العدد 14-2022

دراسات معهد التدريب وبناء القدرات

الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي

إعداد: د. عبدالكريم أحمد قندوز

صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي

د. عبد الكريم أحمد قندوز

صندوق النقد العربي

2022

©صندوق النقد العربي 2022

حقوق الطبع محفوظة

يعد خبراء معهد التدريب وبناء القدرات وخبراء الدوائر الفنية الأخرى بصندوق النقد العربي دراسات اقتصادية، وأوراقا بحثية، يصدرها الصندوق وينشرها على موقعه الرسمي بشبكة الانترنت. تتناول هذه الإصدارات قضايا تتعلق بالسياسات النقدية والمصرفية والمالية والتجارية وأسواق المال وانعكاساتها على الاقتصادات العربية.

الآراء الواردة في هذه الدراسات أو الأوراق البحثية لا تمثل بالضرورة وجهة نظر صندوق النقد العربي، وتبقى معبرة عن وجهة نظر معد الدراسة.

لا يجوز نسخ أو اقتباس أي جزء من هذه الدراسة أو ترجمتها أو إعادة طبعها بأي صورة دون موافقة خطية من صندوق النقد العربي، إلا في حالات الاقتباس القصير بغرض النقد والتحليل، مع وجوب ذكر المصدر.

توجه جميع المراسلات إلى العنوان التالي:

معهد التدريب وبناء القدرات

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818 – أبو ظبي – دولة الإمارات العربية المتحدة

هاتف: 97126171765+

البريد الالكتروني: EPI@amfad.org.ae

Website: https://www.amf.org.ae/ar

المحتويات:

قائمة الأشكال والرسوم البيانية: 12
قائمة الجداول: 13
1. أساسيات الصكوك: 14
1.1. طبيعة الصكوك: 14
1.1.1. تعريف الصك: 14
2.1.1. تعريف التصكيك: 16
3.1.1. السمات الأساسية للصك: 17
2.1. أطراف عملية التصكيك: 19
1.2.1. الأطراف الأساسية: 19
الشركة المنشئة (المصكّك الأصلي) (Originator): 19
وكيل الإصدار: 20
حملة الصكوك: 20
محفظة التصكيك: 21
مدير الصكوك: 21
2.2.1. الأطراف المساعدة: 21
أمين الاستثمار: 21
هيئة الرقابة الشرعية: 22
جمعية حملة الصكوك: 22
مدير الدفاتر: 22
وكالات التصنيف الائتماني: 23
المراجع الخارجي: 24
إطار 1: قطاع التصنيف الائتماني العالمي 25
إطار 2: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA) 27
3.1. مراحل التصكيك وتطبيقاتها العملية: 28
1.3.1. المرحلة الأولى: هيكلة الصكوك 28

تحديد الأصول محل التصكيك: 28
هيكلة الصك وتحديد العلاقات المتبادلة بين أطراف الصك: 29
2.3.1. المرحلة الثانية: تنظيم إصدار الصكوك 30
3.3.1. المرحلة الثالثة: استثمار حصيلة الطرح 31
4.3.1. المرحلة الرابعة: تداول الصكوك 32
5.3.1. المرحلة الخامسة: إطفاء الصكوك 32
4.1. العوامل الواجب أخذها بالاعتبار لتحديد هيكلة الصكوك: ...34
1.4.1. نقل الملكية: 34
2.4.1. الاجتهادات الفقهية: 34
3.4.1. طبيعة الأصول محل التصكيك: 34
4.4.1. الضرائب والزكاة: 35
5.4.1. قابلية تداول الصكوك: 35
6.4.1. الاختلافات الإقليمية: 35
5.1. أهمية الصكوك لأطراف عملية التصكيك: 36
1.5.1. أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي: 36
2.5.1. أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين: 38
3.5.1. أهمية التصكيك لأسواق المال وللاقتصاد: 39
6.1. الفروق بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى: 40
1.6.1. الصك مقابل السهم: 42
2.6.1. الصك مقابل السند: 43
7.1. ضوابط إصدار وتداول الصكوك: 44
1.7.1. ضوابط إصدار الصكوك: 44
2.7.1. ضوابط تداول الصكوك: 45
3.7.1. أحكام وضوابط متفرقة أخرى: 49
8.1. تحليل تركيبة (العائد/الخطر) للصكوك: 51
إطار 3: الأنشطة المحرمة 52

2. الشركة ذات الغرض الخاص: 54
1.2. الشركة ذات الغرض الخاص: التعريف، الأهمية، والدور..... 54
1.1.2. تعريف الشركة ذات الغرض الخاص: 54
2.1.2. تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص: 54
3.1.2. البيانات المالية لشركة ذات أغراض خاصة 55
4.1.2. الشركات ذات الغرض الخاص بالدول العربية:..... 56
2.2. الجوانب الاقتصادية والقانونية لشركة الغرض الخاص: 56
1.2.2. ما استخدامات الكيانات ذات الأغراض الخاصة؟ 56
2.2.2. هل تظهر أصول وخصوم الشركة ذات الغرض الخاص في الميزانية العمومية للشركة الأم؟ 57
3.2.2. ما هي آلية عمل الشركة ذات الغرض الخاص؟ 57
4.2.2. لماذا تشكل الشركة كيانات ذات أغراض خاصة؟ 57
5.2.2. لماذا الشركة ذات الغرض الخاص مهمة في مجال الصكوك؟ 58
الشق الاقتصادي: 58
الشق الشرعي: 59
إطار 4: كيف يمكن للشركة ذات الغرض الخاص أن تتحول لأداة مدمرة مالياً؟ 60
إطار 5: المنشآت ذات الأغراض الخاصة بالمملكة العربية السعودية .. 62
3. تقسيمات الصكوك: 65
1.3. الصكوك بالنظر إلى العقود الحاكمة لها:..... 65
1.1.3. صكوك المرابحة: 65
2.1.3. صكوك السلم: 66
3.1.3. صكوك استصناع: 67
4.1.3. صكوك مشاركة: 67
5.1.3. صكوك مضاربة: 68

6.1.3. صكوك الإجارة: 68
2.3. أنواع الصكوك بحسب الغرض: 69
1.2.3. صكوك التمويل: 69
2.2.3. صكوك استثمار: 69
3.2.3. صكوك إجارة: 69
4.2.3. صكوك مشاركة في الإنتاج: 69
5.2.3. صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية: 70
3.3. الصكوك بحسب استنادها إلى أصول: 72
1.3.3. الصكوك المدعومة بأصول: 72
2.3.3. الصكوك المبنية على أصول: 73
3.3.3. الصكوك القائمة على أصول مع وعد ملزم بإعادة الشراء: .. 74
4.3.3. الفرق بين الصكوك المبنية على أصول والصكوك المدعومة بأصول: 74
4.3. الصكوك بحسب قابليتها للتداول: 75
1.4.3. صكوك قابلة للتداول: 76
2.4.3. صكوك غير قابلة للتداول: 76
5.3. الصكوك بحسب قابليتها للتحويل: 76
1.5.3. صكوك قابلة للتحويل إلى أسهم: 76
2.5.3. صكوك قابلة للتبديل بأسهم: 77
6.3. الصكوك بحسب جهة الإصدار: 77
1.6.3. صكوك حكومية: 77
2.6.3. صكوك الشركات: 77
7.3. تقسيمات أخرى للصكوك: 78
1.7.3. حسب الأجل: 78
2.7.3. حسب طبيعتها: 78
3.7.3. حسب القطاع الاقتصادي: 78

4.7.3. حسب التخصيص: 78
إطار 6: عقود التمويل الإسلامي 79
أولا: الأدوات المالية الإسلامية التي تقوم على أصول 80
المرابحة 80
التورق 80
السّلم 80
الاستصناع 81
الإجارة 81
الجعالة: 81
ثانياً: الأدوات المالية القائمة على المشاركة 81
المشاركة 81
المضاربة 81
المُزارعة 81
المساقاة 82
ثالثاً: الصكوك والمحافظ والصناديق الاستثمارية 82
4. هياكل الصكوك: دراسات حالة 83
1.4. ملخص هياكل الصكوك: 84
1.1.4. صكوك المرابحة: 84
2.1.4. صكوك المشاركة: 86
3.1.4. صكوك المضاربة: 87
4.1.4. صكوك الإجارة: 88
5.1.4. صكوك الوكالة: 89
6.1.4. صكوك الاستثمار: 90
7.1.4. صكوك المنافع: 91
8.1.4. صكوك الاستصناع: 91
9.1.4. صكوك السلم: 92

إطار 7: رأس المال التنظيمي 94
2.4. هيكل الصكوك القائم على المرابحة: 96
1.2.4. صكوك المرابحة، ضوابطها، أطرافها ومزاياها: 96
عقد المرابحة: 96
وصف آلية صك المرابحة:..... 96
الضوابط والمتطلبات الخاصة بالأصل محل المرابحة: 97
ما تتميز به صكوك المرابحة:..... 98
2.2.4. هيكلة صك المرابحة: 99
ضوابط التداول:..... 99
طرق إطفاء صك المرابحة: 100
3.2.4. حالة تطبيقية: صكوك المرابحة 101
بيان طبيعة المشروع: 101
وصف الصك: 102
هيكل الإصدار: 103
معاملات وعقود هيكل صكوك (المضاربة-المرابحة): 103
أمثلة تطبيقية أخرى للاطلاع:.....105
3.4. هيكل الصكوك القائم على الاستصناع: 107
1.3.4. صكوك الاستصناع، ضوابطها، أطرافها ومزاياها: 107
2.3.4. ضوابط عقد الاستصناع: 108
3.3.4. تحديات استخدم صكوك الاستصناع:.....109
4.3.4. دراسة حالة صكوك استصناع:.....110
وصف عام لعملية التصكيك:.....110
وصف وخصائص الصك:.....110
تركيبة العقود والمعاملات في الصك: 112
إطار 8: شركة المملكة للتقسيط (KIC) 114
هدف الصكوك والنتائج المتحققة: 114

حصيلة الإصدار والنتائج: 115
4.4. هيكل الصكوك القائم على المشاركة: 117
1.4.4. صكوك المشاركة، ضوابطها، أطرافها ومزاياها: 117
2.4.4. الضوابط المطبقة على المشاركة فيما يخص الصكوك: 118
3.4.4. دراسة حالة صكوك المشاركة: صكوك ميثاق (سلطنة عمان) 119
وصف الصك: 119
هيكل الصك: 120
إطار 9: الشركة في الفقه الإسلامي 121
5.4. هيكل الصكوك القائم على المضاربة: 123
1.5.4. صكوك المضاربة، ضوابطها، أطرافها ومزاياها: 123
2.5.4. الضوابط المطبقة على المضاربة فيما يخص الصكوك: 124
3.5.4. دراسة حالة صكوك مصرف الإنماء القائمة على المضاربة: 125
هيكلة الصك: 125
وصف الصك: 126
6.4. هيكل الصكوك القائم على الإجارة: 129
1.6.4. صكوك الإجارة، ضوابطها، أطرافها ومزاياها 129
2.6.4. متطلبات الشريعة المطبقة على الإجارة: 130
3.6.4. دراسة حالة صكوك الإجارة: 131
صكوك إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك: 131
هيكلة صك الإجارة وإصداره: 131
هيكلة الصك: 133
بعض خصائص الصك (حسب نشرة الإصدار): 134
5. أسواق الصكوك بالدول العربية: 136
1.5. القطاعات الرئيسة للصناعة المالية الإسلامية 136
2.5. نظرة شاملة على الصناعة المالية الإسلامية: 138

إطار 10: قوانين الصكوك بالدول العربية 141
3.5. سوق رأس المال الإسلامية: 142
4.5. تحليل تطورات أسواق الصكوك العالمية: 143
1.4.5. تطور حجم الإصدارات: 143
2.4.5. خصائص السوق: 144
3.4.5. تحليل أسواق الصكوك العالمية: 145
التوزيع القطاعي للصكوك: 146
الصكوك بحسب الدول: 147
الصكوك بحسب آجالها: 148
تطور هيكل إصدارات الصكوك بحسب طبيعة المصدرين: 150
5.5. التفكيك الهيكلي لسوق الصكوك: 151
1.5.5. هياكل الصكوك المحلية مقابل الدولية: 151
إصدارات الصكوك الدولية وتوزيعها الهيكلي والقطاعي: 151
إصدارات الصكوك المحلية وتوزيعها الهيكلي والقطاعي: 154
إصدارات الصكوك الدولية بحسب المصدرين: 156
إصدارات الصكوك المحلية بحسب المصدرين: 156
2.5.5. هياكل الصكوك السيادية: 157
3.5.5. هياكل الصكوك شبه السيادية: 159
6.5. التحليل الكيفي لأسواق الصكوك: 159
1.6.5. العوامل المحركة لأسواق الصكوك: 160
2.6.5. الطلب على الصكوك: 160
3.6.5. الآفاق المستقبلية: 161
نمو الصكوك ذات العائد الثابت: 161
المزيد من التنويع في هياكل الصكوك 161
دور الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة: 161
الصكوك المدعومة بأصول: 162

4.6.5. كيف تعاملت أسواق الصكوك مع التحديات: 162
جائحة كوفيد-19: 162
التحول من الليبور: 162
تحديات إصدار صكوك الشركات: 162
انكماش إصدارات الصكوك بالعملة غير المحلية 163
قائمة المراجع: 164
ملاحق: 166
ملحق 1: مذكرة طرح خاص للصكوك في السوق الإماراتي: 166

قائمة الأشكال والرسوم البيانية:

شكل 1. ماهية التصكيك 17
شكل 2. أطراف عملية التصكيك 25
شكل 3. مراحل عملية إصدار الصكوك 33
شكل 4. الضوابط العامة للصكوك بحسب مراحل عملية التصكيك 50
شكل 5. تصنيف بعض الأوراق المالية من حيث توليفات (العائد/الخطر) 52
شكل 6. أنواع الصكوك 71
شكل 7. تصنيف الأدوات المالية الإسلامية الاستثمارية 80
شكل 8. هيكلة صكوك المرابحة 85
شكل 9. هيكل صكوك المشاركة 86
شكل 10. هيكل صكوك المضاربة 87
شكل 11. هيكل صكوك الإجارة 88
شكل 12. هيكل صكوك الوكالة 90
شكل 13. هيكل صكوك الاستصناع 92
شكل 14. هيكل صكوك السلم 93
شكل 15. مكونات رأس المال للبنوك 94
شكل 16. الأحكام الشرعية لصك المرابحة خلال مراحل التصكيك 100
شكل 17. هيكل إصدار صكوك المضاربة-المرابحة 103
شكل 18. تركيبة العقود والمعاملات في صك (الاستصناع- الإجارة) 112
شكل 19. هيكل صكوك المشاركة 120
شكل 20. أقسام الشركة وتفريعاتها 122
شكل 21. هيكل الصكوك القائمة على صيغة المضاربة 125
شكل 22. الهيكلة النمطية لصكوك إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك 133
شكل 23. هيكل صكوك الإجارة 133
شكل 24. القطاعات الرئيسة للصناعة المالية الإسلامية 137
شكل 25. مكونات الصناعة المالية الإسلامية وهيكلها الحالي 140
شكل 26. تطور حجم إصدارات الصكوك على مستوى العالم 144
شكل 27. إصدارات الصكوك بحسب طبيعة المصدر 145
شكل 28. توزيع إصدارات الصكوك بحسب القطاعات 147
شكل 29. توزيع إصدارات الصكوك بحسب الدول 148
شكل 30. تطور إصدارات الصكوك بحسب آجالها 149

شكل 31. تطور إصدارات الصكوك بحسب طبيعة المصدرين (بالقيم) 150
شكل 32. مساهمة مصدري الصكوك في إجمالي الإصدارات 150
شكل 33. هياكل الصكوك الدولية (2010-2018) 152
شكل 34. التوزيع الهيكلي للصكوك المحلية لعام 2019 153
شكل 35. التوزيع الهيكلي للصكوك الدولية لعام 2020 153
شكل 36. إصدارات الصكوك المحلية للفترة 2014-2020 154
شكل 37. التغير في هياكل الصكوك السيادية 158

قائمة الجداول:

جدول 1. السمات الأساسية للصكوك 17
جدول 2. أهم ضوابط إصدار الصكوك 44
جدول 3. الضوابط العامة لتداول الصكوك 46
جدول 4. ضوابط تداول بعض أنواع الصكوك مع المبرر الفقهي 47
جدول 5. الفرق بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المبنية على أصول .. 74
جدول 6. بعض إصدارات الصكوك الهجينة (مرابحة-مضاربة) 105
جدول 7. توزيع أصول الصناعة المالية الإسلامية 2019 140
جدول 8. قوانين الصكوك الصادرة بالدول العربية 141
جدول 9. إصدارات الصكوك الدولية بحسب المصدرين: 156
جدول 10. إصدارات الصكوك المحلية بحسب المصدرين 157
جدول 11. هياكل الصكوك السيادية (2019-2020) 157

1. أساسيات الصكوك:

لم يحظ منتجٌ مالي (عدا المنتجات التي طرحتها البنوك الإسلامية) بالقبول والانتشار مثل الصكوك، فهي تعرف قبولاً وانتشاراً منذ أول استخدامها أواسط الثمانينات وبداية التسعينات من القرن العشرين. وعلى الرغم من أنها قد مرت ببعض أوقات الفتور وتراجع إصدارها واستخدامها، إلا أنها سرعان ما عاودت الانتشار. في الحقيقة ليس ذلك بمستغرب، فالصكوك أداةٌ متميزة بحق استطاعت أن تجمع بين المتطلبات الحديثة للتمويل وتطبيق عقود التمويل الإسلامي، وأن تجمع بين الكفاءة والمرونة الاقتصادية والمصداقية الشرعية، إذ يمكن -نظرياً- تطبيق أي من عقود التمويل الإسلامي في هيكلة الصكوك، كما يمكن استخدامها لتمويل مختلف أنواع المشروعات والشركات وحتى الدول، وتتماهى مع الكثير من القطاعات الربحية، والخيرية، والشراكات بين القطاعين العام والخاص، ومع القطاعات السيادية وغيرها. كذلك، استطاعت الصكوك أن تحقق غايات كثيرة، فهي تتيح الفرصة لمشاركة المموّلين (حملة الصكوك) في ربح المشاريع الكبيرة أو الدخل الناتج منها، كما أنها مكّنت من تمويل مشروعات كبرى تعجز عن تمويلها جهة ممولة واحدة، فضلاً عن قدرتها على الإسهام في تطوير العمل المصرفي الإسلامي وتمويل التنمية على مستوى الدول.

في هذا الجزء سنتناول ماهية هذه الأدوات المالية المبتكرة، وضوابط إصدارها وتداولها، ومتطلبات وجود سوق ناجحة للصكوك:

1.1. طبيعة الصكوك:

1.1.1. تعريف الصك:

للصكوك تعريفات كثيرة، وسنستعرض أول ما تم تعريف الصك عند ظهورها، قبل أن يتشكل لدى القائمين على الصناعة وخبرائها المزيد من الفهم الدقيق والعميق لهذه الأدوات، بحيث أصبح تعريفها أدق:

- ***المرحلة الأولى:*** عام 1983، أصدر (بنك ماليزيا المركزي) شهادات استثمار تحمل خصائص الصكوك، وكان سبب ذلك إحجام بنك إسلام ماليزيا عن الاستثمار في السندات الحكومية وأذونات الخزينة كونها لا تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

- ***المرحلة الثانية:*** اقترح سامي حمود فكرة مشروع (سندات المقارضة) بديلاً عن سندات الدين، وهي عبارة عن وثائق تمثل حصصاً شائعةً في مشروع، تصدر بقيم متساوية، وتستند على عقد المضاربة، ولأن الفكرة جديدة، فإن نجاحها مرهون بتوفير ضمانات من طرف ثالث (الدولة).

- ***المرحلة الثالثة:*** تبنّي مجمع الفقه الإسلامي (قرار رقم 5 وتاريخ 1988/8/4) سندات المقارضة وسندات الاستثمار، ما يعني أنه قد فتح الباب أمام المؤسسات المالية التي تعمل وفق ضوابط الشريعة للتعامل بهذه الأدوات.

- ***المرحلة الرابعة:*** أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوفي) معياراً خاصاً بصكوك الاستثمار (المعيار رقم 17).

