل عقد الشركة الابتدائي، أو النظام الأساسي، أو الملاحق -إن وجدت- مثل أن ينص النظام الأساسي على منع تصكيك أصول وموجودات معينة من موجودات الشركة؛ إما يعود لرغبة الشركة في الحفاظ على هذه الأصول أو لأي أمر آخر. القاعدة العامة فيما يرد في هذه العقود عدم مخالفة النصوص الآمرة في الأنظمة واللوائح المعمول بها.

وعلى النقيض من ذلك إذا كانت الشروط المتفق عليها تخالف الأنظمة في المملكة، كأن تنص الشركة في النظام الأساس على أن تصدر صكوك التّمول القابلة للتحويل إلى أسهم بموافقة مجلس الإدارة، حيث يعد هذا الشرط كأن لم يكن، وفي حال صدور هذا النوع من صكوك التمويل دون موافقة الجمعية العامة غير العادية يترتب على ذلك أن يعد هذا الإصدار باطلاً.

4. أن يُصدّر قرار من الجهة المصدرة بالموافقة على طرح صكوك التمويل: تقوم شركات المساهمة على عدد كبير من المساهمين الذين يملكون حصصاً في الشركة. لا بد من صدور قرار من الجهة المناط بها مسؤولية الموافقة على إصدار صكوك التمويل للقيام بإجراءات عملية طرح صكوك التمويل.

لم يحدد المنظم السعودي في نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية الجهة المناط بها الموافقة على قرار الإصدار، وأحال في ذلك صراحة لما تنص عليه الجهة المصدرة في نظامها الأساس وفي نظام الشركات ولوائحه التنفيذية (المادة 18) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، الصادرة). بالرجوع لنظام الشركات نجد أن المنظم لم يختص جهة معينة صراحة أو ضمناً بالموافقة على الإصدار، وحسناً فعل المنظم حين ترك لكل شركة اختيار ما يلائمها.

فيما يتعلّق بالجهة المخول لها إصدار الموافقة على طرح صكوك التمويل القابلة للتحويل إلى أسهم، فقد نصّ المنظم صراحة على أن يصدر القرار من الجمعية العامة غير العادية (المادة 2/122) من نظام الشركات). والتي لا تعقد اجتماعها صحيحاً إلا بحضور من يمثلون نصف رأس مال الشركة من المساهمين على الأقل، وتصدر قراراتها بأغلبية ثلثي الأسهم الممثلة في الاجتماع لما لهذا النوع من الصكوك -في حال تحويله- من أثر على المركز المالي للشركة وللمساهمين، باعتباره يمثل زيادة في رأس مالها.

5. تعيين أصول وموجودات مشروع صكوك التمويل: بدايةً لا بد من تعيين وفرز أصول مشروع الصكوك، وأي موجودات أو حقوق معنوية ستضمّنها، وإذا كانت ملكيتها تعود لجهة أخرى غير الجهة المصدرة، يجب على الجهة المصدرة إبرام اتّفاقية معهم على عدم جواز التصرف بها بأي صورة من صور التصرف استعداداً لنقل ملكيتها حال موافقة الجهات المختصة على تداول الصكوك في السوق، ولعدم تعثر الإصدار.

يشترط في مشروع صكوك التمويل عدة شروط، منها: أن يكون مدراً للأرباح لاعتماد الأرباح والخسائر بشكل مباشر على هذه الأصول، ويتضح ذلك بما أخذ به المنظم في تعريفه لأدوات الدين المدعومة بأصل باعتمادها في العوائد على أصول المنشأة ذات الأغراض الخاصة فقط، وأن يكون ذا نفع وجدوى اقتصادية وهذا الشرط متوفر في أغلب الأعمال التجارية، وأن يكون قابلاً للاستقلال المالي والإداري عن المشاريع الأخرى للشركة المساهمة المصدرة، وهذا من أهم ما يميز صكوك التمويل عن الأسهم، مما يحقق عدم التأثير المباشر بإداء الشركة المصدرة ربحاً وخسارة، وعدم التأثير حال إفلاسها (منصور، 2015، ص 285).