فيما يلي بعض تعريفات الصكوك:

- هي وثائق متساوية القيمة، تمثّل حصصاً شائعةً في ملكية أعيان، أو منافع، أو خدمات، أو في موجودات مشروع معيّن، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله [1]

- شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثّل ملكيةً شائعةً في أصول: أعيان، أو منافع، أو ديون، أو نقود، أو خدمات، أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلّها، بشروط معينة، عند إصدارها، أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها.[2]

- وثائق متساوية القيمة تمثل حصصًا شائعةً في ملكية المشروع تصدر بأسماء مالكيها مقابل ما يقدمون من أموال لتنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق العائد لمدة تحدد في نشرة الإصدار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها. [3]

وكما يظهر من التعريف، فإن الصك هو مستندٌ أو وثيقةٌ تصدرها جهة معينة (قد تكون خاصةً أو حكوميةً)، تُثبت قيمةً ماليةً دفَعها المكتتب مقابل هذه الوثيقة، ويتم استثمار حصيلة تلك الأوراق (الوثائق) في المشروع الاستثماري الذي صدرت لأجله، ويكون للمكتتب في الصك الحق في المشاركة في نتائج المشروع حسب الشروط الخاصة بالإصدار.

2.1.1. تعريف التصكيك:

التصكيك يعني العملية التي تكون محصلتها إنشاء الصكوك، وقد يكون ذلك من خلال إصدار صكوك ممثلة لمشروع (أو أصل) قائم، أو إصدار صكوك لأصول ستكون مستقبلاً (أي هي غير موجودة حالياً). فالتصكيك على هذا النحو يعني تقسيم ملكية الأصول أو المنافع أو الخدمات إلى أجزاء متساوية، وإصدارها في شكل وثائق (مستندات) ومن ثم طرحها للاكتتاب. ويكون المكتتب في هذه الوثائق مالكاً بمقدار ما اشترى من وثائق، ويوضح الشكل (1) أدناه معنى التصكيك وإسقاطه على أنواع الصكوك، والتي سنتعرف عليها لاحقاً بمزيد من التفصيل:

شكل 1. ماهية التصكيك

المصدر: المؤلف

3.1.1. السمات الأساسية للصك:

استناداً إلى التعريفات السابقة للصك، فإنه يتضح لنا السمات الأساسية التالية للصكوك:

جدول 1. السمات الأساسية للصكوك

السمة	شرحها
طبيعة الصك	▪ وثيقة تثبت الحق لصاحبها في ملكية بالاشتراك مع الغير. ▪ لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها عند إصدارها.
قيمة الصك	▪ لكل صك قيمة اسمية محددة ومسجلة على الصك. ▪ تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، غير قابلة للتقسيم.
أساسها	▪ يعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية، وتفصّل نشرة إصدارها وعقودها حقوق والتزامات أطرافها.

قابلية التداول والاسترداد	▪ الصك قابل للتداول ما لم يمثل نقداً أو ديناً محضاً. ▪ الصك قابل للاسترداد.
أحكام التداول	▪ يأخذ الصك نفس أحكام تداول الأصول التي يمثلها.
التصرف في الصك	▪ تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكيةً شائعةً في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك، ولهذا، يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي.
ماذا يمثل الصك	▪ يمثل الصك ملكية شائعة في أصول: أعيان، أو منافع، أو ديون، أو نقود، أو خدمات، أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، يستتبع ذلك أن انتقال حق الملكية لا يرد على الصك، بل على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق.
استحقاق الربح	▪ 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.
الخسارة أو حالة تصفية المشروع	▪ يشترك حامل الصك في أرباح المشروع الذي يموله الصك، وأيضا في ناتج التصفية بنسبة ما يملكه من صكوك. ▪ يتحمل الخسائر إن وجدت بنسبة ما يملكه.
مدة استحقاق الصك	▪ يصدر الصك لمدة محددة، تسترد أو تُطفأ بعدها أو في أثنائها. ▪ قد تصدر لمدد غير محددة.
نشرة الإصدار	▪ هي وثيقة تتضمن بيانات الإصدار، وشروطه، وشروط التعاقد، وأحكامهما.
الإيجاب والقبول	▪ يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار. ▪ الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في الصكوك. ▪ القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة (إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذٍ إيجاباً ويكون الاكتتاب قبولاً).
المشروع الممول	▪ يشمل أي نشاط اقتصادي أو أصل مدر للدخل غير محظور شرعاً.
العلاقات المتبادلة	▪ تنشأ عن الصك مجموعة مركبة من العلاقات المتبادلة بين أطراف الصك، تشمل:

	▪ علاقة بين حامل الصك وبقية حملة الصكوك: العلاقة هنا هي علاقة بين شركاء في ملك واحد. ▪ علاقة حملة الصكوك مع الجهة المصدرة: هي علاقة رب مال بمضارب.
التوافق مع مبادئ التمويل الإسلامي	▪ الصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بن أطرافها.

المصدر: المؤلف

2.1. أطراف عملية التصكيك:

التصكيك هو عملية تحويل الأصول المدرة للدخل إلى صكوك مالية تحمل قيمة تلك الأصول. تكون الصكوك مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وتحمل خصائص مختلفة بحسب طبيعة الأصول التي تم تصكيكها، فهي تكون قابلة للتداول إذا كان أغلب تلك الأصول أعياناً (أصولاً حقيقية)، وتكون غير قابلة للتداول إذا غلب عليها النقد، كما تدرّ الصكوك عوائد لملاكها مقابل درجات معينة من الخطر لأنها ترتبط بأداء الأصول التي تستند إليها. ويتضح مما سبق أن التصكيك عقد له مجموعة من الأطراف، ويترتب عنه مجموعة من الحقوق والالتزامات لتلك الأطراف. يمكن تقسيم أطراف العقد إلى نوعين: أطراف أساسية تشارك بشكل مباشرة في عملية التصكيك، وأطراف مساعدة يتم عادة التعاقد معها لتأدية خدمات محددة في عملية التصكيك:

1.2.1. الأطراف الأساسية:

الشركة المنشئة (المصكّك الأصلي) (Originator):

الشركة المنشئة هي جهة الإصدار وتسمى كذلك البادئ، وهي مالك الأصل أو المنافع أو النشاط الذي يتم التصكيك لصالحه، بمعنى آخر فإن الشركة المنشئة بحاجة لتمويل المشروع (أو الأصل)، فتقوم بتصكيك أصولها للحصول على سيولة من خلال حصر وتجميع مختلف أنواع الأصول في وعاء استثماري (محفظة التصكيك)، وهي التي تستفيد من حصيلة الاكتتاب في الصكوك، أو تنشئ شركة

ذات غرض خاص (سيأتي شرحها)، وتنقل إليها محفظة التصكيك لتحصل مقابل ذلك على نقد هو حصيلة الاكتتاب. جهة الإصدار يمكن أن تكون شركةً أو حكومةً، وقد تكون بنكاً مركزياً، أو بنكاً تجارياً، أو شركة تمويل، أو حتى مؤسسةً خيرية.

وكيل الإصدار:

وكيل الإصدار (يسمى أيضا المُصدر) (*Issuer*) هو الجهة التي حصلت على التفويض بإنشاء الصكوك وبيعها للمستثمرين (حملة الصكوك)، كما تتولى إدارة الأصول المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم. يمكن للشركة المنشئة للصكوك أن تكون وكيل الإصدار وتتولى المهام المذكورة سابقاً، لكن عملياً، تقوم الشركة المصكّكة بإنشاء شركة ذات غرض خاص (*Special Purpose Vehicle*) تتولى عملية الإصدار، وتتخذ كل الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك، يكون ذلك بأجر أو مقابل عمولةٍ محددة (يتم تحديدهما في نشرة الإصدار). ونظراً لكونها كياناً مستقلاً وذات شخصية اعتبارية، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بوظائف أخرى كثيرة ذات علاقة بالصكوك، فهي -إضافة إلى الإصدار- تدير الاستثمار (المشروع)، وتعمل كأمين على المشروع، وتحمي مصالح حملة الصكوك (المستثمرين)...الخ.

حملة الصكوك:

حملة الصكوك (*Sukuk Holders*) أو المستثمرون هم من قام بشراء الصك المطروح للاكتتاب، بمعنى آخر استخدموا أموالهم الخاصة للحصول على الصك، ولأن الصك يمثل موجودات (أعيان، أو منافع، أو خدمات، أو خليط بينها)، فهذا يعني أن حامل الصك يمتلك هذه الموجودات بحسب حصته، ما يعني أن يستحق نصيبا من الربح الناتج عن تلك الموجودات، كما يتحمّل أي خسارة. لا شك أن الهدف الأساس لحامل الصك هو استثمار أو توظيف أمواله، فهو يتوقع أن يسترد كامل قيمة الصك إضافة للعوائد. يمكن لحامل الصك أن يكون فردا، أو مستثمرًا، أو مستثمراً مؤسسيًا، أو شركةً محليةً، أو دولية، أو حكومات، أو غيرها.

محفظة التصكيك:

محفظة التصكيك (*Portfolio Asset*) هي مدار عملية التصكيك، وإليها تلتقي كل أطراف العملية (سواء الأساسية أو المساعدة)، ويمكن تعريفها على أنها الوعاء الاستثماري الذي يجمع مختلف أنواع الأصول التي تم تصكيكها لصالح الجهة المنشئة للصكوك بغرض الحصول على تمويل لمشروع استثماري جديد أو التوسع في مشروع قائم، وعوائد محفظة التصكيك هي التي يتم تخصيصها لسداد مستحقات حملة الصكوك (بحسب تواريخ الاستحقاق).

مدير الصكوك:

هو من يتولى إدارة الصكوك، وبحسب طبيعة الصكوك فقد يكون مضاربا ويحصل على نصيبه من الربح كمضارب، أو قد يكون مديرا شريكا ويحصل على نصيبه مقابل مشاركته، كما قد يكون وكيل استثمار ويحصل على أجر مقابل الإدارة.

2.2.1. الأطراف المساعدة:

أمين الاستثمار:

أمين الاستثمار (*Trustee*) هو مؤسسة وساطة مالية تكون مهمتها هي حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة والإشراف على مدير الصكوك (مدير الإصدار)، ومتابعة مدى التزامه بإجراءات الاستثمار في الصكوك على نحو ما هو محدد في نشرة الإصدار. يدخل من ضمن وظائف أمين الاستثمار الاحتفاظ بالسجلات والوثائق والضمانات، ويعتبر دوره أساسياً خلال المراحل المبكرة لعملية التصكيك. غالباً ما تأخذ العلاقة بين أمين الاستثمار وحملة الصكوك شكل (عقد وكالة بأجر)، ويتم النص في نشرة الإصدار على طبيعة العلاقة والأجر المستحق. في التطبيق العملي، تقوم شركة الغرض الخاص بهذه الوظيفة، ومع ذلك يمكن لحملة الصكوك إنهاء هذه الوكالة وتوكيل أمين آخر عدى شركة الغرض الخاص.

هيئة الرقابة الشرعية:

تسمى كذلك لجنة الصكوك الشرعية، وهي لجنة يتم اعتمادها في العادة من طرف مصدر الصك، وظيفتها الأساسية هي الإشراف على الجوانب الشرعية من لحظة بدء عملية التصكيك وإلى غاية إطفاء الصكوك، وبذلك فهي تتولى مراجعة نشرة الإصدار، والعقود والإجراءات المرتبطة بالصكوك، وعملية إصدار الصكوك وطريقة استخدام حصيلتها، والتأكد من أنها تستوفي متطلبات السلامة الشرعية، بما في ذلك العلاقات المتبادلة بين مختلف أطراف عملية التصكيك وإلى غاية تصفية (حل) الصكوك. وإذا أخذنا بالاعتبار أن توافق عملية التصكيك (بكل مراحلها وإجراءاتها) مع الضوابط الشرعية يعتبر أهم سبب لوجودها، فإننا نستطيع أن ندرك أن أهم الأطراف المساعدة في عملية التصكيك هي هيئة الرقابة الشرعية. تتشكل الهيئة في العادة من فقهاء شرعيين ذوي خبرة في المعاملات المالية، والقانون.

جمعية حملة الصكوك:

تسمى كذلك هيئة حاملي الصكوك، وهي جمعية أو هيئة يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها أي لحملة الصكوك، بحيث يكون لهم ممثل قانوني (من أعضائها أو من الغير ممن ليس له مصلحة مباشرة أو غير مباشرة مع جهة الإصدار) يباشر ما تقتضيه حماية المصالح المشتركة لحملة الصكوك في مواجهة الشركة ذات الغرض الخاص أو في مواجهة الغير أو أمام القضاء. تعقد الجمعية اجتماعات عادية أو استثنائية لمناقشة ما يتعلق بالصكوك كمواعيد الوفاء بالصكوك، أو العوائد المتوقعة، أو قيمة الاسترداد، أو ما من شأنه المساس بحقوق حملة الصكوك...الخ

مدير الدفاتر:

مدير الدفاتر أو مدير الطرح (*Bookrunner*) هو الضامن الرئيس الذي يشرف على الطرح الأولي أو الإصدار الجديد للأداة المالية (الأسهم، أو السندات، أو الصكوك، أو الأوراق المالية الهجينة)، فهو بذلك ضامن ومدير ومنسق ومنظم

لعملية الإصدار، ويمكن أن يتعاون أكثر من مدير دفاتر في إصدار نفس الأوراق المالية. يتولى مدير الدفاتر الترويج للاكتتاب العام، جمع عطاءات المستثمرين الأفراد والمؤسسات المهتمة بالاكتتاب، التفاوض بخصوص سعر الإصدار، تخصيص الطرح للمستثمرين (ما بين كبار المستثمرين، وصغار المستثمرين وغيرهم).

وكالات التصنيف الائتماني:

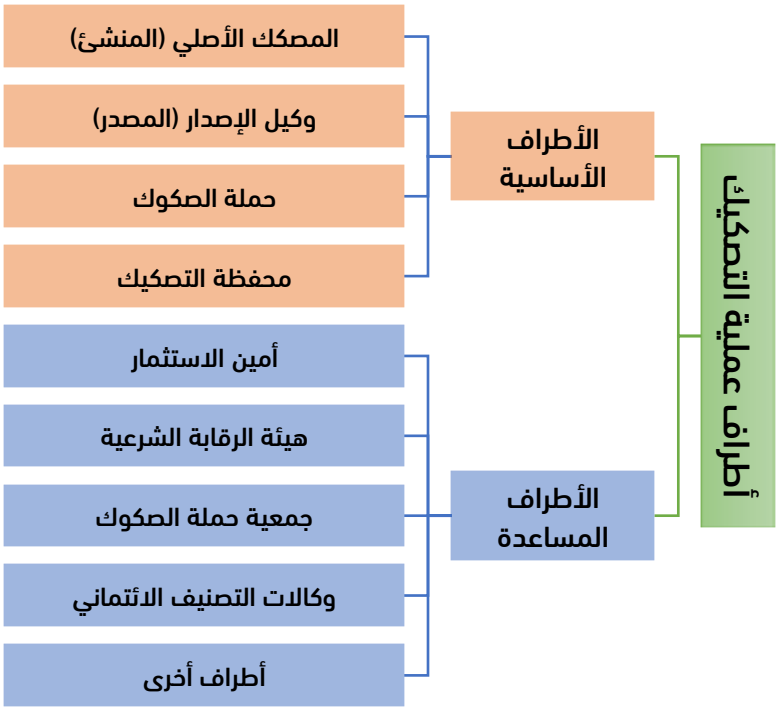
وكالة التصنيف الائتماني (*Credit Rating Agency*) هي مؤسسة وظيفتها الأساسية تحديد التصنيفات الائتمانية للأدوات المالية والشركات وحتى الدول أو الحكومات (لا تقوم بتصنيف المستهلكين الأفراد). يعتمد ذلك التصنيف على تقييم الأخطار المتعلقة بإصدارات الدين ومصدريها، وتقدير قدرة المدين على سداد تلك الديون (سداد أصل الدين وفوائده) في الوقت المناسب وتقدير احتمالات التخلف عن السداد. يمكن لوكالات التصنيف أن تصنف الجدارة الائتمانية لمصدري التزامات الدين، ولأدوات الدين، وفي بعض الحالات، لمقدمي خدمة الدين الأساسي. حالياً، يعتبر سوق التصنيف الائتماني أحد أركان الصناعة المالية العالمية، لكنه شديد التركز، ذلك أن ثلاث شركات تستحوذ تقريبا على كامل السوق، وهي: موديز (*Moody's*)، أس أند بي (*S&P Global*)، وفيتش (*Fitch Ratings*) (**الإطار رقم 1**). يسهم التصنيف الائتماني الجيد للصك في جعله أكثر جاذبية للمستثمرين، كما يمنح الصناعة المالية الإسلامية المزيد من الثقة في الأسواق العالمية، غير أن بعض التحديات تظهر عند قيام شركات التصنيف العالمية بعملية التصنيف، حيث يتم اعتبار الصكوك أقرب لأدوات الدين رغم الاختلافات الجوهرية بين السندات والصكوك، كما أن بعض أنواع الصكوك تعتبر إلى الآن غير مفهومة بالنسبة لوكالات التصنيف من حيث طبيعة العلاقات المتبادلة وكذا التدفقات النقدية التي ينطوي عليها الصك، ما يجعلها عصيةً على التصنيف الائتماني. لهذا الغرض تم إنشاء **الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف** (*The Islamic International Rating Agency*) لتوفير تقييمات مستقلة للمُصدرين

والإصدارات المتوافقة مع مبادئ التمويل الإسلامي (**الإطار رقم 2**). يحقق التصنيف الائتماني للصكوك (كما لغيرها من الأدوات والمؤسسات المالية) الكثير من المزايا، على سبيل المثال يسهّل التصنيف على المُصدِر تحديد المخاطر التي يواجهها، ونقاط القوة والضعف في الأداة المصدَرة، وهذا يساعده على التخطيط للمديين المتوسط والبعيد، كما يسهل له الوصول لمصادر تمويل بديلة لرأس المال (إذا كانت الأداة المصدَرة مثلاً أقل جدوى من الخيارات الأخرى المتوفرة في السوق)، وبالتالي تقليل تكلفة التمويل. بالنسبة للمستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم، يوفر التصنيف الائتماني للأدوات المالية معلومات متعلقة بفرص الاستثمار الممكنة، ويساعدهم على تخصيص استثماراتهم بحسب توليفات العائد/الخطر التي يرغبون فيها، فضلا عن جعل الأخطار التي تنطوي عليها الأدوات المالية أو المؤسسات أو حتى الدول مفهومةً وقابلةً للمقارنة، وهذه العناصر مجتمعة تبني ثقة المستثمرين وتقلل من حالات الغموض وعدم اليقين. بالنسبة للصناعة المالية ككل، تساعد التقييمات الائتمانية على التعرف على المخاطر في النظام والعمل بمثابة تحذير مبكر للفشل، كما تعزّز وتنمّي تدفقات رأس المال عبر الحدود، وتساعد على استكشاف الأسعار.

المراجع الخارجي:

يتولى مراجعة حسابات الصكوك مراجع خارجي يتم اعتماده من الجهات المخوّلة قانوناً (مثلاً هيئة سوق المال)، وعادةً ما يتم تعيينه وتحديد أتعابه من الشركة ذات الغرض الخاص، ومع ذلك فللجهة النظامية المخولة الحق في رفضه وطلب تغييره إذا كانت هناك أسباب تبرّر ذلك، وفي حال تعيينه، فلا يمكن للجهة التي عيّنته أن تنحّيه إلا بموافقة الجهات الإشرافية.

شكل 2. أطراف عملية التصكيك



المصدر: المؤلف

إطار 1: قطاع التصنيف الائتماني العالمي

تستحوذ الشركات الكبرى الثلاث: موديز (*Moody's*)، أس أند بي (*S&P Global*)، وفيتش (*Fitch Ratings*) على ما يتجاوز 95% من سوق التصنيفات الائتمانية العالمية. تستحوذ (*S&P Global*) لوحدها على حوالي 80% من الحصة السوقية. تستخدم كل شركة منهجية مختلفة لتخصيص التصنيفات الائتمانية، لكنها في الغالب تعطي نتائج متسقة فيما بينها، ويظهر الجدول أدناه التقييمات التي تعتمدها الجهات الثلاث وتفسيرها:

Moody's	S&P	Fitch	التقييم
Aaa	AAA	AAA	الأكثر أمانا
Aa1	AA+	AA+	جدارة ائتمانية عالية

	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
جدارة ائتمانية متوسطة إلى عالية	A+	A+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
جدارة ائتمانية متوسطة إلى أقل من متوسطة	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
غير استثمارية	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
مخاطرة	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
مخاطرة عالية	CCC+	CCC	Caa1
	CCC		Caa2
	CCC-		Caa3
			Ca
متعثرة			C
		DDD	
		DD	
	D	D	

تستند التصنيفات الائتمانية أو الدرجات الائتمانية إلى العناية الواجبة الجوهرية التي تقوم بها وكالات التصنيف التي يجب أن تأخذ نظرة متوازنة وموضوعية للوضع المالي للمقترض وقدرته على خدمة / سداد الديون. يمكن أن يؤثر ذلك على ما إذا كان سيتم الموافقة على المقترض للحصول على قرض أم لا ولكن أيضًا على سعر الفائدة الذي يجب سداد القرض به.

لا بأس من الإشارة إلى أن التقديرات التي تنشرها وكالات التصنيف الائتماني ليست صحيحةً دوماً، ويجب أخذها ببعض الحذر. على سبيل المثال، عرفت وكالات التصنيف فشلاً ذريعاً قبل وخلال الأزمة المالية العالمية أواخر عام 2007، حيث لم تتمكن من تقدير المخاطر المتعلقة بسندات الرهون العقارية والسندات المهيكلة والتي أدت إلى نشوء الأزمة المالية العالمية، وتعرّضت

للكثير من النقد من صانعي السياسات ومتخذي القرار. إلى الآن لا تزال هذه الوكالات تواجَه ببعض النقد، من ذلك ضعف القدرة على تقدير المخاطر المستقبلية، التأخر في رصد الاتجاهات المتسارعة التي تعرفها الأسواق المالية العالمية، تضارب المصالح (عملاء شركات التصنيف هم أنفسهم من سيحصل على التصنيف)، وغيرها. حالياً، ولكي تتجنب المسؤولية القانونية تجاه تصنيفاتها، صارت هذه الوكالات تؤكد في تقاريرها على أن التصنيفات هي رأي محايد مبني على أسس علمية متينة، وللأسواق والمؤسسات والحكومات الحرية في الأخذ بها من عدمه.

إطار 2: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA)

تم إنشاء الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (*IIRA*) لتقديم تقييمات مستقلة للمُصدرين والإصدارات التي تتوافق مع مبادئ التمويل الإسلامي. ينصب تركيز الوكالة بشكل خاص على تطوير أسواق رأس المال المحلية، وخاصة في منطقة منظمة الدول الإسلامية (*OIC*) وتوفير قوة دفع من خلال تصنيفاتها للتمويل الأخلاقي، في جميع أنحاء العالم. تأسست الوكالة كمؤسسة بنية تحتية لدعم التمويل الإسلامي كما تصورها البنك الإسلامي للتنمية (*IsDB*)، لتصبح بذلك إحدى لبنات الصناعة المالية الإسلامية إضافة لمؤسسات أخرى كهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (*AAOIFI*)، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (*IFSB*)، وغيرها. يقع المقر الرئيس للوكالة في مملكة البحرين، وبدأت الوكالة عملياتها في عام 2005 وأطلقت سلسلة من المنهجيات المميزة من الناحية المفاهيمية، ابتداءً من عام 2011. وتعتقد الوكالة أن قوة التمويل الإسلامي تكمن في التزامها بالعدالة، وهو ما يعني أن الطريقة التي يتم بها تنفيذ الصفقات لا تقل أهمية عن المعاملة نفسها. إن تركيز الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف على الحوكمة التنظيمية وتطبيق مبادئ الشريعة يعزّز عملية التصنيف، ويدمج السمات الفريدة للتمويل الإسلامي بطريقة توسع منظور الجودة. الشفافية أو غياب "الغرر" ركيزة أساسية أخرى للمعاملات الإسلامية. حيث تعمل هذه التصنيفات على زيادة الشفافية وتقليل عدم تناسق المعلومات في الأسواق، مع توثيق الاقتصادات. بمرور الوقت، ستعزز

التصنيفات جودة اتخاذ القرار الاستثماري، مما يتيح التبادل العادل. كما تنظم الوكالة ورش عمل تدريبية في الدول الإسلامية تهدف إلى تقديم مفاهيم التمويل الإسلامي في الأسواق الجديدة وتعميق فهم التمويل الإسلامي لمراكز الصناعة المالية الإسلامية الأكثر رسوخًا.

3.1. مراحل التصكيك وتطبيقاتها العملية:

تتضمن عملية إصدار الصكوك أو التصكيك مجموعةً من الخطوات الدقيقة، والتي يجب اتباعها لضمان نجاح عملية الإصدار، ولا تحدث كل الخطوات بتسلسل واحد الضرورة، فقد تتقدم خطوة أو تتأخر دون أن يترتب عن ذلك خلل في عملية الإصدار، كما أن بعض الخطوات تنطوي على خيارات وبدائل كثيرة يغني بعضها عن بعض:

1.3.1. المرحلة الأولى: هيكلة الصكوك

في هذه المرحلة يتم إعداد تصور كامل للهيكل التنظيمي، والقانوني، والشرعي الذي سيتم استخدامه في عملية التصكيك، ويشمل ذلك المسائل القانونية، والشرعية، والتنظيمية، ودراسات الجدوى للمشروع أو الأصول محل التصكيك، وتضمين ذلك كله في نشرة الإصدار التي تمثّل أحد أركان عقد الصك، وعلى ذلك يمكن أن تشمل هذه المرحلة ما يلي:

تحديد الأصول محل التصكيك:

تبدأ عملية إصدار الصك بتشكيل الأصول الصالحة لأن تكون محلاً للتصكيك، أي تحديد محفظة التصكيك، والتي يمكن أن تأخذ أحد شكلين:

- **تصكيك أصول مدرة للدخل:** في هذه الحالة، يتم تحديد أصل (أو مجموعة أصول) منتجة أو مدرة للدخل، ويتم إصدار صكوك لمدة محددة، يكون حامل الصك مالكاً لتلك الأصول، وعائده يتمثل في عوائد تلك

الأصول. وإذا كانت محفظة التصكيك عبارة عن أصل مدر للدخل، فيجب القيام بالتالي:

- إذا كان التصكيك سوف يجري على أصول أعيان (أصولا ملموسة)، فيتوجب شراؤها أو إنجازها أو صناعتها.
- إذ كان التصكيك سيجري على منافع أصول، يتوجب شراء منافع تلك الأصول سواء من خلال استئجار تلك الأصول أو تملكها.
- إذا كان التصكيك يتم على خدمات، يتوجب شراء تلك الخدمات بمواصفاتها المعروفة ولمدة معروفة.

- **تصكيك لتمويل مشروع استثماري:** في هذه الحالة، تمثل الصكوك ملكية شائعة في المشروع بأكمله بما فيه من أصول ملموسة ومتداولة وديون ونقد والتزامات، ويكون عائد حملة الصكوك هو دخل المشروع الاستثماري.

هيكلة الصك وتحديد العلاقات المتبادلة بين أطراف الصك:

بعد أن تتحدد محفظة الصكوك، على المنشئ أن يختار هيكلة الصكوك المناسبة، من خلال:

- تحديد العقد الناظم للصكوك، بمعنى آخر هل ستكون الصكوك صكوك مرابحة، أو إجارة، أو مشاركة، أو غيرها. وهذا يعتمد على عناصر عدة منها: الهدف من الصكوك (سيولة، تمويل، استثمار)، مدة المشروع (قصير أو طويل الأجل)، طبيعة الأصول محل التصكيك (أصول ملموسة، منافع، خدمات)، درجة الخطر التي تنطوي عليها الأصول محل التصكيك، العائد المتوقع من الأصول، تركيبة (العائد/الخطر) المقبولة، تكلفة الفرصة البديلة، ظروف السوق، وغيرها.

- تحديد هيكل الصكوك من حيث كونها مدعومة بأصول أو قائمة على أصول (**سيتم تناول هذين الهيكلين في تقسيمات الصكوك**)، وهذه بدورها تعتمد على طبيعة المستثمرين المستهدفين ومدى استعدادهم لتحمل المخاطرة، الجوانب الشرعية التي تحكم الهيكلين المذكورين...

- تحديد ما إذا كان المنشئ هو من سيتولى عملية الإصدار أم يتم إنشاء مؤسسة ذات غرض خاص تتولى كل علمية التصكيك (عمليا تتم كل حالات الإصدار من خلال الشركة ذات الغرض الخاص).

هناك علاقتان تعاقديتان أساسيتان في الصكوك [4]:

- العلاقة بين حامل الصك (المستثمر) والمصدر: علاقة مضاربة يوكل فيها المستثمر إدارة أصول الصكوك بغرض تحقيق عوائد للمصدر.

- العقود التي يستخدمها المصدر لاستثمار حصيلة الصكوك، حيث تتم من خلال عقود التمويل الإسلامي المختلفة (مرابحة، سلم، استصناع، إجارة، مضاربة...).

2.3.1. المرحلة الثانية: تنظيم إصدار الصكوك

هدف مرحلة الإصدار هو نجاح طرح الصكوك في السوق المالي، وهو أخطر خطوة في مراحل التصكيك، لأنه المعبر عن نجاح الصك من عدمه. ونجاح عملية الطرح يعني أن المنشئ قد حقق الهدف الأول من عملية التصكيك، وهو الحصول على السيولة التي تمكنه من مباشرة المشروع الذي تم من أجله طرح الصكوك. أمام المنشئ في هذه المرحلة خياران لطرح الصكوك:

- **الخيار الأول: الطرح العام (*Initial Public Offering*)**، وهو الطرح المباشر للجمهور للاكتتاب في الصكوك.

- **الخيار الثاني: الطرح الخاص (*Private Placement*)**، وهو على النقيض تماما من الطرح العام، حيث يتم بيع الصكوك لمجموعة محدودة من المستثمرين الذين يتم اختيارهم بعناية (غالباً مستثمرين مؤسسيين).

نظراً لأهمية نجاح طرح الصكوك، فإن الكثير من المصدرين (الشركة ذات الغرض الخاص) تلجأ لطريقة تضمن لها تغطية كاملة للإصدار، تسمى هذه الطريقة **بالتعهد بتغطية الاكتتاب (أو ضمان الإصدار)**، وفيها يقوم المنشئ (أو المصدر) بتوكيل مؤسسة مالية مرموقة أو أكثر (تسمى المتعهد) تتولى عملية الطرح والتعهد بشراء الصكوك التي لم يتم الاكتتاب فيها من طرف الجمهور، وفي بعض الحالات قد يكون المتعهد طرفاً آخر لا علاقة له بالطرح الأولي والتسويق له، لكنه يتعهد بتغطية الاكتتاب.*

3.3.1. المرحلة الثالثة: استثمار حصيلة الطرح

إذا نجحت عملية إصدار الصكوك (سواء من خلال طرح عام أو طرح خاص، وسواء تم ذلك بتدخل متعهد التغطية أو من عدمه)، فذلك يعني أن المنشئ قد نجح في الحصول على التمويل المستهدف من عملية التصكيك. يكون الهدف التالي هو استثمار حصيلة الصكوك فيما أصدرت لأجله، ووفقا لم تم النص عليه في نشرة الإصدار، وما يترتّب عن ذلك من التزامات تجاه المستثمرين (حملة الصكوك)،

---

* أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي (الدورة 7، القرار 65/1/7) ضمان الإصدار إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية ودون مقابل، ونص القرار: (ضمان الإصدار: هو الاتفاق عند تأسيس شركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره، وهذا لا مانع منه شرعاً إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه –غير الضمان- مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم).

فيكون لهم الحق في الحصول على نصيبهم من الأرباح إذا كانت الصكوك مرابحةً أو سلماً أو استصناعاً، وعلى الأجرة إذا كانت الصكوك إجارةً، وهكذا بحسب طبيعة العقد. تمثّل هذه المرحلة، الفترة اللازمة لاستغلال الحصيلة في استثمار الأصل (أو المشروع)، وفق ما هو منصوص عليه في نشرة الاكتتاب.

4.3.1. المرحلة الرابعة: تداول الصكوك

بعد الإصدار، تصبح الصكوك في حكم أدوات السوق الثانوية، حيث يمكن تداولها، لكن ليست كل الصكوك قابلة للتداول (**سيأتي تفصيل أنواع الصكوك بحسب قابليتها للتداول**). تعتبر هذه ميزة مهمة لأي أداة مالية، وعامل جذب للمستثمرين، حيث إن قابلية التداول تعني إمكانية التسييل في أي وقت، ما يجعلها ذات جاذبية للممولين والمستثمرين. كذلك ترتبط إمكانية تداول الأداة المالية مع خصائص أخرى كثيرة كتوفر معلومات عن الأداة (مثلا العائد، درجة الخطر)، إمكانية التحوط، تسعير الأداة وتحديد القيمة العادلة، وغيرها من مزايا.

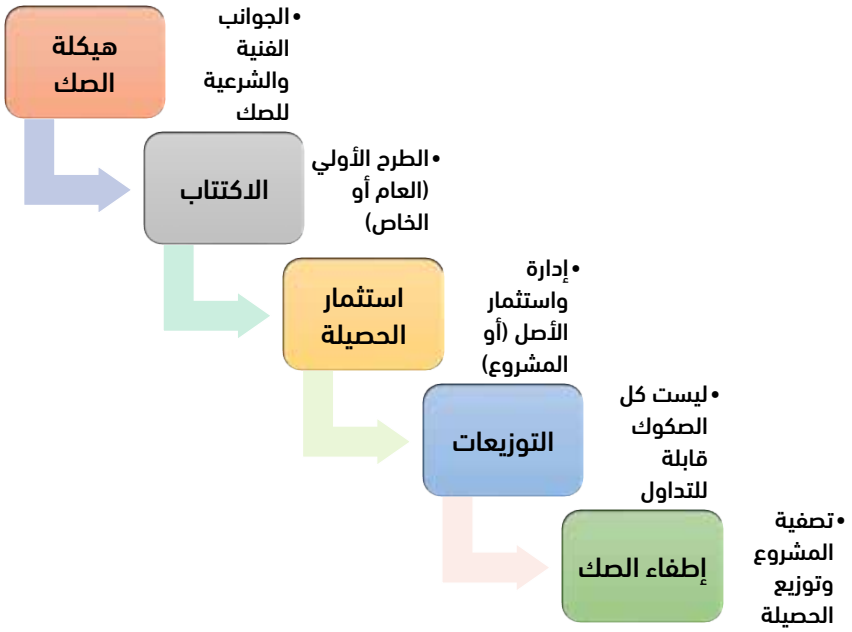
5.3.1. المرحلة الخامسة: إطفاء الصكوك

يعني إطفاء الصكوك (ويسمى أيضا إهلاك الصكوك أو استردادها) (*Sukuk Amortization*) توزيع أصول المشروع على حملة الصكوك أو بيعها للمُصدر، وتوزيع عائدات بيعها لحملة الصكوك عن طريق حيازات الصكوك الخاصة بهم ويتوقع هنا أن يسترد حامل الصك القيمة السوقية للصك (لا القيمة الاسمية). يتم إطفاء الصكوك إما في نهاية المشروع أو التشغيل أو على فترات دورية. يجب أن يتم تحديد طريقة الإطفاء في نشرة الإصدار.

يتعهد منشئ الصكوك بتصفية أصول الصكوك في نهاية فترة الصكوك بسعر السوق (التصفية الفعلية أو التقديرية) وتوزيع رأس المال والأرباح المحققة، ما لم يثبت أن الأصول قد تعرضت للانخفاض في قيمتها أو تم تخفيض قيمتها (دون تقصير من قبل الشركة المصدرة). يجب أن تكون التصفية إما بالقيمة السوقية أو على النحو المتفق عليه وقت تنفيذ الوعد بالشراء، أو بصافي قيمة الأصل، أو

بالقيمة العادلة، أو بحكم معلوم عند تنفيذ الوعد بالبيع، بشرط أن تتضمن نشرة الإصدار طريقة تحديد قيمة التصفية. يلخص الشكل (3) مراحل عملية إصدار الصكوك:

شكل 3. مراحل عملية إصدار الصكوك



المصدر: المؤلف

4.1. العوامل الواجب أخذها بالاعتبار لتحديد هيكلة الصكوك:

هناك عدد من الأمور التي يجب مراعاتها عند اختيار هيكل الصكوك المناسب، نذكر منها:

1.4.1. نقل الملكية:

اعتمادًا على الاختصاص القضائي ذي الصلة، وطبيعة الأصول التي سيتم نقلها والهيكل الشرعي المستخدم، يحتاج المُصدر إلى النظر في القضايا القانونية المتعلقة بإمكانية نقل الملكية إلى الأصول التي تقوم عليها الصكوك. قد تشمل هذه القضايا الإجراءات اللازمة لنقل الملكية لتكون فعالة، مثل التسجيل ودفع أي رسوم وضرائب مرتبطة بها.

2.4.1. الاجتهادات الفقهية:

تؤثر الاجتهادات الفقهية في هيكل الصكوك الممكن اعتماده. على سبيل المثال، تنطوي بعض أنواع الصكوك في دول جنوب شرق آسيا على هيكلة تدرج بعض البيوع مثل بيع الوفاء، وهذا الهيكل لا يمكن تصور وجوده في دول مجلس التعاون الخليجي، ذلك أن المدرسة الفقهية الخليجية ترى حرمة هذا النوع من البيوع. وخلاصة ما سبق، أن المدرسة الفقهية التي ينتمي إليها مكان إصدار الصكوك يؤثر على تحديد الهيكل الأنسب لها.

3.4.1. طبيعة الأصول محل التصكيك:

إن الأصول التي يستخدمها المُصدر لدعم هيكل الصكوك يجب أن تكون متوافقة مع متطلبات الشريعة الإسلامية، على سبيل المثال لا يمكن أن تكون الأصول محل التصكيك مشروع لإنتاج، أو تسويق الكحول، أو متعلقة بأنشطة ربوية، أو نشاط المقامرة والرهان، وغيرها من أنشطة محرمة (**أنظر إطار 3**).

كذلك، يجب أن تكون الأصول محل التصكيك غير مرهونة في تاريخ إصدار الصكوك، ويجب أن تكون قيمتها السوقية في تاريخ الإصدار مساوية أو تتجاوز

المبلغ الأساسي للصكوك التي يتم إصدارها. في حين أنه، بشكل عام، لا يلزم إجراء تقييم لطرف ثالث، يجب مراعاة منهجية التقييم والتوقيت بعناية.

4.4.1. الضرائب والزكاة:

قد تؤدي حيازة أو شراء الأصول، أو المعاملات الأخرى بموجب الهياكل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، إلى التعرض لضريبة القيمة المضافة، أو ضريبة الدخل، أو ضريبة الأرباح الرأسمالية، أو رسوم الدمغة، أو غيرها من أشكال الضرائب. قد تكون ملكية الأصل خاضعة للضريبة أو تؤدي إلى مشاكل الإقامة الضريبية. في بعض الدول، على سبيل المثال، المملكة العربية السعودية، يجب أيضًا دفع الزكاة، وهذه كلها عناصر يجب أخذها في الاعتبار في مرحلة هيكلة الصكوك عند الحصول على المشورة الضريبية.

5.4.1. قابلية تداول الصكوك:

من أجل تمكين قابلية تداول الصكوك في السوق الثانوية وفقًا لمبادئ الشريعة، يجب ألا تمثل الصكوك أصولا مالية (كالديون والذمم المدينة)، بل يجب أن يغلب عليها الأصول المادية. ومع ذلك، لا يوجد اتفاق واضح أو إجماع حيال نسبة الأصول غير المالية الواجب توفرها وراء هياكل الصكوك ليمكن تداولها، إذ يرى بعض العلماء أنها يجب ألا تقل عن ثلث القيمة الاسمية للصكوك، بينما يرى آخرون أنها لا يجب أن تقل عن النصف.

6.4.1. الاختلافات الإقليمية:

يمكن أن تختلف هياكل التمويل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المعتمدة في الدول العربية مثلا أو دول مجلس التعاون الخليجي بشكل كبير عن تلك المعتمدة في دول آسيا، أو بالدول الغربية التي أصدرت صكوكاً. هناك العديد من الأسباب التي تفسر هذه الفروق، كالاختلاف في تفسير الشريعة بين العلماء (وقد سبق الإشارة إليه) أو نتيجة ترتيب أولويات التمويل التي يتوجه إليه التمويل عن طريق الصكوك أو طبيعة النظام المالي...الخ. ومع ذلك، فهناك اعتقاد متزايد من أن زيادة عدد

المعاملات عبر الحدود بين المناطق، ستؤدي إلى تقارب أكبر بين أسواق الصكوك في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وآسيا، مما يوفر نهجًا أكثر اتساقًا بين العلماء فيما يتعلق بقبول بعض هياكل الصكوك. تشمل الأسباب الأخرى لهذا الاختلاف الإقليمي القوانين المحلية المختلفة، والأهم من ذلك، المعالجات الضريبية المختلفة. على سبيل المثال، الضرائب (مثل ضريبة القيمة المضافة أو ضريبة الدخل) في دول الخليج العربي تكاد تكون معدومة، وبالتالي لا تخضع هياكل الصكوك عادةً للضرائب. ليس هذا هو الحال في بعض البلدان في آسيا حيث قد تؤثر ضريبة القيمة المضافة وضريبة الدخل وضريبة الأرباح الرأسمالية ورسوم الطوابع وغيرها من أشكال الضرائب بشكل كبير على الهيكل.