كما يجب أن نشير لعدم وجود أي قيد أو شرط في الأنظمة واللوائح الصادرة عن هيئة سوق المال فيما يتعلق بمشروع صكوك التمويل، وهي ثغرة قانونية يجب معالجتها، حماية للمستثمرين في صكوك التمويل.

6. أن تصدر صكوك التمويل بموجب عقد: تقوم عملية إصدار صكوك التمويل على العديد من التصرفات القانونية التي تهدف إلى إحداث أثر قانوني، منها انتقال الملكية من الجهة المصدرة إلى وكيل حملة صكوك التمويل، وإدارة المشروع، وغيرها من الأمور التي توجب إبرام عقد أو أكثر لتنظيم هذه العلاقات. جاء ذكر وجوب إرفاق الاتفاقيات المتعلقة بصكوك التمويل في المستندات المؤيدة لتقديم طلب تسجيل الصكوك^{(المادة 24/29) والمادة (27/29)} من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة) دون تنظيم أحكام الاتفاقيات والعقود القانونية الصادرة في صكوك التمويل، ودون التطرق لوجود أي قيد أو شرط يتعلّق بهذه الاتفاقيات مما يوجب تنظيمها والنص عليها.

7. أن يُصدّر قرار من لجنة شرعية بإجازة إصدار الصكوك: ذهبت بعض القوانين بإلزامية وجود هيئة شرعية خارجية أو لجنة شرعية تتبع الجهة المصدرة، يتراوح عددها غالباً من ثلاثة إلى خمسة أشخاص عند تجهيز إصدار الصكوك^{(المادة (4)، والمادة (5)، من قانون صكوك التمويل الإسلامي).}

تتولّى هذه اللجان القيام بالعديد من الأمور الشرعية، منها: التأكد من شرعية العقد المبرم بالتزامه بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وأن آلية إصدارها متوافقة -أيضاً- مع الشريعة الإسلامية، ومراجعة المستندات وإجراء التعديلات اللازمة عليها بما يتوافق مع أحكام الشريعة، وإصدار موافقتها المكتوبة بهذا الشأن على أن تستمر مهمتها بمتابعة الإصدار طيلة مدة سريان الإصدار.

8. إعداد وتقديم نشرة الإصدار: تعرف نشرة الإصدار بأنها وثيقة ملزمة تصدر عن الجهة المصدرة للورقة المالية، تتضمن معلومات وشروط وأحكام الاستثمار في الورقة المالية، وتهدف إلى تمكين المستثمرين المحتملين من الاطلاع على كل المعلومات والبيانات التي ترى الهيئة أهميتها في اتخاذ قرار الاستثمار.

تعد نشرة الإصدار من الشروط الواجب على الجهة الراغبة في إصدار صكوك التمويل تقديمها عند طلب التسجيل لاعتمادها من الهيئة، إلا أن هذا الاعتماد لا يعني تحمل الهيئة لصحة وسلامة المعلومات الواردة بها، وإنما تعني استيفائها للشروط المنصوص عليها في النظام ولوائحه التنفيذية. ومن أهم البيانات التي ألزم المنظم توفرها في نشرة إصدار صكوك التمويل، هي:

- أ- أن تتضمن بيانات تفصيلية إدارية ومالية متعلّقة بجهة الإصدار.
 - ب- بيان الغرض من الإصدار، ومدته، وحجم الإصدار، وقيمتها الاسمية.
 - ج- ملخص لجميع العقود الجوهرية أو ذات العلاقة التي تنظم عملية التمويل.
 - د- طريقة الاكتتاب، والجهات ذات العلاقة، وتخصيص الصكوك المكتتب بها، وآلية رد الفائض.
 - هـ- بيان حقوق حاملي صكوك التمويل، وتاريخ استحقاق العوائد، وتفصيل نقل الملكية، وبيانات الاسترداد المبكر للصكوك أن وجد.
 - و- إذا كان الإصدار عن طريق برنامج إصدار تذكّر خطة الإصدار والدفعات وتواريخها المتوقعة، ويشترط في برنامج الإصدار أن يتم خلال أربعة وعشرين شهراً تبدأ من تاريخ اعتماد نشرة الإصدار.
 - ز- عوامل المخاطرة التي تنطوي على تداول صكوك التمويل؛ أي كان مصدرها.
- يتضح مما ذكر اعلاه أن المنظم غفل عن بعض البيانات الجوهرية المتعلقة بصكوك التمويل والتي يجب توفرها في نشرة إصدار الصكوك، وهي:

- إرفاق قرار إصدار الصكوك، والسند النظامي له سواء كان الإصدار بقرار صادر عن مجلس الإدارة أو الجمعية العامة.

- إرفاق بيان صادر عن هيئة شرعية معتمدة يحمل الرأي الشرعي في هذا الإصدار، وذلك لاهتمام غالبية المستثمرين في المملكة في معرفة الحكم الشرعي قبل إجراء المعاملات المالية.
 - فرض شكلية معيَّنة، أو نموذج متَّبَع بخط واضح وموحد، وترتيب معلومات متسلسل لجميع نشرات الإصدار بغرض تسهيل الاطلاع عليها من جميع أطراف المجتمع من المستثمرين.
- أوجب المنظم أن تكون مسودة نشرة الإصدار المقدَّمة في طلب التسجيل لاعتمادها باللغة العربية (المادة (30/ز) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة)، وهي قاعدة أمره لا يمكن مخالفتها، أو إعفاء المصدر منها. لا يوجد ما يمنع المصدر من ترجمة نشرة الإصدار إلى لغات مختلفة، ولكن تبقى النسخة العربية هي النسخة المعتمدة من الهيئة ويجب الرجوع إليها حال الاختلاف.
9. مراعاة القيمة الاسمية لإجمالي الإصدار: تشترط الجهات المنظمة لأسواق المال الحد الأقصى والأدنى للأوراق المالية عند تقديم طلب الإدراج بما يتناسب مع عمق وقوة السوق، وقد اشترط المنظم السعودي الحد الأدنى للقيمة الإجمالية للصكوك المطلوب إدراجها، تاركًا الحد الأقصى لرغبة الجهة المصدرة على النحو الآتي:
- يجب على الجهة التي تقوم بالإدراج لأول مرة في السوق السعودي أن تبلغ قيمة الصكوك الإجمالية، أو قيمة كل شريحة من برنامج الإصدار مائة مليون ريال سعودي.
 - يجب على الجهة التي سبق لها الإدراج في السوق أن تبلغ القيمة الإجمالية لجميع الصكوك المطلوب إدراجها أو لكل شريحة من برنامج الإصدار خمسين مليون ريال سعودي (المادة (8/أ، ب) من قواعد الإدراج).
- لا خلاف على أن المنظم راعى في هذه القيمة مناسبتها للسوق السعودي، وضمان حد أدنى للسيولة بداخله، وأن ارتفاع قيمة الموجودات في السوق، سبب في رفع كفاءة السوق.
- وتجدر الإشارة هنا إلى أن النظام لم يحدّد عدد المستثمرين عند الإدراج، بخلاف ما هو معمول به عادةً وأرى أن من الأهمية بمكان تحديد الحد الأدنى لإجمالي المستثمرين، أو عوضًا عن ذلك تحديد الحد الأقصى لتملك المستثمر لعدد من الصكوك في الإصدار نفسه، وذلك للتحقق من عدم صورية إصدارها، ولأن لحملة الصكوك اجتماعات وتتخذ فيه القرارات المتعلقة بهم بالتصويت، وفي ضوء ذلك يجب التنبيه إلى أن القرار لا يؤول في هذه الاجتماعات إلى أحد بعينه.
- كذلك تبقى مسألة هامة يجب الإشارة إليها، إذ من الملحوظ على المنظم أنه لم يشترط أن تصدر الصكوك بالريال السعودي، مما يبيّن أنه لا يوجد ما يمنع أن تقوم الجهات بإصدارها بالعملة المحلية أو الأجنبية، تشجيعًا لشرائها وتداولها في نطاق واسع.
- بعد أن تقوم الجهة المصدرة باستيفاء هذه الشروط، يتعين عليها تقديم طلب بالتسجيل⁽²⁾ وفقًا للنماذج المعدة من هيئة السوق المالية، وطلب ادراج يقدم للسوق المالية السعودي -تداول- بالتزامن، حيث عمد المنظم السعودي إلى فصل غير كلي في عمليتي التسجيل والإدراج، واعتبر كل منهما إجراء مستقل، يُقدم إلى جهات منفصلة، إلا أنه اشترط التزام بينهما في ميعاد التقديم، وفي القرار الصادر (المادة (28) قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة). أشير إلى أهمية سلوك المنظم إلى هذا التوجه باعتباره أحد أساليب الرقابة السابقة على الأوراق المالية قبل صدورهما، مما يؤدي إلى المعرفة بحالة الشركة المالية والإدارية، ومعرفة إذا كان هناك أي مخالفة للتعليمات، وتلافي أي أحداث قد تضر بالمستثمرين المحتملين، ممّا يسهم في حمايتهم ويعزّز من الثقة في السوق.