5.1. أهمية الصكوك لأطراف عملية التصكيك:

توفر عملية التصكيك عدة مزايا لكل أطراف العملية، إضافة للمزايا المحققة للأسواق المالية والاقتصاد عموما، ويمكن تقسيم هذه المزايا وفق الآتي:

1.5.1. أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي:

تختلف أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر حسب نوع المصدر الذي يمكن أن يكون مؤسسة مالية أو شركة ترغب في تمويل مشروع أو حكومة تستهدف تمويل مشروعات حكومية أو تمويل الموازنة:

- **الحصول على التمويل**: الهدف الأساس الذي من أجله وجدت عملية التصكيك هو التمويل وتوفير السيولة، فقد تمتلك المؤسسة أصولا مادية ملموسة أو لديها مشروعات، لكنها قد تظل مع ذلك غير قادرة على توفير السيولة لإدارة تلك الأصول أو تمويل المشروعات، ويوفر التصكيك أداة مثالية بهذا الخصوص، حيث يساعد على تحرير تلك الأصول وتحريكها وجعلها مدرة للدخل بعدما كانت معطلة.

- **مواءمة الأصول والخصوم:** تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها من ناحية التكاليف والآجل، وهو ما يسهم في تقليل أخطار عدم التماثل (*Mismatching*) والتي تعتبر أحد أشد أنواع الأخطار التي تواجه المؤسسات المالية على وجه الخصوص.
- **التنويع:** يوفر التصكيك للمؤسسة المتمولة مصدر تمويل بديل عن التمويل المصرفي، وهذا يزيد من قدرتها في الحصول على التمويل من أكثر من مصدر كما يقلل من أخطار تركز التمويل، ويساعد على تنويع مصادر التمويل من حيث الآجال والجهات الممولة.
- **تحسين كفاية رأس المال:** يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية (*Off-Balance Sheet*)، فضلا عن إمكانية هيكلة أدوات مالية يتم تضمينها ضمن رأس المال.
- **تحسين وضع المركز المالي للجهة المصدرة:** يتيح التصكيك للمصارف وسائر المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى إمكانية منح التمويل والتسهيلات ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة، وبالتالي فانه يغنيها عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.
- **إدارة الأخطار:** يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر، حيث يمكن عزل الأصول التي تنطوي على درجات عالية من الخطر من خلال إنشاء كيان مستقل (شركة ذات غرض خاص)، وتحويل تلك الأصول إليه، وهو ما يحسن وضع الشركة الأصلي من ناحية الأخطار التي تواجهها.

2.5.1. أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين:

توفر الصكوك العديد من المزايا للمستثمرين، أهمها:

- استثمار المال وفق صيغ التمويل الإسلامي، وهي صيغ تراعي التوازن بين أطراف التعامل، وتتجنب الظلم والغرر والربا، كما تتوجه نحو المشروعات المسؤولة اجتماعياً، والمشروعات التي تراعي الجوانب الشرعية والأخلاقية.
- الحصول على عوائد مقبولة، حيث إن هيكلة الصكوك في غالبها تقوم على أصول مدرة للدخل ومشروعات استثمارية تم دراسة جدواها بشكل جيد، ما يعني احتمالية الحصول على عوائد مجزية في حال نجاح المشروع.
- نظراً للأنواع الكثيرة من هياكل الصكوك، فهذا يتيح خيارات متنوعة أمام المستثمر لاختيار ما يناسبه من ناحية تركيبة (العائد/الخطر)، فإن كان من النوع المتحفظ، يستطيع اختيار الصكوك التي تنطوي على درجات منخفضة من الأخطار مثل صكوك الإجارة، كما قد يفضّل المستثمر الأقل تحفّظاً صكوك المضاربة ذات العائد الكبير والمخاطر العالية نسبياً، كما أن للمستثمرين اختيار الآجال التي تتوافق ورغباتهم.
- بعض أنواع الصكوك غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمنشئ، وهذا قد يكون مفيداً إذا كان تصنيف المنشئ متدنياً.
- تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بمزايا جيدة من ناحية تركيبة العائد والخطر، فمن ناحية الخطر، تتميز هذه الأوراق المالية بتصنيفات ائتمانية جيدة نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة، فضلاً عن إمكانية مساندتها بخدمات التحسين الائتماني (*Credit Enhancement*)، كذلك، فهي تنطوي على تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها، بشكل خاص في بعض الأنواع من الصكوك كصكوك الإجارة.

- توفر الصكوك فرصاً استثماريةً متنوعةً للأفراد، والمؤسسات، والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مريحة.

3.5.1. أهمية التصكيك لأسواق المال وللاقتصاد:

تحقق عمليات التصكيك الكثير من المزايا لأسواق المال وبالتالي للاقتصاد عموما، نذكر منها:

- تزيد عمليات التصكيك من درجة عمق السوق المالية (*Financial Deepening*)، حيث إن عمق السوق المالي يتطلب وجود عدة بدائل للمستثمرين من الأوراق المالية، ووجود عدد كبير من المتدخلين في السوق، وعملية التصكيك تتطلب بنية تحتية متكاملة كالشركة ذات الغرض الخاص، ومؤسسات التصنيف الائتماني، وهيئة الرقابة الشرعية...
- تزيد من قوة أسواق رأس المال عموما، وأسواق رأس المال الإسلامية على وجه الخصوص.
- تسهم في رفد أسواق النقد وأسواق ما بين البنوك بأدوات مالية قصيرة الأجل ومتوافقة مع الشريعة، وهذا أمر في غاية الأهمية للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.
- تمويل المشروعات الاستثمارية، وهذا يعتبر أمرا في غاية الأهمية للاقتصاد، سواء من خلال ما تحققه تلك المشروعات من قيمة مضافة للاقتصاد أو الإسهام في توفير فرص العمل وغيرها.
- تنويع الاقتصاد من خلال توفير بدائل للتمويل قائمة على التمويل المباشر من خلال أسواق المال بدلا من التركيز على القطاع المصرفي (التمويل غير المباشر).
- توفير بدائل وخيارات غير تقليدية أمام الدولة لتمويل المشروعات الحكومية أو تمويل عجز الموازنة، وبطرق لا تؤدي لحدوث التضخم.
- تساعد على إدارة السياسة النقدية إذا كانت سوق الصكوك نشطة وفعالة.

- إمكانية استخدام الصكوك كجزء من استراتيجية الدولة في مجال الشراكة بين القطاعين العام والخاص، فضلا عن تمويل مشروعات البنية التحتية بالبلد.
- تعزيز قطاع التمويل الإسلامي المتزايد الأهمية بالعديد من دول العالم.

6.1. الفروق بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى:

الصك باعتباره ورقة مالية يشترك مع الأنواع الأوراق المالية الأخرى في نواحي كثيرة، من ذلك على سبيل المثال، لا الحصر:

- **الغرض من الأداة المالية**: تهدف أي ورقة مالية يتم طرحها في السوق لاستقطاب الأموال، بمعنى آخر الحصول على التمويل، قد يكون ذلك في شكل مشاركة (كما في الأسهم والصكوك)، وقد يكون في شكل استدانة (كما في السندات).

- **قيمة الورقة**: لكل ورقة مالية مجموعة من القيم، على سبيل المثال هناك القيمة الاسمية وهي التي تصدر بها الورقة المالية (وتكون مسجلة على الورقة)، وقيمة دفترية أي في دفاتر الشركة المحاسبية (في حالة السهم هي قيمة حقوق الملكية نسبة إلى عدد الأسهم، أما بالنسبة للسند فهي صافي الفرق بين القيمة الاسمية للسند وأي أقساط غير مستهلكة)، وقيمة سوقية تتحدد في السوق بناء على عوامل العرض والطلب.

- **قابلية التداول**: الأوراق المالية قابلة للتداول، وهذا حال الأسهم والسندات والصكوك، باستثناء بعض أنواع الصكوك (التي سنتناولها لاحقاً).

- **العائد مقابل المخاطرة**: كل ورقة مالية تنطوي على تشكيلة متداخلة من العائد والخطر. بحسب النظرية المالية، هناك تلازم بين العائد والخطر، فكلما رغب المستثمر في عوائد أكبر، كان عليه المخاطرة أكثر. ينطوي السهم على

مخاطرة عالية (فالشركة معرضة للخسارة والإفلاس)، لكنه في مقابل ذلك ينطوي على احتمالات تحقيق عوائد عالية. على النقيض من ذلك، تنطوي السندات على درجات عالية من التأكد (مثلا: تدفقات نقدية ثابتة ومعروفة وغير مرتبطة بأداء الشركة، وأحيانا مضمونة برهونات)، لكن عوائدها عادة منخفضة. تقترب الصكوك في تشكيلة (العائد/الخطر) من الأسهم بشكل كبير.

- **أجل الاستحقاق:** تختلف الأوراق المالية من حيث آجال لاستحقاق، فالأسهم تعتبر أبدية (أي ليس لها أجل استحقاق)، في حين أن للسند والصك أجلاً محدداً ومعلوماً.

ومع أن الأوراق المالية عموماً تشترك في الخصائص المذكورة أعلاه، إلا أنها تختلف جوهريا في هيكليتها وآلية عمل التدفقات النقدية وما يترتب عن ذلك من تسعير وتصنيف ائتماني وطبيعة المخاطر التي تواجه. أحد طرق التمييز بين الأصول المالية يتم على أساس كل من التدفقات النقدية (*Cash flows*) وآجال الاستحقاق (*Maturity*):

		التدفقات النقدية	
		غير أكيد	**ثابت**
الاستحقاق	**غير أكيد**	أسهم	التأمين
	ثابت	الصكوك المشتقات مالية	سندات

يساعد الجدول أعلاه على تمييز أنواع الأدوات المالية من خلال توليفات (تدفق نقدي/أجل استحقاق)، فالأسهم على سبيل المثال لا تنطوي على تدفقات نقدية مؤكدة، بل تعتمد على أداء الشركة (المشروع)، وتشترك الصكوك مع الأسهم من هذه الناحية، حيث لا تنطوي على عوائد مؤكدة. تختلف الأسهم والصكوك من ناحية آجال الاستحقاق، فالسهم ليس له أجل استحقاق، في حين أن للصك أجلا،

وهو من هذه الناحية يشترك مع السندات. وفيما يلي أهم الفروق بين الصكوك والأسهم، وبين الصكوك والسندات:

1.6.1. الصك مقابل السهم:

السهم هو وثيقة أو مستند يثبت ملكية حصة شائعة في موجودات الشركة، ويخول لحامله (صاحبه) مجموعة من الحقوق أهمها الحق في الحصول على نصيب من الأرباح إذا تحققت، والحق في حضور الجمعية العمومية والتصويت واختيار مجلس الإدارة والحق في الحصول على نصيبه في حالة تصفية الشركة بعد استيفاء أصحاب الأولوية (الدائنين وأصحاب الأسهم التفضيلية). من ناحية الالتزامات، يتحمل حامل السهم الخسارة التي تتكبدها الشركة، ويظهر ذلك إما في عدم حصوله على أية توزيعات أرباح أو في تراجع قيمة السهم، ومع ذلك تكون أقصى مسؤولية لحامل السهم هي مقدار ما دفعه للحصول على السهم. ليس للسهم أجل استحقاق، كما أنه يصعب التنبؤ بالتدفقات النقدية الناتجة عنه، ذلك أن تلك التدفقات تعتمد على أداء الشركة الذي بدوره يعتمد على حسن الإدارة ونظام الحوكمة، والمنافسة، والوضع الاقتصادي وغيرها من متغيرات يصعب التنبؤ بها جميعاً. يتم إصدار الأسهم لأول مرة من خلال الطرح الأولي العام، ثم يمكن بعد ذلك تداولها في السوق المالية الثانوية.

يتضح من وصف السهم أنه يقترب كثيراً من معنى الصك الذي يمثّل بدوره ملكيةً شائعةً في أصل أو مشروع، غير أن الفرق الجوهري بينهما هو الاستحقاق، فليس للسهم أجل استحقاق، بينما يوجد أجل استحقاق للصك، يتم عنده استرداد قيمته.

لا يمتلك حملة الصك الحق في اتخاذ القرارات، ومع ذلك بإمكانهم تعيين من يمثلهم أمام مختلف الأطراف. تنتمي الأسهم والصكوك إلى نفس فئة المخاطر، ومع ذلك، يتم هيكلة بعض أنواع الصكوك لجعلها ذات درجات خطر أدنى، مثال ذلك الصكوك المستندة إلى أصول (*Asset-backed Sukuk*).

2.6.1. الصك مقابل السند:

على الرغم من أن الكثير من الكتابات (حتى المتخصصة منها أحياناً) تشير إلى الصكوك بأنها البديل الإسلامي للسندات، ويطلق عليها البعض اسم (السندات الإسلامية)، إلا أن الحقيقة أن الصكوك تختلف جوهرياً عن السندات، ونقاط الاشتراك معها شكلية في غالبها. وسبب التشبيه بين الصكوك والسندات، أن استخدامات الصكوك من طرف الجهات الحكومية تؤدي نفس أغراض ما تقوم به السندات الحكومية، مع اختلاف في الهيكلة والآلية. أما على مستوى الشركات، فقد وقع اللبس من ناحية أن الصكوك تستخدم لتمويل مشروعات لها استحقاق، وهو نفس ما تقوم به السندات، مع اختلاف كبير أيضاً في طريقة العمل والهيكلة.

السند هو وثيقة تثبت ديناً في ذمة مصدرها لصالح حامل السند الذي دفع قيمته الاسمية. بموجب هذه الوثيقة، يلتزم المصدر بدفع فوائد دورية (سنوية أو نصف سنوية في الغالب)، وردّ قيمة السند (الاسمية) عند أجل الاستحقاق. فالسند في حقيقته ليس أكثر من قرض بفائدة، يدفع عليه المقترض فوائد دورية ثم يرده عند أجل الاستحقاق.

الصك كما رأينا سابقاً، يثبت ملكية حصة شائعة، وبالتالي فهو أقرب ما يكون من السهم، ويشترك مع السند في عناصر هي:

- أجل الاستحقاق: لكل من السند والصك أمد أو أجل استحقاق، وكلاهما يصنفان ضمن أدوات سوق رأس المال، أي أدوات تستحق لمدة أكثر من سنة.
- إمكانية استخدامه لتمويل أصل أو مشروع: يمكن استخدام الصك والسند لتمويل مشروع استثماري أو تمويل اقتناء أصل، حيث تتوافق مدة تمويل الأصل أو المشروع مع الأدوات المالية التي لها أجل استحقاق.

7.1. ضوابط إصدار وتداول الصكوك:

أي معاملة أو عقد أو منتج في التمويل الإسلامي يخضع لضوابط تضمن سلامته الشرعية، ومن ذلك الصكوك، التي يجب أن يتم إصدارها (وكذلك تداولها) وفق ضوابط شرعية وفنية محددة. فيما يلي نستعرض أهم الضوابط أو المتطلبات الشرعية لإصدار وتداول الصكوك:

1.7.1. ضوابط إصدار الصكوك:

حددت المعايير الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوفي)، مجموعة الضوابط المتعلقة بالإصدار، فيما يلي أهم ضوابط إصدار الصكوك بما في ذلك الضوابط المعتمد من أيوفي (*AAOIFI*):

جدول 2. أهم ضوابط إصدار الصكوك

العنصر	الضوابط
نشرة الإصدار	أن تتضمن شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار (وكيل الإصدار، مدير الإصدار، منظم الإصدار، أمين الاستثمار، متعهد التغطية، وكيل الدفع...) وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم.
	أن تتضمن تحديد العقد الذي تصدر على أساسه الصكوك (بيع العين المؤجرة، الإجارة، المرابحة، الوكالة، المشاركة...)
العقد المنظم للصك	أن يكون مستوفيا لأركانه وشروطه
	لا يتضمن شروطا تنافي مقتضاه أو تخالف أحكامه
الهيئة الشرعية	يجب أن يتم النص في النشرة على الالتزام بأحكام الشريعة، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه.
الاستثمار	تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إلى الحصيلة من أصول بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.
حامل الصك	مالك الصك مشارك في الغنم، ويتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية
	لا يضمن مالك الصك قيمة الصك الاسمية إلا في حالات التعدي والتقصير.

	لا يضمن مالك الصك قدرا معينا من الربح (يجوز لطرف ثالث مستقل أن يتبرع بالربح).
متعهد التغطية	يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك ويكون الالتزام مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.
آجال الصك	يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة بالضوابط الشرعية، وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.

المصدر: المؤلف استناداً إلى الأدبيات العلمية

2.7.1. ضوابط تداول الصكوك:

تداول الأداة المالية هو بيعها (وشراؤها) في السوق الثانوية بعد شرائها لأول مرة من طرف المكتتبين، ولذلك، لا يسمى الشراء الأول (الطرح الأولي) تداولا، بل يسمى اكتتابا. وعندما تُشترى الصكوك من مصدرها (عند الإصدار)، يعتبر ذلك في الحقيقة شراء لموجودات (سواء كانت معينة أو موصوفة في الذمة). بعد أن يتملك المكتتب الصك، يكون له الحق في التصرف فيها بكل أشكال التصرف المشروعة، ومن ذلك بيعها، وهو ما نقصد به (تداول). وكما يخضع إصدار الصك لمجموعة من الضوابط، فكذلك التداول. وضوابط التداول كثيرة، وهي تعتمد على نوع الصك، على سبيل المثال، يجوز تداول صكوك ملكية الأصول المؤجرة من لحظة إصدارها وحتى نهاية أجلها، في حين لا يمكن تداول صكوك السلم، كما لا يمكن تداول صكوك المرابحة بعد بيع البضاعة وتسليمها لمشتريها، وهكذا. سنستعرض ابتداء بعض الضوابط العامة لتداول الصكوك، ثم سنعرض لأهم ضوابط تداول بعض أنواع الصكوك، مع الإشارة إلى قاعدة عامة في التداول وهي أنه يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف

(كالتقابض والتماثل)، وتراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

يوضح الجدول (3) أدناه الضوابط العامة لتداول الصكوك، وسيتم تفصيلها لاحقا:

جدول 3. الضوابط العامة لتداول الصكوك

نوع الصك	التداول	السبب
الصكوك التي أصدرت مقابل أعيان موجودة	جائز	الصكوك تمثل تلك الأعيان، فيكون تداول الصكوك إعادةَ بيع لتلك الأعيان، وهو جائز
الصكوك التي أصدرت مقابل موجودات موصوفة بالذمة	غير جائز	اشتمال العملية على بيع ما لم يقبض
الصكوك التي لم تستخدم حصيلتها في شراء أعيان بعد	غير جائز	الصكوك مازالت نقودا، فيكون بيعها بيعا للنقود (إلا إذا تحققت شروط بيع الصرف كالتقابض والتساوي)
الصكوك التي اشتري بحصيلتها موجودات معينة	جائز	مع مراعاة أن تكوين الموجودات يتغير بين أعيان وديون ونقود
عند تصفية الصكوك (بيع الأعيان) وسداد المستحقات من الديون، وتحصيل ما يستحقه حاملو الصكوك من الديون	غير جائز	تتحول كافة الذمم إلى نقود (ويخضع التداول لضوابط الصرف)

فيما يلي أهم ضوابط التداول لبعض أنواع الصكوك مع المبرر الفقهي للتداول أو لمنعه:

جدول 4. ضوابط تداول بعض أنواع الصكوك مع المبرر الفقهي

نوع الصك	التداول
صكوك ملكية الأصول المؤجرة أو الموعود باستئجارها	يجوز تداول صكوك ملكية الأصول المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للأصول، وحتى نهاية أجلها.
صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة	يجوز تداولها قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة، إلا بمراعاة أحكام التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز التداول.
صكوك الخدمات	يجوز تداول صكوك الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الأجرة، ومن ثم أصبح ديناً الخدمات، فإذا في ذمة أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً المستأجر الثاني فيخضع التداول لأحكام التصرف في الديون.
	لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوفة في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة إلا بمراعاة أحكام التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف الآخر جاز تداول الصكوك .بموجبها.
صكوك الاستصناع	يجوز تداول الصكوك التي تصدر لتمويل تصنيع الأصل المبيع استصناعاً وبعد إغلاق باب الاكتتاب، وبدء التخصيص، واستخدام حصيلتها في عملية التصنيع، وخلال مراحل التصنيع، وحتى تسليم المشروع المصنع إلى المستصنع، على أن تمثل الأصول المملوكة لحملة

	الصكوك أثناء فترة التصنيع الأصل، ويمثل الأصل المصنع بعد تصنيعه، وقبل تسليمه للمستصنع، أما بعد تسليم المشروع المصنع إلى المستصنع مقابل ثمن مؤجل، فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون.
صكوك السلم	لا يجوز تداول صكوك السلم، لأن الصك يمثل أصولا مالية (ذمما مدينة هي دين السلم).
صكوك المرابحة	يخضع تداول صكوك المرابحة لمراحل المرابحة، على النحو التالي: - بعد شراء الأصل وقبل بيعه مرابحة، يمكن تداول صكوك المرابحة لأن الصكوك في هذه الفترة تمثل الأصل (الذي تم شراؤه). - بعد بيع الأصل مرابحة وتسليمه للمشتري، لا يجوز تداول صكوك المرابحة لأن الصكوك في هذه المرحلة تمثل ديناً ذمة المشتري، لذا لا يجوز تداولها إلا بموجب أحكام الديون.
صكوك المزارعة، وصكوك المساقاة	يخضع تداول صكوك المزارعة والمساقاة لضوابط على النحو التالي: - إذا كان حملة الصكوك هم ملاك الأرض: في هذه الحالة يجوز تداول صكوك المزارعة، والمساقاة، بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك، وبدء النشاط. - إذا كان حملة الصكوك ملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي): في هذه الحالة لا يجوز تداول الصكوك، إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.

صكوك المغارسة	يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل الاكتتاب، وبدء التخصيص، وبدء النشاط، وسواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أو الملتزمين بالغرس.

المصدر: المؤلف استناداً إلى الأدبيات العلمية

3.7.1. أحكام وضوابط متفرقة أخرى:

- أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدر الصك لغرضه (سواء مشروع جديد يتم إنشاؤه أو تمويل توسع).

- تستمر ملكية حامل الصك طيلة حياة المشروع. يترتب عن ذلك أن يكون لمالك الصك كل الحقوق المترتبة عن التملك كالحق في البيع والهبة والرهن والوصية والإرث والوقف وغيرها من التصرفات المشروعة.

- يصدر الصك على أساس أحد صيغ التمويل الإسلامي كالمرابحة والسلم والاستصناع والمشاركة والمضاربة وغيرها، ويترتب عن ذلك أنه بعد إصدار الصك (أي إقفال الاكتتاب وبداية العمل في المشروع) يحمل الصك كل الآثار المترتبة عن الصيغة الاستثمارية التي صدر على أساسها، فإن كانت الصكوك صكوك إجارة، ترتب عن الصك الآثار التعاقدية المتعلقة بعقد الإجارة، وهكذا.

- تتولى إدارة الصكوك الجهة المصدرة مقابل نسبة من العائد، ومع ذلك قد يتفق حملة الصكوك على أن تتولى الجهة المصدرة (المديرة للصكوك) الإدارة نظير عقد وكالة بأجر، وفي هذه الحالة يكون الأجر غير مرتبط بالأداء.

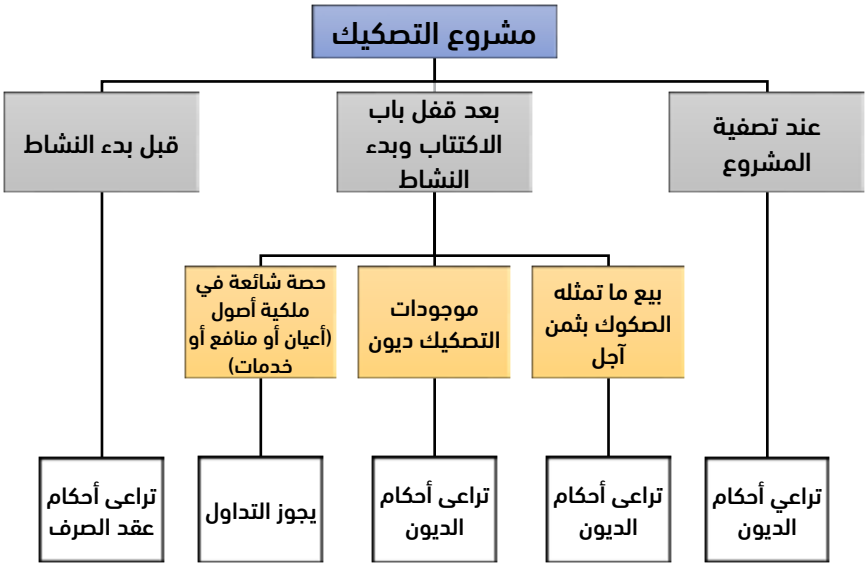
- طريقة توزيع العائد بين حملة الصكوك والجهة المصدر يجب أن تكون واضحة ومعروفة ومحددة في نشرة الإصدار، ولا يجوز تأخيرها إلى نهاية استحقاق الصكوك والتأكد من نتائج المشروع (أو الأصول).

- قياس العوائد يكون على أساس دوري (مثلاً سنوي أو نصف سنوي) وليس إلى نهاية أجل الصكوك، ويتم ذلك وفقاً لمبدأ التنضيض الفعلي أو التنضيض الحكمي. والتنضيض الحكمي هو (تقويم الموجودات من عروض، وديون، بقيمتها النقدية، كما لو تم فعلاً بيع العروض وتحصيل الديون، وهو بديل عن التنضيض الحقيقي، الذي يتطلب التصفية النهائية للمنشآت وأوعية الاستثمار المشتركة، كالصناديق الاستثمارية ونحوها، وبيع كل الموجودات، وتحصيل جميع الديـون) (أنظر: القرار رقم 4 (الدورة 16) عام 2002 (1422هـ) لمجلس المجمـع الفقهـي الإسلامي بشـأن التنضيض الحـكمي)

- يتم إطفاء الصكوك إما مرة واحدة في نهاية أجل المشروع أو العملية على فترات دورية، ويجب أن يتم النص على الطريقة المتبعة في نشرة الإصدار.

يمكننا تلخيص أهم القواعد العامة الحاكمة لتداول الصكوك بحسب مراحل عملية التصكيك من خلال الشكل (4) أدناه:

شكل 4. الضوابط العامة للصكوك بحسب مراحل عملية التصكيك



المصدر: المؤلف

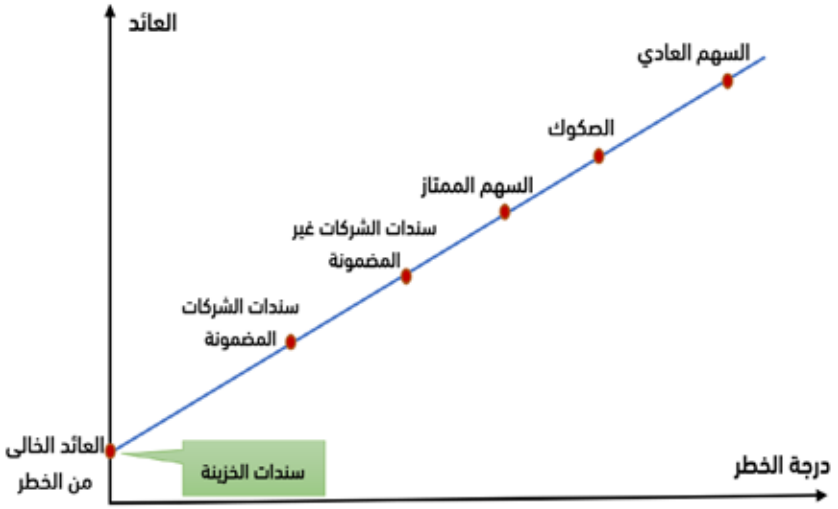
8.1. تحليل تركيبة (العائد/الخطر) للصكوك:

تنطوي الصكوك مثل كل الأدوات والمنتجات المالية على درجات معينة من العائد والخطر. يتم تصنيف درجات المخاطرة التي تنطوي عليها الورقة المالية من خلال عدة اعتبارات، منها على سبيل المثال: درجات الخطر الائتماني الذي تنطوي عليه، واحتمالية نكول الطرف الآخر عن الوفاء، التقلب في القيمة السوقية للورقة، القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية الناتجة عن الورقة، استناد الورقة المالية إلى أصول أخرى، القدرة على تسييل الورقة المالية وتوفر سوق عميقة ومتطورة لتداول الورقة ونقل ملكيتها، إمكانية التحوّط من خلال التركيب مع عقود أخرى تحوطية، المخاطر التشغيلية، وغيرها.

يمكن تقدير كل نوع من أنواع الخطر بطريقة أو بأخرى، لكن إذا تم الأخذ بالاعتبار المخاطر الإجمالية الكامنة في نوع من الأوراق المالية، فإنه يتم اعتبار أخطار السندات الحكومية الأقل، وهي في نفس الوقت ذات أقل العوائد، يليها بعد ذلك سندات الشركات وهي بدورها درجات عدة تستند إلى أولويتها في السداد (*Seniority*) ومدى استنادها على أصول من عدمه. بعد سندات الشركات يأتي تصنيف الأسهم التفضيلية التي تأخذ من خصائص الأسهم وخصائص السندات. تقترب الأسهم التفضيلية من الأسهم من حيث كونها تعتبر من حقوق الملكية وحاملها يعتبر مساهما في الشركة، غير أنه يحرم من بعض الحقوق كحق التصويت، وتقترب من السندات من حيث كونها تحصل على عائد ثابت معروف سلفا غير مربوط بأداء الشركة.

لو أردنا تصنيف الصكوك، فهي بكل تأكيد تشبه من الناحية القانونية الأسهم من حيث كون حامل الصك شريكاً ومساهماً في المشروع (أو الأصل)، ويحصل على عائد يعتمد على أداء المشروع، ولأن الصك مؤقت وله أجل استحقاق، فيمكن النظر إليه على أنه ينطوي على درجة تأكّد أعلى مقارنة بالأسهم، لكنه في النهاية لا يخرج عن درجة الخطر التي تنطوي عليها الأسهم. يوضح الشكل (5) تصنيف بعض الأوراق المالية من حيث توليفات (العائد/الخطر):

شكل 5. تصنيف بعض الأوراق المالية من حيث توليفات (العائد/الخطر)



المصدر: المؤلف

ولا بأس من الإشارة إلى أنه في كل هيكل من هياكل الصكوك، قد تختلف طبيعة الأخطار التي تواجهها، على سبيل المثال، تنطوي صكوك المضاربة على أخطار انخفاض القيمة السوقية لبضاعة المضاربة، وتنطوي صكوك الإجارة على أخطار تذبذب قيمة الأصول المؤجرة أو تراجع أقساط الإيجار وهكذا.

إطار 3: الأنشطة المحرمة
للتمييز بين الأصول (الموجودات) المحرمة والأصول المشروعة، لا بد من التعرف على معنى المال (الأصول) في فقه المعاملات. يعرف المال في الشرع الإسلامي على أنه: كل عين مباحة النفع أو كل ما أبيح نفعه إلا ما استثناه الشارع. ولتعريف المال وتقسيماته أهمية كبيرة في فقه المعاملات، لما يترتب عليه من تحديد طبيعة المعاملة من جهة، وأحكامها الفقهية من جهة أخرى. ويطلق علماء الشريعة اسم المال على ثلاثة أشياء: - الأعيان العروض: كالعقارات، والبضائع، والمعدات، وغيرها. - المنافع: كمنفعة السكنى في بيت. - العين: ويراد به الذهب والفضة وما يقوم مقامه من الأوراق النقدية.

ويتضح مما سبق أن أقرب مصطلح اقتصادي ومالي لمعنى المال في الشريعة هو (الأصول) (*Assets*)، حيث تشمل الأصول الثابتة والأصول المتداولة والأصول غير الملموسة. يقسم المال بحسب الضمان إلى مال متقوم وآخر غير متقوم:

المال المتقوم: هو المال الذي له قيمه في نظر الشريعة الإسلامية. والقيمة في نظر الشريعة الإسلامية تتحقق بأمرين:

- أن يكون الشارع الإسلامي قد أباح الانتفاع بالمال في حالة السعة والاختيار (أي في الظروف العادية).
- الحيازة الفعلية، وذلك بأن يكون المال الذي أباح الشارع الحكيم الانتفاع به تحت يد حائز بالفعل، ومثال ذلك السمك في الماء فهو وإن أبيح الانتفاع به شرعًا، لكنه ليس مالا متقوما لعدم حيازته، فإذا اصطاده إنسان وحازه بالفعل اعتبر مالاً متقومًا.

المال غير المتقوم: هو المال الذي ليست له قيمة في نظر الشريعة الإسلامية، وذلك بأن لا يتحقق فيه أحد شرطي المال المتقوم، بمعنى آخر أن المال غير المتقوم هو:

- ما لم يحز بالفعل ولو جاز الانتفاع به، أو
- حيز، ولكن حرم الشارع الانتفاع به حال السعة والاختيار، ومثاله الخمر، والخنزير بالنسبة للمسلم، إلا في حال الضرورة (كالجوع والعطش الشديدين مع خشية الهلاك).

الآثار المترتبة على تقسيم المال إلى متقوم وغير متقوم:

الآثار	المال المتقوم	المال غير المتقوم
صحة التعاقد عليه وعدمها	يصح أن يكون المال المتقوم محلا لجميع العقود، كالبيع والإجارة والهبة والوصية...	لا يصح التعاقد على المال غير المتقوم بشيء من العقود.
الضمان عند الإتلاف	إذا اعتدى شخص على المال المتقوم فأتلفه، لزمه الضمان لمالكه: مثله إن كان مثليا وقيمته إن كان قيميًا.	المال غير متقوم مهدد ولا يلزم متلفه ضمان، ومن ثم إذا أتلف إنسان خمرًا لمسلم، لا يلزمه ضمان.

2. الشركة ذات الغرض الخاص:

تعتبر الشركة ذات الغرض الخاص (*Special Purpose Vehicle*) أهم ركن في هيكلية الصكوك، ذلك أن معظم سيرورة عمل الصك تتم من خلالها. جزء معتبر من فهم الصكوك يعتمد على فهم سبب وجود الشركة ذات الغرض الخاص وطريقة عملها.

1.2. الشركة ذات الغرض الخاص: التعريف، الأهمية، والدور

في هذا الجزء سيتم استخدام مصطلحي (الشركة ذات الغرض الخاص) و(الكيان ذو الغرض الخاص) بنفس المعنى:

1.1.2. تعريف الشركة ذات الغرض الخاص:

الشركة ذات الغرض الخاص هي شركة تُصدر أوراقاً مالية تخضع عادة لقواعد وأحكام هيئات أسواق المال (أو مراكز الإيداع للأوراق المالية)، وتمارس نشاطها بناءً على ترخيص يصدر من الهيئة، وتتمتع بالذمة المالية والشخصية الاعتبارية المستقلة، وتنتهي الشركة بانتهاء الغرض الذي أُسست من أجله.

2.1.2. تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص:

تقوم الشركة الأم بإنشاء (الشركة ذات الغرض الخاص) لعزل الأصول أو توريقها في شركة منفصلة، وغالبًا ما يتم الاحتفاظ بها خارج الميزانية العمومية (*off the balance sheet*). قد يتم إنشاؤها من أجل تنفيذ مشروع محفوف بالمخاطر مع ضمان حماية الشركة الأم من أخطار فشل المشروع. في حالات أخرى، قد يتم إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص فقط لتأمين الديون بحيث يمكن للمستثمرين أن يطمئنوا إلى السداد (هذا في الحقيقة السبب الأقوى لجعل عملية التصكيك تتم من خلال هذا النوع من الكيانات). تقتصر عمليات الشركة ذات الغرض الخاص على اقتناء وتمويل أصول محددة، ويعمل هيكل الشركة المنفصل كطريقة لعزل أخطار هذه الأنشطة. في الأسواق المالية التقليدية، قد تعمل الشركة ذات الأغراض

الخاصة كطرف مقابل لعقود المشتقات المالية (بشكل خاصة المبادلات والأدوات المشتقة الأخرى الحساسة لأخطار الائتمان).

يمكن للشركة الأم أن تنشئ الكيان ذو الغرض الخاص إما في شكل شراكة محدودة (*Limited Partnership*) أو شركة استئمانية (*Trust*) أو شركة ذات مسؤولية محدودة، أو غيرها من الكيانات التي يسمح بها القانون (بحسب كل دولة). ويمكن أن يكون هيكل الكيان مصمما بحيث يكون مستقلا في الملكية والإدارة والتمويل.

3.1.2. البيانات المالية لشركة ذات أغراض خاصة

لا تظهر البيانات المالية للشركة ذات الغرض الخاص في الميزانية العمومية للشركة الأم كحقوق ملكية أو ديون. بدلاً من ذلك، سيتم تسجيل أصولها ومطلوباتها وحقوق الملكية الخاصة بها فقط في ميزانيتها العمومية، وهذا ما سبق الإشارة إليه في كونها ذات ذمة مالية مستقلة تماماً عن الشركة الأم. بالتالي، قد تخفي الشركة ذات الغرض الخاص معلومات مهمة من المستثمرين، الذين لا يحصلون على رؤية كاملة للوضع المالي للشركة. يحتاج المستثمرون إلى تحليل الميزانية العمومية للشركة الأم والشركة ذات الغرض الخاص قبل اتخاذ قرار بشأن الاستثمار في الشركة، مع الإشارة إلى التطبيقات العملية لإنشاء الشركات ذات الغرض الخاص بالدول العربية تأخذ الشكل المغلق الذي لا يسمح بدخول مساهمين أو مستثمرين جدد.

لفتة!
طبيعة كون الشركة ذات الغرض الخاص ذات ذمة مالية مستقلة، يتطلب ممن يرغب الاستثمار فيها أن يتحقق من البيانات المالية لذات الشركة، لا من بيانات الشركة الأم.

4.1.2. الشركات ذات الغرض الخاص بالدول العربية:

على الرغم من وجود بعض الاختلافات في خصائص الشركات ذات الغرض الخاص من دولة لأخرى (بما في ذلك في الدول العربية)، بشكل خاص في بعض المتطلبات القانونية، إلا أن هناك بعض عناصر الاشتراك، نذكر منها:

- الحد الأدنى لرأس مال الشركة ذات الغرض الخاص منخفض جدا (يبتدئ من بضع مئات من الدولارات في معظم الدول العربية).
- مدة حياة الشركة ذات الغرض الخاص يجب أن تتجاوز أجل استحقاق الأداة المالية التي أنشئت لأجلها.
- تنحصر أغراض الشركة ذات الغرض الخاص فقط في حدود ما يتعلق بإصدار وإدارة محفظة الأوراق المالية (محفظة التصكيك).
- في الغالب، لا يتم اشتراط وجود مقر.
- لا يشترط وجود موظفين.
- تعفى من متطلبات تكوين الاحتياطات، واجتماعات الجمعية العامة.

2.2. الجوانب الاقتصادية والقانونية لشركة الغرض الخاص:

1.2.2. ما استخدامات الكيانات ذات الأغراض الخاصة؟

الشركة ذات الأغراض الخاصة (SPV) هي شركة فرعية تم تشكيلها للقيام بنشاط أو غرض تجاري محدد. تُستخدم الشركات ذات الأغراض الخاصة بشكل شائع في بعض تطبيقات التمويل المهيكلة، مثل توريق الأصول، أو المشاريع المشتركة، أو صفقات العقارات، أو لعزل أصول الشركة الأم أو عملياتها أو مخاطرها. في حين أن هناك العديد من الاستخدامات المشروعة لتأسيس الشركات ذات الأغراض الخاصة، فقد لعبت أيضًا دورًا في العديد من الفضائح المالية والمحاسبية (**إطار 4**).