(2) تعرف الباحثة التسجيل بأنّه طلبٌ يقدّم للهيئة بعد استيفاء الشروط الواردة في اللوائح، لإضافة الصكوك إلى السجلات.

تجدر الإشارة هنا، إلى أن للهيئة خلال هذه المدة عدة صلاحيات لتمكينها من اتخاذ القرار المناسب، كأن تقوم بإجراء بحث واستقصاء للمساعدة في اتخاذ القرار، أو أن تطلب تقديم معلومات إضافية أو توجيه استفسارات للجهة المصدرة أو من يمثلها، ويشمل ذلك طلب الحضور للهيئة للإجابة وشرح ما أشكل عليها، أو أن تؤجل إصدار قرارها لإجراء مزيد من الدراسة على طلب التسجيل (المادة 33/ب، ج) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة). وقد ترك المنظم مدة التأجيل مفتوحة دون وضع حد أعلى مما قد يؤدي بالإضرار بالشركة المصدرة. نخلص في نهاية بيان الأحكام المنظمة لعملية إصدار صكوك التمويل إلى سؤال هام، وهو ما مدى أثر الأحكام التي سلكها المنظم على إصدارات صكوك التمويل في السوق المالية السعودية؟

ترى الباحثة أن حقيقة عدم وجود تنظيم قانوني واضح لإجراءات إصدار صكوك التمويل باعتبارها ورقة مالية مستقلة لها طبيعتها القانونية الخاصة بها عن بقية الأوراق المالية؛ نتج عنه سلباً عزوف الشركات المساهمة عن اللجوء لصكوك التمويل كأداة من أدوات التمويل. يُؤكّد ذلك في نظر الباحثة أن بالرجوع إلى عدد صكوك التمويل الصادرة عن شركات المساهمة والمدرجة في السوق السعودي وفقاً لإحصائيات عام 2020، نجدها لا تتجاوز خمس شركات (السوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي لعام 2020، متاح على [-publications/periodical-26%https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-publications? locale= ar](https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-publications?locale=ar) بتاريخ: 2021/01/19م)، وهو بلا شك عدد قليل جداً بالنسبة لضخامة السوق المالية السعودي.

في المقابل؛ نجد أن عدد الإصدارات الحكومية المدرجة والتي لا تخضع لذات الأحكام القانونية المنظمة لعملية إصدار الشركات يبلغ عددها ستة وسبعون إصدار (السوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي لعام 2020، متاح على [-26%https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-publications? locale=ar](https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-publications?locale=ar) بتاريخ: 2021/01/19م)؛ مما يستوجب إعادة النظر في النصوص القانونية المنظمة لعملية إصدار صكوك التمويل.

خاتمة

لقد خلصت في هذه الدراسة التي تناولت فيها التعريف بماهية صكوك التمويل وأنواعها من حيث الإصدار والأحكام المنظمة لإصدارها في النظام السعودي إلى العديد من النتائج والتوصيات.