2.2.2. هل تظهر أصول وخصوم الشركة ذات الغرض الخاص في الميزانية العمومية للشركة الأم؟

تملك الشركات ذات الأغراض الخاصة التزاماتها وأصولها الخاصة، ولا تظهر (محاسبياً) ضمن مطلوبات وأصول الشركة الأم. يمكن للشركات ذات الأغراض الخاصة، على سبيل المثال لا الحصر، إصدار سندات لزيادة رأس المال بشروط اقتراض أفضل وأكثر ملاءمةً للشركة الأم، كما أنها تستطيع تحقيق منافع إضافية من خلال تحقيق معاملة خارج الميزانية العمومية لأغراض الضرائب وإعداد التقارير المالية للشركة الأم.

3.2.2. ما هي آلية عمل الشركة ذات الغرض الخاص؟

تعمل الشركة ذات الغرض الخاص نفسها كشركة تابعة لشركة أم تبيع الأصول من ميزانيتها العمومية إلى الشركة ذات الغرض الخاص. تصبح الشركة ذات الغرض الخاص مصدر تمويل غير مباشر للشركة الأصلية من خلال جذب مستثمري الأسهم المستقلين للمساعدة في شراء التزامات الديون. يعتبر هذا الأمر ذات أهمية كبرى بالنسبة للبنود التي تنطوي على درجات عالية من أخطار الائتمان، مثل قروض الرهن العقاري الثانوي (*Sub-prime Mortgage*). لا يتم هيكلة جميع الشركات ذات الأغراض الخاصة بنفس الطريقة. في بعض الدول العربية، غالبًا ما تكون الشركات ذات الأغراض الخاصة شركات ذات مسؤولية محدودة (*LLC*). بمجرد أن تشتري الشركة ذات المسؤولية المحدودة الأصول الخطرة من شركتها الأم، فإنها تقوم عادةً بتجميع الأصول في شرائح وبيعها لتلبية تفضيلات أخطار الائتمان المحددة لأنواع مختلفة من المستثمرين.

4.2.2. لماذا تشكل الشركة كيانات ذات أغراض خاصة؟

هناك عدة أسباب وراء إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص. أحد أهم الأسباب هو أنها توفر الحماية لأصول والتزامات الشركة الأم، فضلاً عن الحماية ضد الإفلاس والإعسار. وكون الشركة ذات الغرض الخاص مستقلة قانونيا وماليا عن الشركة الأم المنشئة للصكوك، فإنه ليس لدائني الشركة ذات الغرض الخاص الرجوع على

أصول الشركة الأم لاستيفاء حقوقهم. كذلك، يمكن لهذه الكيانات أيضًا الحصول على طريقة سهلة لزيادة رأس المال. تتمتع الشركات ذات الأغراض الخاصة (*SPV*) أيضًا بمزيد من الحرية التشغيلية لأنها ليست مثقلة بالعديد من اللوائح مثل الشركة الأم.

5.2.2. لماذا الشركة ذات الغرض الخاص مهمة في مجال الصكوك؟

هل يشترط وجود الشركة ذات الغرض الخاص في عملية التصكيك؟ في الحقيقة، لا يزال الخلاف (القانوني والشرعي) قائماً بين أهل الصناعة حول ضرورة وجود الشركة ذات الغرض الخاص في عملية التصكيك من عدمها، فهناك من يؤيد وهناك من يعارض وجودها. تبدو وجهة النظر المؤيدة لضرورة وجود الشركة هي الأقوى، وعملياً تتم عمليات التصكيك من خلال هذه الشركات، وقد أقرتها معظم قوانين الصكوك التي صدرت في الكثير من الدول العربية وغير العربية. السؤال التالي الذي يجب طرحه هو: لماذا لجأ القائمون على صناعة التمويل الإسلامي (بشكل خاص الصكوك) إلى الشركة ذات الغرض الخاص لإتمام عملية التصكيك وإضفاء الشرعية عليها؟ الجواب فيه شقان: شق فني اقتصادي وشق شرعي:

الشق الاقتصادي:

الشركة ذات الغرض الخاص كما سبق شرحه، ليست حكرا على الصناعة المالية الإسلامية، بل عادة ما تستخدم في عملية التوريق في البنوك التجارية التقليدية ومن طرف الشركات، ولها استخدامات أخرى كثيرة، كالاستثمار العقاري والتحوّط والاستفادة من الوفورات الضريبية، وتحويل الأصول، وغيرها.

بالنسبة للبنوك على سبيل المثال، إذا رغب البنك في الحصول على سيولة مقابل ديونه (وهو ما يعرف بالتوريق)، فإنه يقوم بإنشاء شركة ذات غرض خاص لتوريق تلك الديون أي تحويلها إلى أوراق مالية، فتتولى الشركة الجديدة إدارة عملية التوريق، وتنتقل ملكية الديون لصالحها، بمعنى آخر تصبح الشركة ذات

الغرض الخاص هي صاحبة الديون، ثم تقوم بإصدار أوراق مالية (سندات توريق) وبيعها للمكتتبين، وتحصل بذلك على السيولة. يظهر من هذا الوصف أن الشركة ذات الغرض الخاص هي شركة تابعة تم إنشاؤها بواسطة شركة أم، والهدف هو عزل المخاطر المالية، ووضعها القانوني كشركة منفصلة يجعل التزاماتها مضمونة حتى في حالة إفلاس الشركة الأم. لهذا السبب، توصف الشركات ذات الغرض الخاص بأنها "كيان بعيد عن الإفلاس" (*bankruptcy-remote entity*)*.

لفتة:
يمكن للشركات ذات الغرض الخاص أن تتحول إلى وسيلة مدمرة ماليا إذا ما تم استغلال الثغرات المحاسبية (حصل ذلك في أزمة شركة إنرون (*Enron*) عام 2001).

الشق الشرعي:

يختلف دور ووظيفة الشركة ذات الغرض الخاص في الصناعة المالية الإسلامية، فهي لا يمكنها أن تقوم بعملية توريق الديون وبيعها على نحو ما تقوم به البنوك التقليدية أو بعض الشركات، ذلك أن ضوابط التمويل الإسلامي تمنع تداول الديون. وعلى ذلك، فهي تتولى عملية مشابهة لعملية توريق الديون، فبدلاً من تملّك ديون ومن ثم إصدار أوراق مالية تمثل تلك الديون، فهي تتملك أصولاً (أو مشاريع مشكلة من أصول مالية ونقدية وحقيقية وما في حكمها)، ثم تصدر أوراقاً مالية تمثّل تلك الأصول وهذه الأوراق المالية هي ذاتها الصكوك، ويستمر عمل الشركة

* الشركة أو الكيان البعيد عن الإفلاس (*bankruptcy-remote entity*) هي شركة ذات ذمة قانونية منفصلة عن الشركة الأم، بحيث يكون لإفلاسها أو إعسارها أدنى تأثير اقتصادي على الكيانات الأخرى ضمن المجموعة، وهذه تعتبر ميزة ذلك أن هذا الشكل يحمي الشركة الأم والشركات الأخرى التابعة من الإفلاس في حاله إفلاسه.

إلى غاية إطفاء تلك الصكوك، ليصبح وجودها غير ذي جدوى. وعلى ذلك، تعتبر الشركة ذات الغرض الخاص مناسبة لتحقيق بعض المتطلبات الشرعية اللازمة في عملية التصكيك (إضافة للمتطلبات الفنية السابق عرضها).

إطار 4: كيف يمكن للشركة ذات الغرض الخاص أن تتحول لأداة مدمرة مالياً؟

يعتبر الانهيار المالي الهائل في عام 2001 لشركة إنرون (*Enron*)، وهي شركة طاقة مزدهرة مقرها هيوستن، مثالاً بارزاً على إساءة استخدام الشركات ذات الغرض الخاص. انخرطت إنرون في مجموعة من المعاملات المعقدة، مصممة لتحقيق نتائج محاسبية بدلاً من نتائج تشغيلية. كان دافعها الأساسي هو تقليل خسائر البيانات المالية وتقلّبها، وتسريع الأرباح، وتجنب إضافة الديون إلى ميزانيتها العمومية، مما قد يضر بالتصنيف الائتماني للشركة ما قد يلحق الضرر بمصداقيتها في مجال تجارة الطاقة.[5] كان العامل المشترك في العديد من هذه المعاملات هو استخدام الكيانات ذات الأغراض الخاصة غير الموحدة (*non-consolidated special purpose entities*)، أو الشركات الخاصة، للتحوط من بعض الاستثمارات. في معاملة نموذجية، تقوم إنرون بتحويل مخزونها الخاص إلى شركة ذات أغراض خاصة مقابل أذونات أو نقد، وتقوم أيضًا (لتقليل المخاطر وطمأنة المستثمرين في الكيان) بشكل مباشر أو غير مباشر بضمان قيمة الكيان، باستخدام مخزون (*Enron*) كمصدر رئيسي للدفع. نظرًا لارتفاع سعر سهمها تاريخيًا، فقد اعتقدت إدارة الشركة أن المخاطرة المتمثلة في دفع الضمانات التي قدمتها أمر مستبعد الحصول. لكن وكما هي عادة التوقعات القائمة على البيانات التاريخية، فقد كان توقع الشركة في غير محله. انخفض سعر سهم الشركة لاحقا، وانخفضت معها قيمة الكيان ذو الغرض الخاص، ما اضطر شركة (*Enron*) إلى دفع الضمانات التي قدمتها. أدى هذا الإجراء إلى المزيد من الانخفاض لقيمة سهم الشركة، ومن ثم ظهور التزامات إضافية بدفع المزيد من الضمانات. ما حصل هو انخفاض متزامن في قيمة استثمار إنرون وسعر سهم إنرون، وعندما يحصل ذلك، فإن الشركة ذات الأغراض الخاصة ستفتقر إلى الأصول الكافية لأداء التحوط.

علاوة على ذلك، فإن هذه الانخفاضات في القيمة (وفي بعض الحالات الافتقار منذ البداية إلى حقوق ملكية كافية للطرف الثالث من الشركة ذات الأغراض الخاصة)، تسببت في قيام الشركات ذات الأغراض الخاصة بخرق شرط الملكية المستقلة، وبالتالي جلب ديونها إلى الميزانية العمومية لشركة إنرون.

لم يكن إساءة استخدامها للشركة ذات الغرض الخاص الحيلة المحاسبية الوحيدة التي ارتكبتها إنرون، لكنها ربما كانت أكبر مساهم في سقوطها المفاجئ. لم تستطع إنرون دفع المبالغ الضخمة المستحقة عليها للدائنين والمستثمرين، وسرعان ما تبع ذلك الانهيار المالي.

قبل النهاية، أفصحت الشركة عن معلوماتها المالية في الميزانيات العمومية للشركة والكيانات ذات الأغراض الخاصة. كان تضارب المصالح موجودا وظاهرا للعيان. ومع ذلك، فإن قلة من المستثمرين تعمقوا بما يكفي في الشؤون المالية لفهم خطورة الوضع.

إطار 5: المنشآت ذات الأغراض الخاصة بالمملكة العربية السعودية

أصدر مجلس هيئة السوق المالية قراراً باعتماد تعديل القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة، وذلك بعد الأخذ بمرئيات المختصين والعموم في أعقاب نشر مشروع تعديل القواعد على موقع الهيئة وشركة السوق المالية السعودية (تداول)، على أن يعمل بالتعديلات ابتداءً من تاريخ نشرها والذي كان بتاريخ 2021/1/28م. وتتولى وكالة الهيئة للشركات المدرجة والمنتجات الاستثمارية متمثلة بإدارة المنشآت ذات الأغراض الخاصة تنظيم الترخيص لتأسيس المنشآت ذات الأغراض الخاصة، بالإضافة إلى الإشراف على قطاع المنشآت ذات الأغراض الخاصة فيما يخص تسجيلها وطرحها لأدوات الدين والوحدات الاستثمارية وإدارتها، ومراقبة النشاطات المتعلقة بها.

ماهي المنشآة ذات الأغراض الخاصة؟

هي منشأة مؤسسة ومرخص لها من هيئة السوق المالية بموجب القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة لإصدار أدوات دين أو وحدات استثمارية، وتتمتع بالذمة المالية والشخصية الاعتبارية المستقلة، وتنتهي المنشأة بانتهاء الغرض الذي أسست من أجله، وذلك وفقاً للقواعد والأحكام التي تصدرها الهيئة.

أهداف تأسيس المنشأة ذات أغراض خاصة

- الحصول على التمويل عن طريق مصدر بديل للقروض البنكية والمؤسسات المالية، وذلك عن طريق إصدار أدوات الدين من خلال منشأة ذات أغراض خاصة.
- تخصيص أعمال إصدار أدوات الدين لمنشأة تُعنى بهذه الأغراض وتنتهي بانتهائه.
- توفير الشخصية الاعتبارية للصندوق الاستثماري.
- حماية حقوق المستثمرين من إفلاس الجهات المرتبطة بالمنشأة كراعي المنشأة في حال إصدار أدوات الدين أو مدير الصندوق الاستثماري في حال إصدار الوحدات الاستثمارية .

أنواع أدوات الدين المصدرة من المنشآت ذات الأغراض الخاصة

أداة دين مدعومة بأصول: هي أداة دين صادرة عن منشأة ذات أغراض خاصة تقضي أحكامها بالآتي:

- أن استحقاق حملة أداة الدين للعائد يعتمد كلياً على العوائد المحققة على أصول المنشأة ذات الأغراض الخاصة.
- أن الراعي غير ملزم (سواءً بموجب ضمان أو غير ذلك) تجاه حملة أداة الدين بدفع أي مبالغ مستحقة لهم بموجب أداة الدين.

أداة دين مرتبطة بأصول: هي أداة دين صادرة عن منشأة ذات أغراض خاصة تقضي أحكامها بالآتي:

- إن استحقاق حملة أداة الدين للعائد يُحدد بنسبة من العوائد المحققة على أصول المنشأة ذات الأغراض الخاصة.
- إن الراعي ملزم (سواءً بموجب ضمان أو غير ذلك) تجاه حملة أداة الدين بدفع أي مبالغ مستحقة لهم بموجب أداة الدين.

أداة مبنية على ديون: هي أداة دين صادرة عن منشأة ذات أغراض خاصة تقضي أحكامها بالآتي:

- أن استحقاق حملة أداة الدين للعائد لا يعتمد على العوائد المحققة على أصول المنشأة ذات الأغراض الخاصة.
- أن الراعي ملزم (سواءً بموجب ضمان أو غير ذلك) تجاه حملة أداة الدين بدفع أي مبالغ مستحقة لهم بموجب أداة الدين.
- أن القيمة الأسمية تُدفع لحملة أداة الدين بتاريخ استحقاق أداة الدين أو قبل ذلك.

طريقة الحصول على ترخيص لتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة

نشاط إصدار أدوات الدين:

للحصول على ترخيص لتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة يقوم الراعي بتعبئة النماذج المطلوبة، وتشمل نموذج "طلب تأسيس وترخيص منشأة ذات أغراض خاصة" وتعبئة نموذج "طلب تسجيل عضو مجلس إدارة في منشأة ذات أغراض خاصة" لكل عضو مجلس إدارة وإرفاق جميع المستندات المطلوبة في النماذج، بالإضافة إلى تقديم النظام الأساسي للمنشأة ذات الأغراض الخاصة

وفق النموذج المعتمد من الهيئة وإرسالها إلى إدارة المنشآت ذات الأغراض الخاصة بالهيئة.

نشاط إصدار الوحدات الاستثمارية:

للحصول على ترخيص لتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة يقوم مدير الصندوق بتعبئة الجزء الخاص بتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة في نموذج طلب تأسيس الصندوق الاستثمار، بالإضافة إلى تقديم النظام الأساسي للمنشأة ذات الأغراض الخاصة وفق النموذج المعتمد من الهيئة، وإرسالها لإدارة إصدار المنتجات الاستثمارية بالهيئة.

3. تقسيمات الصكوك:

هناك معايير وأسس كثيرة لتقسيم الصكوك، يترتب عن كل نوع من التقسيمات آثار معينة. يمكن تقسيم الصكوك بالاستناد إلى العقود التي يستند إليها الصك أو بحسب استناده إلى أصول، أو بحسب المصدر، أو بالنظر إلى قابليتها للتحويل:

1.3. الصكوك بالنظر إلى العقود الحاكمة لها:

بالإشارة إلى العقد الذي يتم هيكلة الصك بناء عليه، فإنه يمكن تصور صك مع كل عقد من عقود التمويل الإسلامي: المرابحة، والتورق، والسلم، والاستصناع والمشاركات، وغيرها (**إطار 5**) لذا توجد صكوك مرابحة، وصكوك سلم وصكوك استصناع وهكذا...، فيما يلي تعريف بكل نوع من تلك الصكوك:

1.1.3. صكوك المرابحة:

المرابحة هي بيع أصل بسعر تكلفته زائداً ربحاً معلوماً، وهي من بيوع الأمانة التي يشترط فيها أن يُعلم البائعُ المشتريَ بسعر التكلفة، وبالربح الذي يتحدد بالقيمة أو بالنسبة (أنظر للمزيد: [6] و [7]).

تصدر صكوك المرابحة على أساس عقد المرابحة، حيث يتم استخدام حصيلة الإصدار لتمويل تملُّك أصول بهدف بيعها مرابحة. ولأن المرابحة تتم في أسواق المال من خلال الآمر بالشراء (الواعد بالشراء)، فإنه يتم شراء الأصول بناء على طلب مشتري. على ذلك، يمثّل الصك حصة شائعة في ملكية الأصول المشتراة (قبل بيعها وتسليمها للمشتري)، وبمجرد بيعها له، يمثل الصك حصة شائعة في ثمن البيع (لا في ملكية الأصول). وربح المرابحة هنا هو الفرق بين ثمن شراء الأصول وثمن بيعها وهو نفسه عائد الصكوك.

وعلى غرار عقد المرابحة ذاته، والذي يمر بمراحل هي تملّك الأصل ومن ثم بيعه بالأجل (سواء على أقساط أو مؤجلا)، وينتج عن ذلك دين، فإن تداول الصكوك

تأخذ أحكام كل مرحلة، فيجوز بيع (تداول) صكوك المرابحة عند تملك السلعة وقبل بيعها، ثم يحرم تداولها بعد أن يتم بيع الأصل، حيث يكون الثمن ديناً في ذمة المشتري، ومبادئ التمويل الإسلامي عموماً تمنع المتاجرة بالديون. ولأن المرحلة الأولى (الفترة بين تملك السلعة وبيعها مرابحة) مرحلة ضئيلة جداً، فإن صكوك المرابحة تعتبر غير قابلة للتداول.

2.1.3. صكوك السلم:

تقوم صكوك السلم على عقد السلم الذي هو عكس عقد البيع الآجل، حيث يتم دفع الثمن كاملاً مقدماً، واستلام الأصل (الذي يتم تحديد مواصفاته بدقة) مستقبلاً. أغلب استخدامات عقد السلم إنما هي في المجال الزراعي (شراء المنتجات الزراعية) [6] لكن لا يعني ذلك عدم إمكانية استخدامه في إنتاج سلع ومنتجات أخرى.

يقوم المنشئ لصك السلم بطرح وثائق متساوية القيمة للاكتتاب فيها، يتم استخدام حصيلتها لشراء أصل (منتج زراعي) سلماً، بحيث يتم سداد كامل قيمة الأصل حالاً، على أن يتم استلام الأصل بعد أجل أو على أقساط (حيث تجيز مبادئ التمويل الإسلامي السلم المقسط). هذا الإجراء يعني أن صك السلم يمثل ملكية جزئية من رأس مال السلم (الثمن)، ويكون حملة الصكوك هم (المسلّم)، وبذلك يعتبر الأصل محل السلم (المسلم فيه) ملكاً لحمة الصكوك عند تسلمه، ويكون الربح هو الفرق بين الثمن المدفوع مقدما (أي سعر الشراء) وثمن بيع الأصل بعد استلامه في الأجل المتفق عليه. (أنظر: [8])

في التطبيق العملي لبعض إصدارات صكوك السلم، يتعهد طرف ثالث ببيع الأصل محل السلم بسعر أعلى من سعر الشراء، ويتم ذلك في العادة من خلال سلم مواز، حيث يقوم الطرف الثالث بشراء الأصل (بمواصفاته) سلما، وتسليمه في نفس تاريخ التسليم المحدد في عقد السلم الأصلي.

نظرًا لأن إعادة بيع الأصل (المسلم فيه) قبل الحيازة الفعلية من شأنها أن ترقى إلى بيع الديون الذي لا تقره الشريعة الإسلامية، فلا يمكن تداول صكوك السلم، مما يجعلها أداة غير سائلة، وهذا بدوره جعل منها أداة غير شائعة الاستخدام.

3.1.3. صكوك استصناع:

الاستصناع هو عقد يُشترى به في الحال شيء مما يصنع صنعا يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة، وبثمن محدد [6].

تصدر صكوك الاستصناع على أساس عقد الاستصناع، وهي تمثل حصصاً (متساوية) في تمويل مشروع لتصنيع أو إنشاء أصول لصالح عميل، بثمن يدفع على أقساط مستقبلية، بمعنى آخر أن الصك الواحد يمثل جزءا من ثمن الشيء المصنوع في عقد استصناع، ولهذا فإن القيمة الاسمية لمجموع الصكوك تساوي إجمالي الأقساط المدفوعة لتمويل المشروع. ونظرا للمزايا التي يختص بها عقد الاستصناع مقارنة بعقود التمويل الأخرى، كعدم وجود شرط دفع كامل الثمن مقدما، فإن هذا النوع من الصكوك يمكن أن يصدر على شكل سندات متسلسلة أو شهادات بتواريخ استحقاق مختلفة توافق سير جدول سداد الأقساط المتفق عليه بين مشتري الأصل والمُصنّع. صكوك الاستصناع قابلة للتداول، ذلك أنها تمثل أصلاً غير مالي هو الشيء المصنوع الذي سيكون أعمالا تحت التنفيذ (كالمباني) أو منتجات غير تامة الصنع.

4.1.3. صكوك مشاركة:

المشاركة (أو الشركة) عقد بين اثنين فأكثر على أن يكون رأس المال والربح مشترك بينهم. يمثل صك المشاركة نسبة ملكية مباشرة لصاحب الصك في أصول مؤسسة أو مشروع (سواء كان مشروعاً جديدا أو توسعياً)، لذا فهو يعتبر شريكاً، ويتم توظيف حصيلة الاكتتاب في شراء أصول مدرة للدخل أو في مشروع تجاري (أي يشمل نقد وسيولة وأصول ثابتة ومتداولة). يشترك حملة الصكوك في عوائد الأصول (أو المشروع التجاري)، ويتحملون خسائره. وتتميز صكوك المشاركة

بإمكانية استخدامها لكل أنواع المشاريع (عامة وخاصة، طويلة ومتوسط وقصيرة...). وصكوك المشاركة قابلة للتداول بشروط وهي ألا تقل الأصول من غير النقود والديون عن نسبة يكون أكثر من 30% من معدل القيمة السوقية المرسملة.

5.1.3. صكوك مضاربة:

المضاربة هي عقد على الاشتراك في الربح الناتج عن مشروع يكون المال فيه من طرف (يسمى صاحب المال أو رب المال) والعمل من طرف آخر (يسمى المضارب). وعلى ذلك، فإن صكوك المضاربة هي شهادات يصدرها المضارب، ويكتتب فيها المستثمرون (حملة الصكوك)، بحيث يشاركون في الربح ويتحملون الخسارة الناتجة عن الاستثمار مضاربةً. يستخدم المضارب (مصدر الصكوك) حصيلة الاكتتاب لتمويل نشاط تجاري أو مشروع معين، ويحصل حامل الصك (وهو رب المال) على عوائد تعتمد على إيرادات النشاط أو المشروع. وتخضع قابلية صكوك المضاربة للتداول لنفس ضوابط تداول صكوك المشاركة التي سبق عرضها.

6.1.3. صكوك الإجارة:

عقد الإجارة (أو الإيجار) هو بيع منفعة معلومة بعوض معلوم [7]. وعلى ذلك، فإن صكوك الإجارة تمثل ملكية أصل يتم تأجيره. حملة الصكوك يعتبرون بذلك ملاك الأصل المؤجر أي أنهم هم (المؤجر) في عقد الإيجار، ويترتب عن ذلك حقوق والتزامات المؤجر. يحصل حامل الصك على حصة من مبلغ الأجرة بحسب نسب ملكيته في الأصل المؤجر. وصكوك الإجارة قابلة للتداول من لحظة إصدارها، ذلك أن الأصل المؤجر يعتبر أصلا غير مالي، كما أنه مملوك لحملة الصكوك. ونظراً لكون حامل الصك مالكا للأصل بنسبة ما لديه من صكوك، ووفقاً لما يترتب عن عقد الإجارة من حقوق والتزامات، فإن حامل الصك يتحمل نسبة من الخسارة في حالة هلاك (تلف) الأصل المؤجر، وقد يتحمل نسبة من تكلفة

الوفاء بالالتزام بتوفير أصل بديل (إذا كان الالتزام بتوفير أصل بديل جزءا من العقد).

2.3. أنواع الصكوك بحسب الغرض:

يعتبر هذا التقسيم أفضل التقسيمات وأكثرها شمولا واستخدامها هو تقسيمها بحسب الغرض العام للصكوك، وهي بذلك تنقسم إلى صكوك تمويل، وصكوك استثمار، وصكوك إجارة، وصكوك مشاركة في الإنتاج، وصكوك المحافظ والصناديق الاستثمارية:

1.2.3. صكوك التمويل:

تشمل صكوك التمويل كلا من صكوك المرابحة، وصكوك سلم، وصكوك استصناع، وقد سبق تعريف كل نوع من هذه الصكوك.

2.2.3. صكوك استثمار:

تشمل صكوك الاستثمار كلا من صكوك مضاربة، وصكوك مشاركة، وصكوك وكالة بالاستثمار.

3.2.3. صكوك إجارة:

تشمل صكوك الإجارة كلا من صكوك ملكية الأصول القابلة للتأجير، وصكوك ملكية منافع الأصول القابلة للتأجير، وصكوك إجارة الخدمات، وصكوك الإجارة التشغيلية، وصكوك الإجارة التمويلية وهذه بدروها نوعان: صكوك الإجارة المعينة، وصكوك الإجارة الموصوفة بالذمة.

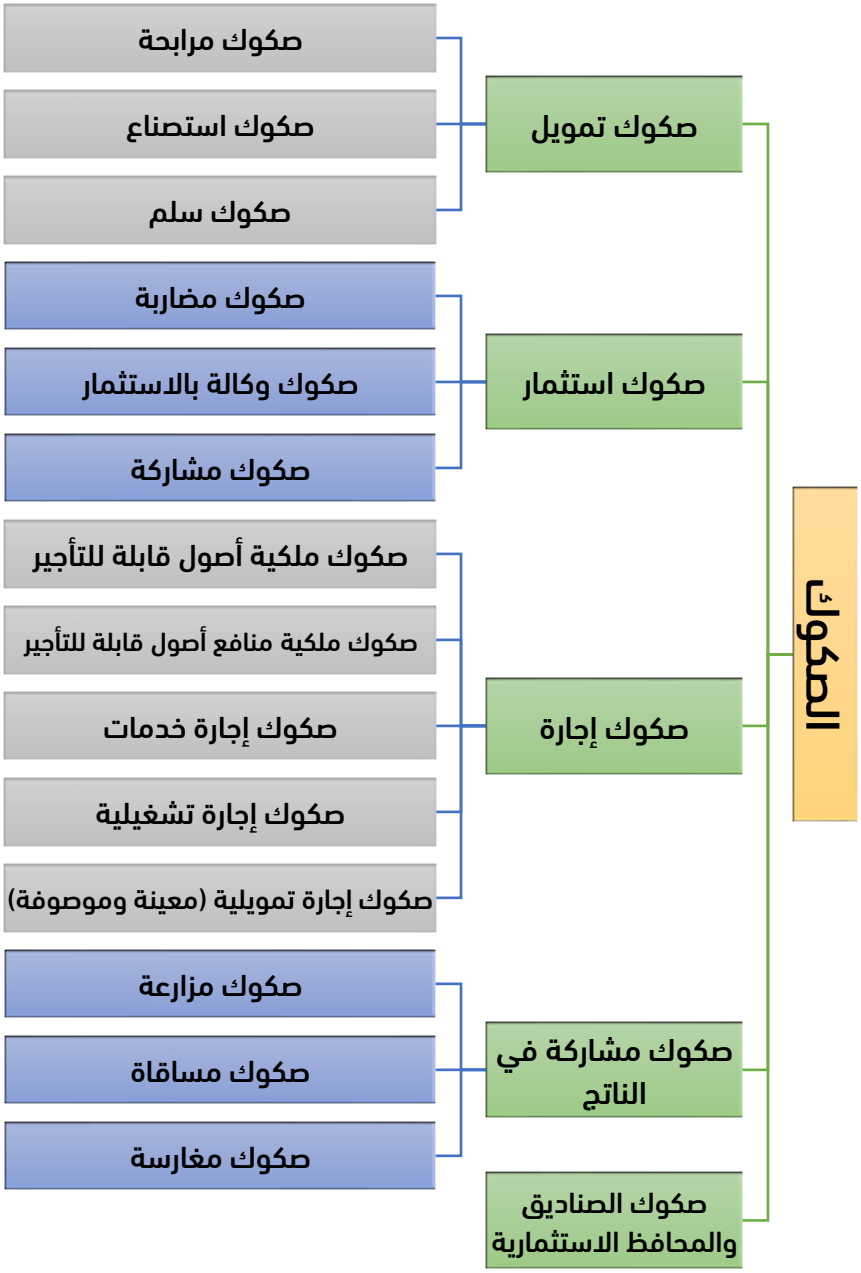
4.2.3. صكوك مشاركة في الإنتاج:

تشمل صكوك المشاركة في الإنتاج كلا من صكوك المزارعة، وصكوك المساقاة، وصكوك المغارسة.

5.2.3. صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية:

هذا النوع من الصكوك يصدر على أساس عقد شراء صندوق أو محفظة استثمارية متوافقة مع الضوابط الشرعية، وتتمتع بشخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن منشئ الصكوك (تتكون من أعيان ومنافع وديون ونقود وحقوق مالية، ولا تقل الأعيان والمنافع فيها عن 10%)، حيث يمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه المحفظة.

شكل 6. أنواع الصكوك



المصدر: المؤلف

3.3. الصكوك بحسب استنادها إلى أصول:

على نفس نمط الأدوات المالية التقليدية، يمكن هيكلة الصكوك بطريقتين مختلفتين تتضمنان أنماطا مختلفة للأخطار التي تنطوي عليها، وذلك على التفصيل التالي (أنظر: [9]):

1.3.3. الصكوك المدعومة بأصول:

الصكوك المدعومة بأصول (*Asset-backed-Sukuk*) هي نوع من الصكوك يتم هيكلتها بحيث تتضمن منح المستثمر (حامل الصكوك) حصة من أصل ملموس أو مشروع تجاري إلى جانب حصة مقابلة من إجمالي المخاطر (أي حصة تتناسب مع هذه الملكية). في هذا الهيكل، توجد معاملة بيع حقيقية (من الناحية القانونية)، حيث يبيع منشئ الأصول محل عملية التصكيك إلى شركة ذات أغراض خاصة (SPV) تحتفظ بهذه الأصول وتصدر الصكوك المدعومة بها. لا يحق لمشتري الصكوك اللجوء إلى المنشئ إذا كانت المدفوعات أقل من المعتاد. يعني البيع الحقيقي أن أصول المُصدر لن تضاف إلى أصول المنشئ في حالة التخلف عن السداد والتصفية. يجب على حاملي الصكوك تحمل أي خسائر في حالة حدوث نقص في أصول الصكوك. وبالتالي، فإن الصكوك المدعومة بالأصول أقرب إلى حقوق الملكية منها إلى الديون.

من مزايا هذا الهيكل أن المستثمرين (حملة الصكوك) يمكنهم تجنب خطر إفلاس منشئ الصكوك، حيث يحول تحويل الأصول محل التصكيك إلى كيان آخر (الشركة ذات الغرض الخاص في هذه الحالة) دون إمكانية وصول دائني المنشئ لتلك الأصول لاستيفاء حقوقهم نتيجة إفلاسه. في هذا الهيكل، تم عزل الأخطار التي يتعرض لها المنشئ عن الأصول (محل التصكيك)، لذا، حتى لو واجه المنشئ صعوبات أو تعرّض لخسائر، فقد يستطيع حملة الصّكوك الحصول على عوائد إذا كان أداء الأصول جيداً، وفي مقابل ذلك، فإن حملة الصكوك لن يتمكنوا من

الرجوع إلى المنشئ إذا كان أداء الصكوك ضعيفاً أو تعرض الأصل لتآكل قيمته. [10]

2.3.3. الصكوك المبنية على أصول:

تتضمن الصكوك القائمة (المبنية) على أصول (*Asset-based Sukuk*) قيام المُصدر بشراء الأصول محل التصكيك، من المنشئ، ثم استثمارها أو تداولها أو تأجيرها نيابة عن المستثمرين (حاملي الصكوك)، وذلك باستخدام الأموال التي تم جمعها من خلال الشهادات الصادرة (الصكوك). يأخذ هذا الهيكل، في أغلب الأحيان، مظهر عقد البيع - الإيجار للمنشئ وهو مضمّن بوعد ملزم من المنشئ لإعادة شراء الأصول محل التصكيك عند الاستحقاق. في هذا الهيكل، يمكن لحاملي الصكوك فقط مطالبة المنشئ بشراء تلك الأصول. على هذا النحو، فإن حملة الصكوك لديهم مطالبة دين غير مضمونة تجاه المنشئ تتجسد في دفع سعر الشراء بعد تنفيذ وعد الشراء الملزم. وهذا يعني أن حاملي الصكوك ليس لديهم حق الرجوع الكامل إلى الأصول محل التصكيك، وتلك الأصول لا تستخدم كضمان. تمنح الصكوك القائمة على الأصول ملكية منفعة فقط لحاملي الصكوك، بحيث في حالة التخلف عن السداد، سيُترك المستثمر دون أي قدرة على المطالبة على هذه الأصول. في هذا الهيكل، ينقل المنشئ إلى المستثمرين فقط الملكية النفعية للمصدر (*SPV*). لكن الشريعة تنص على نقل الأصول إلى حاملي الصكوك. ومع ذلك، نظرًا لأن المستثمرين ليس لديهم حق الرجوع إلى الأصول، فإن الهيكل لا يولي أي اهتمام لمخاطر الأصول، بل يركز على الجدارة الائتمانية لرعاة الصكوك.

في هذا النوع من الصكوك، لا يعتبر توليد الأصل لعوائد أمرا ضرورياً، بل إن التعزيزات الائتمانية المتوافقة مع الشريعة ومبادئها (مثل التعهد بالشراء، وتسهيلات السيولة) تتيح للمستثمرين (حملة الصكوك) الرجوع على مصدر الصكوك (الشركة ذات الغرض الخاص)، لا على الأصول. تبعاً لذلك، لو كان أداء الأصل ضعيفاً، يدفع المصدر العائد الذي يحقق توقعات المستثمرين (العوائد المتوقعة) من خلال التعزيزات الائتمانية، وعلى النقيض من ذلك، لو أن المصدر

تعثر (أو أفلس)، فلن يكون لحملة الصكوك الحق في الرجوع على الأصول لاستيفاء حقوقهم إلا من خلال إجراء واحد هو بيع الأصل للمصدر بقيمة المبلغ الأصلي للتمويل.

3.3.3. الصكوك القائمة على أصول مع وعد ملزم بإعادة الشراء:

هذا الهيكل هو حالة خاصة من الهيكلة الثانية السابق تناولها. في هيكل الصكوك القائمة على أصول مع وعد ملزم بإعادة الشراء من المنشئ (*Pass-through Asset-based Sukuk*)، يقوم المصدر بموجب وعد ملوم بشراء الأصول، ويؤجرها، ويصدر الصكوك. تتم هذه الهيكلة من خلال إعادة تأجير الأصول للمنشئ بعقد (بيع وإعادة تأجير). تكون المخاطر التي يتعرض لها حملة الصكوك هي تلك المتعلقة بالمنشئ.

4.3.3. الفرق بين الصكوك المبنية على أصول والصكوك المدعومة بأصول:

الفرق الأساس بين الصكوك القائمة على أصول والصكوك المدعومة بأصول هو في ملكية حملة الصكوك. ففي الصكوك المدعومة بأصول يكون حملة الصكوك ملاكا حقيقيين (أي ملكية حقيقية شرعية وقانونية) للأصول، ويترتب عن تلك الملكية آثارها، أما في حالة الصكوك المبنية على أصول، فملكية حملة الصكوك للأصول ليست حقيقية، ويمكن توضيح الفروق في الجدول (5) أدناه:

جدول 5. الفرق بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المبنية على أصول

	الصكوك المدعومة بأصول	***الصكوك المبنية على أصول***
الأصول	يبيع المنشئ الأصول محل التصكيك للمستثمرين (حملة الصكوك) بيعاً حقيقياً.	يبيع المنشئ الأصول محل التصكيك للمستثمرين (حملة الصكوك) بيعاً غير حقيقي.
التدفقات النقدية	الأصول محل التصكيك هي مصدر العوائد ومنها تسترد	الأصول محل التصكيك هي مصدر العوائد، لكن يتولى

	قيمة الصكوك (عند الاستحقاق)	المنشئ تعويض النقص إذا قل أداء الصكوك.
استيفاء الحق	لا يحق لحامل الصك الرجوع على المنشئ في حالة إفلاسه أو تعثره.	يحق لحامل الصك الرجوع على المنشئ في حالة إفلاسه أو تعثره.
الجدارة الائتمانية	تستند الجدارة الائتمانية للصكوك على جودة الأصول	تستند الجدارة الائتمانية للصكوك على قوة المنشئ ومتانته المالية
التعثر والإفلاس	لا ينتقل خطر تعثر (أو إفلاس) المصدر إلى حملة الصكوك	حملة الصكوك معرضون لأخطار تعثر أو إفلاس المصدر.
القيد المحاسبي	الأصول المصككة تعتبر بنودا خارج ميزانية المنشئ.	تظهر الأصول المصككة ضمن ميزانية المنشئ.

المصدر: المؤلف استناداً إلى الأدبيات العلمية

وبالنظر إلى هيكلة الصكوك المدعومة بأصول والصكوك القائمة على أصول والآثار المترتبة عن كل هيكل، فإن النوع الأول يستوفي المتطلبات الشرعية المتعلقة بالملكية وما يترتب عنها من استحقاق الربح وتحمل الخطر، على خلاف النوع الثاني.

4.3. الصكوك بحسب قابليتها للتداول:

كقاعدة عامة، فإن قابلية الصك للتداول من عدمه، وكذا ضوابط التداول في حالة قابلية الصك للتداول، تخضع لضوابط الأصول التي يمثلها الصك، فلو أن الصك كان يمثل في غالبه ديونا، فهو يخضع لضوابط تداول الديون (وهي جد مقيدة)، وإذا كان يمثل نقدا وما فيه حكمه، فهو يخضع لضوابط الصرف، وإذا كان يمثل خليطا من الأصول الملموسة والديون والنقد، فيأخذ حكم المكوّن الغالب، وتبعاً لذلك، يمكن تقسيم الصكوك من حيث قابليتها للتداول إلى قسمين:

1.4.3. صكوك قابلة للتداول:

إذا كانت الصكوك قائمة على أصول ملموسة كالمباني والعقارات، فهي قابلة للتداول، وكذلك إذا تم تصكيك المشروعات التجارية (المنظمة في شكل مضاربة أو مشاركة)، فإن هذه الصكوك تكون قابلة للتداول. إذا كانت محفظة التصكيك مشكلة من أصول مالية وأخرى غير مالية (غير النقد والديون)، فإنها قد تقبل التداول إذا كانت نسبة الأصول غير المالية ضمن المحفظة أعلى من الحد الأدنى المقبول شرعاً. تشمل الصكوك القابلة للتداول كلاً من صكوك الاستصناع، وصكوك الإجارة، وصكوك المشاركة والمضاربة (شريطة ألا تقل الأصول في مشروع المشاركة أو المضاربة من غير النقود والديون عن نسبة 30% من معدل القيمة السوقية المرسملة).

2.4.3. صكوك غير قابلة للتداول:

إذا كانت الصكوك قائمةً على أصول مالية، فإنها تكون غير قابلة للتداول، مثال ذلك صكوك المرابحة وصكوك السلم، وكلاهما يمثل ذمماً مدينةً (أصولاً مالية)، ما يجعلها غير قابلة للتداول. تشمل الصكوك غير القابلة للتداول كلاً من صكوك السلم، وصكوك المرابحة.

5.3. الصكوك بحسب قابليتها للتحويل:

1.5.3. صكوك قابلة للتحويل إلى أسهم:

الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم (*Convertible Sukuk*) هي صكوك تنطوي على خيار يعطي صاحبها الحق في تحويل الصك إلى سهم، أي ينتقل حامل الصك من ممول لمشروع استثماري (ذو مدة زمنية محددة) إلى مساهم (دائم) في الشركة المنشئة للصك. يتم النص على وجود هذا الخيار وتحديد سعر تحويلي عند إصدار الصك، ويبقى الخيار للمالك في تحويل الصك من عدمه.