أولاً- النتائج:

- 1- أنّ المنظم السعودي قيد الإصدار المحدود في كثير من الشروط التي تجعله غير موجه لعامة المستثمرين، ومع ذلك أجاز أن يوجه هذا الإصدار لمن يمتلك السيولة النقدية المرتفعة منهم والذي يفترض بهم الزيادة في الحرص وتوخي الحذر عند التداول.
- 2- لم يحدد المنظم السعودي في نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية الجهة المناط بها الموافقة على قرار الإصدار وما إذا كانت الجمعية العامة أم مجلس الإدارة في الشركة المصدرة.
- 3- ان المنظم السعودي لم ينص على أي شرط يجب توفره في مشروع صكوك التمويل.
- 4- يجب أن نشير لعدم وجود أي قيد أو شرط في الأنظمة واللوائح الصادرة عن هيئة سوق المال لوجوب أن تكون الأصول والموجودات داخل المملكة، سواء كانت الجهة المصدرة شركة سعودية أو أجنبية.
- 5- لم يشترط المنظم أن تكون العقود الصادرة بها صكوك التمويل من العقود الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية.

ثانياً- التوصيات:

- 1- يجب على الجهات التنظيمية في المملكة بيان الجهة المخولة بالموافقة على إصدار صكوك التمويل، حتى يصدر القرار من السلطة المختصة دون تعدي على حقوق المساهمين في الشركة المساهمة.
- 2- يجب على الجهات التنظيمية في المملكة أن تنظم مشروع صكوك التمويل، وتلزم الجهات المصدرة بدراسة جدوى وفي حال لم تتوفر لا تمنح الجهة المصدرة الموافقة على الإصدار حماية لحملتها.
- 3- يجب على الجهات التنظيمية في المملكة الإحاطة بتنظيم الوثائق والاثباتات المتعلقة بالأصول والموجودات الواقعة خارج المملكة، لتكون الصكوك الصادرة في السوق السعودي أكثر ضماناً وحمايةً لمستثمريها.
- 4- ضرورة النص على أن تكون العقود الصادرة بها صكوك التمويل من العقود الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية، خصوصاً وأن المملكة تلتزم أحكام الشريعة الإسلامية في تعاملاتها.

قائمة المراجع.

- السوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي لعام 2020، متاح على [https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-publications? locale=ar](https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-publications/periodical-26%https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-publications? locale=ar) بتاريخ: 2021/01/19م.
- الراجحي، خالد بن عبد الرحمن، تأسيس الشركات الوقفية -دراسة فقهية تأصيلية-، ورقة علمية مقدمة للمؤتمر الخامس والعشرين لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "أيوبي" بعنوان "الصناعة المالية الإسلامية بعد أربعين عاماً، تقييم التجربة واستشراف المستقبل"، بجامعة طيبة، المدينة المنورة، 2016م.
- القرني، محمد علي، صكوك التمويل الإسلامية، دار الميمان، الرياض، 1، 1440هـ.
- الماحي، حسين عبده، الشركات التجارية وقواعد سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2014م.
- قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم: (30) لسنة: 2012، الصادر عن مملكة الأردن الهاشمية.
- مرسوم الميزانية العامة للدولة، الصادر بالمرسوم الملكي رقم: (م/46)، وتاريخ: 12/04/1441هـ.
- قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم: 178(4/19) بعنوان: (قرار بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها)، الشارقة، 2009/4/30.
- قواعد الإدراج الصادرة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: (3-123-2017) وتاريخ: 09/04/1439هـ.
- قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، الصادرة، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بالقرار رقم: (3-123-2017)، وتاريخ: 09/04/1439هـ، والمعدلة بالقرار رقم: (1-104-2019) وتاريخ: 01/02/1441هـ.
- منصور، عبد الحميد عبد العظيم، الصكوك ما لها وما عليها، دار النهضة العربية، القاهرة، 2015م.
- نظام الشركات، الصادر بقرار مجلس الوزراء رقم (30) بتاريخ 27 / 1 / 1437هـ.