2.5.3. صكوك قابلة للتبديل بأسهم:

الصكوك القابلة للتبديل بأسهم (*Exchangeable Sukuk*) هي صكوك تعطي لحامل الحق في تبديل الصك بأسهم شركة أخرى غير الشركة المنشئة للصك. وكما هو الحال مع الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم، فإن هذا النوع من الصكوك يحوي سعراً تحويلياً يتحدّد عند إصداره، وهو ما يساوي تكلفة الخيار. ويكون حامل الصك بالخيار في تبديل الصك بأسهم من عدمه.

6.3. الصكوك بحسب جهة الإصدار:

1.6.3. صكوك حكومية:

يقصد بالصكوك الحكومية تلك التي تصدر من طرف جهات سيادية، وعادة ما يتم استخدامها لأغراض السياسات العامة بالبلد، من ذلك توفير السلع والخدمات العامة، أو تمويل مشروعات البنية التحتية، أو لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مشروعات بعينها، وفي بعض الحالات يمكن استخدامها لتمويل العجز في الموازنة، وكما يظهر في الوصف السابق، فإن هذا النوع من الصكوك يؤدي بالضبط وظائف السندات الحكومية (كأذونات الخزينة وأوراق الخزينة وسندات الخزينة). نظرياً، يمكن استخدام كل أنواع الصكوك التي استعرضناها كصكوك الإجارة وصكوك المرابحة وصكوك الاستصناع وصكوك السلم وغيرها، بحسب طبيعة التمويل الذي تحتاجه الجهة الحكومية، غير أن التطبيق يظهر أن بعض أنواع الصكوك أنسب وأيسر في الاستخدام، من ذلك صكوك الإجارة وصكوك المشاركة. (أنظر مثلاً: [11]).

2.6.3. صكوك الشركات:

صكوك الشركات هي التي تصدر من قطاع الأعمال، سواء شركات تجارية، أو صناعية، أو خدمية، أو مؤسسات مالية، وهي تهدف لتمويل مشروعات جديدة أو تمويل اقتناء أصول مدرة للدخل. يمكن أن تأخذ صكوك الشركات كل الأنواع التي سبق عرضها.

7.3. تقسيمات أخرى للصكوك:

يمكن أن تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة باعتبار آجالها ومجالات التوظيف، أو الجهة التي تصدرها، ويمكن أن نميز بن الأنواع التالية من الصكوك:

1.7.3. حسب الأجل:

يمكن تقسيم الصكوك وفقا لآجال استحقاقها، وهي بذلك تنقسم لصكوك قصيرة، وأخرى متوسطة وأخرى طويلة الأجل. لا يتجاوز أجل استحقاق الصكوك القصيرة مدة سنة واحدة، وهي عادة الصكوك التي تصدرها جهات سيادية، في حين يمتد أجل الصكوك المتوسطة وطويلة الأجل لعدة سنوات.

2.7.3. حسب طبيعتها:

يمكن أن تكون الصكوك ذات أجل محدد سنة أو سنتن أو ثلاث سنوات...إلخ، وقد تكون دائمة، حيث يتصف النشاط الاستثماري بالاستمرارية، ويمكن أن تكون الصكوك متناقصةً حيث يتم استرداد جزء من قيمة الصك سنوياً، وصكوك متزايدة حيث يعاد استثمار العائد.

3.7.3. حسب القطاع الاقتصادي:

يمكن تقسيم الصكوك بحسب القطاعات التي تمولها أو يتم استخدامها فيه، مثلا صكوك القطاع الزراعي، أو الخدمي، أو الصناعي، أو غيرها.

4.7.3. حسب التخصيص:

وتنقسم الصكوك وفقاً لهذا الاعتبار إلى صكوك عامة وأخرى مخصصة، والصكوك المخصصة هي التي تصدر لتمويل مشروع معين، أما العامة فتوزع حصيلتها على جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف (الجارحي، 1981).

إطار 6: عقود التمويل الإسلامي

العقد هو أحد طرق كسب المال، ومن خلال العقد يتحرك المال وينتقل من يد إلى يد. من أمثلته القرض والبيع والإجارة والشركة ونحوها، وقد وضع الله تعالى أسسا عامة لهذه العقود في قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾ [المائدة: 1]. وفي المالية الإسلامية، يعتبر العقد اللبنة الأساسية التي يمكن من خلالها بناء المنتجات والأدوات المالية.

يُعرّف العقد في اللغة على أنه الربط (أو الجمع) بين شيئين، مثل قولنا: عقدت الحبل إذا جمعت أجزاءه. أما اصطلاحا فهو ارتباط إيجاب بقبول على وجه مشروع، يرتب آثاره فيما عقد من أجله. والإيجاب: ما صدر ابتداء من أحد العاقدين، والقبول: ما صدر ثانيا من الآخر على وجه الرضا لكلام الأول.

تنقسم العقود في التمويل الإسلامي إلى عقود تبرع وعقود معاوضة (استثمار).

عقود التبرع (الارتفاق) هي عقود تنظم كل أنواع المعاملات المالية الإحسانية غير العوضية (غير الربحية) التي يجريها المتبرع بإرادته الحرة تقربا إلى الله تعالى، ورغبة في فعل الخير، بالتالي فهي لا تهدف لتحقيق ربح أو منفعة مادية للمتبرع، ومن أمثلتها: القرض، الهبة، الوصية، الوقف. أما عقود الاستثمار (المعاوضة) فهي عقود يكون هدفها الأساس تحقيق الربح. تقوم البنوك الإسلامية أساسا على استخدام عقود التمويل الاستثمارية والتي تقوم على مبدأ المعاوضة (عقود معاوضات)، غير أن ذلك لا يعني عدم استخدام عقود التمويل التبرعية، من ذلك: الكفالات، والوكالات، والوديعة، والقرض. وباستثناء عقد القرض، فإن بقية العقود التبرعية تستخدم مرتبطة غالبا بعقود أخرى.

إن الهدف الأساس لأدوات التمويل الإسلامي الاستثمارية هو تحقيق الربح. والربح هدف مشروع، بل هو أمر مطلوب، على أن يكون في إطار الضوابط الشرعية، ومن الممارسات الهادفة لتعظيم الربح والتي لا تقرها الشريعة الإسلامية: الاحتكار، والغش، والتدليس، والغرر، وغيرها. وعلى الرغم من بساطة أنواع أدوات التمويل الإسلامي الاستثمارية نظريا، فإنها قد تصبح أحيانا مركبة في الواقع، ويرجع ذلك إلى أن بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية دأبت -باستخدام الهندسة المالية- على تركيب أو تشكيل أدوات جديدة انطلاقا من مجموعة من الأدوات التمويلية وذلك تلبية لرغبات عملائها اللامتناهية وغير المحدودة. هذا ويمكن تقسيم عقود التمويل الإسلامي

الاستثمارية إلى أدوات تقوم على أصول وأدوات تقوم على المشاركة في الربح والخسارة وأوراق مالية:

شكل 7. تصنيف الأدوات المالية الإسلامية الاستثمارية

أولا: الأدوات المالية الإسلامية التي تقوم على أصول

من أمثلة الأدوات المالية الإسلامية القائمة على أصول: المرابحة، والسلم، والاستصناع... وهي أدوات تقوم على بيع أو شراء الأصول، والإجارة التي تقوم على بيع منافع هذه الأصول.

المرابحة

بيع المرابحة هو البيع بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم

التورق

التورق هو شراء سلعة معينة بالأجل وإعادة بيعها لطرف ثالث حالاً بغرض الحصول على نقد.

السّلم

السلم (ويسمى كذلك السلف) هو بيع موصوف في الذمة ببدل يعطى عاجلاً (في مجلس العقد)، أي أن البضاعة المشتراة دين في الذمة ليست موجودة أمام المشتري ومع ذلك فإنه يدفع الثمن عاجلاً للبائع، والفقهاء تسميه بيع المحاويج لأنه بيع غائب تدعو إليه ضرورة كل واحد من المتبايعين.

الاستصناع

الاستصناع لغة طلب عمل الصنعة، واصطلاحا هو عقد يُشترى به في الحال شيء مما يصنع صنعا يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة، وبثمن محدد.

الإجارة

الإجارة هي عقد على منفعة مباحة معلومة مدة معلومة من عين معلومة أو موصوفة في الذمة، أو عمل بعوض معلوم.

الجعالة:

الجَعَالَة: مثلثة الجيم: جِعَالة وجُعالة وجَعالة، هي أن يجعل الرجل للرجل أجرا معلوماً ولا ينقده إياه، على أن يعمل له في زمن معلوم أو مجهول مما فيه منفعة للجاعل على أنه إن أكمله كان له الجعل وإن لم يتمه فلا شيء له مما لا منفعة للجاعل إلا بعد تمامه.

ثانياً: الأدوات المالية القائمة على المشاركة

تشمل الأدوات المالية الإسلامية الاستثمارية القائمة على المشاركة في الربح كلا من المشاركة والمضاربة بأنواعهما:

المشاركة

المشاركة أو الشراكة عقد يتفق بموجبه طرفان أو أكثر على الاشتراك في رأس المال والعمل، ويكون الربح بينهما بنسبة مشاركة كل طرف أو بحسب الاتفاق، أما الخسارة فلا تكون إلا بنسبة مساهمة كل طرف. والمشاركة من عقود الأمانة أي ليس فيها ضمان الربح لأي طرف إلا في حالة التعدي أو التقصير.

المضاربة

تعرف المضاربة بأنها عقد على الاشتراك في الربح الناتج عن مشروع يكون المال فيه من طرف (يسمى صاحب المال أو رب المال) والعمل من طرف آخر (يسمى المضارب)، وإذا حدثت الخسارة وكانت دون تعمد ولا تقصير، فإنها الخسارة المادية تكون على رب المال.

المُزارعة

المزارعة لغة: مفاعلة من الزرع وهو الإنبات، والمزارعة في الاصطلاح دفع أرض وحب لمن يزرعه، ويقوم عليه، بجزء مشاع معلوم النسبة كالثلث، أو الربع ونحوه مما يخرج من الأرض.

المساقاة

المساقاة في اللغة مفاعلة من السقي لاحتياجها إليه لكونه أكثر أعمالها غالباً، والمساقاة اصطلاحا هي عقد على خدمة شجر وما ألحق به بجزء من غلته.

ثالثاً: الصكوك والمحافظ والصناديق الاستثمارية

الصكوك والمحافظ الاستثمارية يمكن أن تقوم على الأصول المذكورة سابقا. وقد أطلقت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك الإسلامية اسم (صكوك الاستثمار) تمييزا لها عن الأسهم وسندات القرض، وعرفتها بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية أصول مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله. وعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.

4. هياكل الصكوك: دراسات حالة

هناك عدد كبير من فئات الصكوك المسموح بها*، وعدد من الأساليب التي يمكن استخدامها لهيكلة معاملة الصكوك. يعتمد اختيار نوع الهيكل على عوامل مختلفة (سبق مناقشتها)، بما في ذلك طبيعة الأصول محل التصكيك، والضرائب والاعتبارات التنظيمية، وقاعدة المستثمرين المستهدفين، ووجهات نظر علماء الشريعة الذين يجب أن يوافقوا على إصدار الصكوك. نتيجة لجهود علماء الشريعة (مجمع الفقه الإسلامي مثلا)، ومؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية (كهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية)، فإن هياكل الصكوك الأكثر استخدامًا في السوق الحالية هي الإجارة والمرابحة والمضاربة - الوكالة.

تراجعت شعبية هياكل بعض الصكوك التي كانت تعاني من بعض الاختلالات (من وجهة نظر الشريعة)، من ذلك على سبيل المثال صكوك المشاركة والمضاربة، حيث تم وضع قيود على اشتراط قيام مصدري الصكوك بإعادة شراء الصكوك بقيمتها الاسمية، وحظر إلزامية القرض بدون فائدة أو تسهيلات السيولة التي تستخدم عادة لتعويض أي نقص في الدخل من أصول الصكوك الأساسية، وهي إجراءات كانت في مجملها تجعل الصكوك قريبة جدا من هيكل السندات (مثلا ضمان الحصول على عائد شبه مؤكد).

وبغض النظر عن الهيكل المختار، فإن الكيان الذي يسعى للحصول على التمويل (المنشئ) سوف يدمج عادةً وسيطًا ماليًا مملوكًا بالكامل (شركة ذات أغراض خاصة) وينقل حق الملكية إلى الأصول الأساسية إلى الشركة ذات الغرض الخاص. ستقوم الشركة ذات الغرض الخاص بعد ذلك بإصدار الصكوك واستخدام

---

* حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) أربعة عشر فئة من الصكوك المسموح بها

الأموال التي تم جمعها لدفع قيمة المنشئ لتلك الأصول. من الناحية النظرية، فإن أصول الصكوك منفصلة بالتالي عن بقية أصول المنشئ. ومع ذلك، من الناحية العملية، يستمر المنشئ في استخدام الأصول (على سبيل المثال بموجب عقد إيجار في الإجارة)، أو لإدارة الأصول (على سبيل المثال بموجب المشاركة أو المضاربة). عادةً ما يتم تنظيم إصدارات الصكوك كأدوات مخاطر ائتمان الشركات وفي سيناريو التخلف عن السداد والاسترداد، لن يلجأ حملة الصكوك إلى الأصول نفسها. يتم الاسترداد عادة من قبل حملة الصكوك الذين يمارسون حقوقهم ضد المنشئ بموجب تعهد الشراء. بينما تمثل شهادات الصكوك حصة ملكية أساسية في أحد الأصول من منظور الشريعة، فإن الواقع التجاري والاقتصادي هو أن معظم الصكوك الصادرة غير مضمونة وتعادل السندات التقليدية

نخصص هذا الجزء لدراسات حالات عملية وتطبيقية عن الصكوك، والتعرف على عملية التصكيك من لحظة تحديد الأصول محل التصكيك، مرورا بالهيكلة المناسبة للصكوك، وآلية عمل المدفوعات خلال حياة الصكوك، وأخيرا إطفاء الصكوك. سبق الإشارة إلى أنواع وتقسيمات الصكوك، وأهم هياكلها، وقبل أن نتناول دراسات الحالة، فهذه لمحة سريعة على أهم هياكل الصكوك الأكثر شيوعاً:

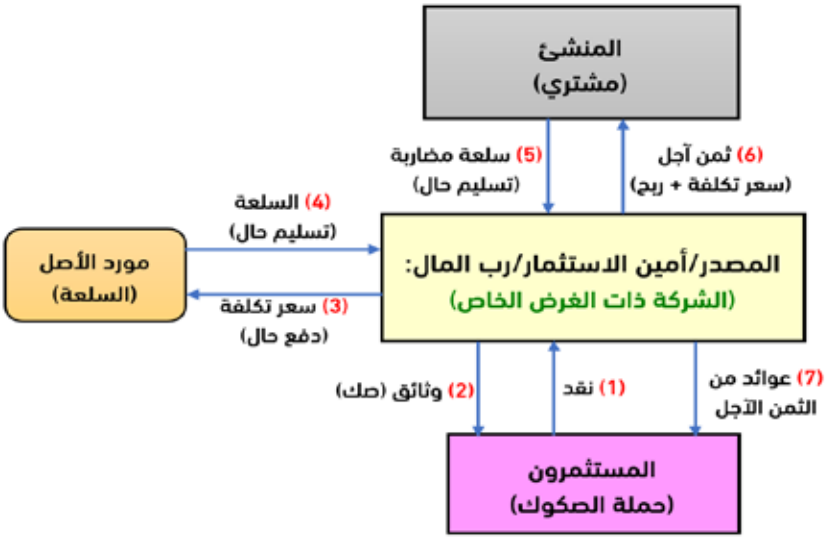
1.4. ملخص هياكل الصكوك:

1.1.4. صكوك المرابحة:

تعتبر صكوك المرابحة هيكلاً يمكن استخدامه إذا لم يتم تحديد أصول أساسية ملموسة في أعمال أو عمليات المنشئ. في هيكل المرابحة النموذجي، يتملّك المُصدر الأصل (السلعة) بصفته أمين استثمار نيابة عن حملة الصكوك ويبيعه إلى المنشئ بشروط الدفع المؤجل. لا يحظى هيكل المرابحة بشعبية كبيرة لأن صكك المرابحة غير قابلة للتداول؛ ذلك أن صك المرابحة يمثل دينا نقديا مستحق السداد، وبتعبير آخر فهو يمثل ذمم المرابحة من المنشئ بصفته مشترياً في عقد المرابحة.

لذلك، فإن تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية يدخل ضمن ما يعرف بتجارة الديون، وهو ما تحرمه الشريعة الإسلامية (مع الاختلافات بين العلماء في موضوع المتاجرة بالديون، فعلى سبيل المثال تسمح ماليزيا بتداول صكوك المرابحة في حين لا تجيزها دول الخليج وبقية الدول العربية وباكستان وغيرها). الحالة الوحيدة التي يمكن فيها تداول صكوك المرابحة هو كون المرابحة تمثل جزءا يسيرا ضمن محفظة التصكيك، بحيث يكون الغالب على المحفظة الأصول غير المالية والأصول القابلة للتداول.

شكل 8. هيكلة صكوك المرابحة



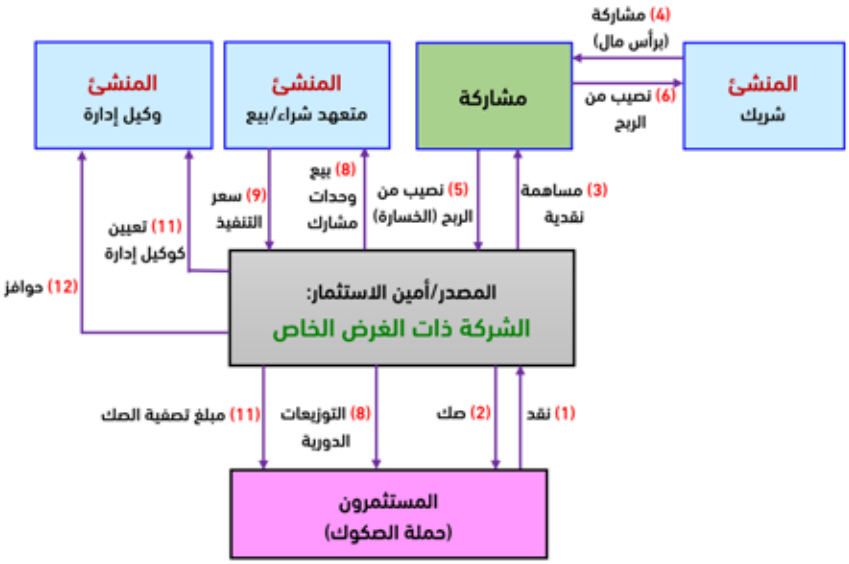
على الرغم من أن المرابحة تمثل جزءًا صغيرًا من إجمالي عدد الصكوك الصادرة، إلا أن هذا الهيكل مفضل للصفقات ذات الحجم الصغير، وتتضمن مستثمرين لديهم الاستعداد والرغبة في شراء الصكوك والاحتفاظ بها إلى أجل الاستحقاق، أي لا نية لديهم في بيع تلك الصكوك.

2.1.4. صكوك المشاركة:

يعتبر هيكل المشاركة مناسبًا أيضًا إذا لم يكن المنشئ يمتلك أصلًا ملموسًا فعليًا أو لم يكن لديه أموال كافية لشراء هذا الأصل. ومن ثم، يتم استخدام هيكل المشاركة لتعبئة الأموال لإنشاء أو تطوير مشروع أو تمويل نشاط تجاري. يشبه هيكل صكوك المشاركة الهياكل الأخرى من حيث إنها تتطلب وجود أصول مولدة للأرباح لصالح المستثمرين، وتتميز بإمكانية صياغتها أو هيكلتها بطريقة توفر تدفقات نقدية منتظمة طيلة مدة المشروع (مدة الصكوك)، مع مرونة في آلية الدفع وطرق حساب المدفوعات.

كانت المشاركة من بين هياكل الصكوك الأكثر استخدامًا، لكنها تعرضت لاحقا لنقد من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (*AAOIFI*) التي أبدت تحفظها لبعض الجوانب الشرعية المتعلقة بهذا الهيكل، بشكل خاص تعهد الشراء بالقيمة الاسمية (أو أية ترتيبات أخرى تؤدي لذات النتيجة)، ما أدى إلى تراجع استخدام هذا الهيكل بشكل كبير.

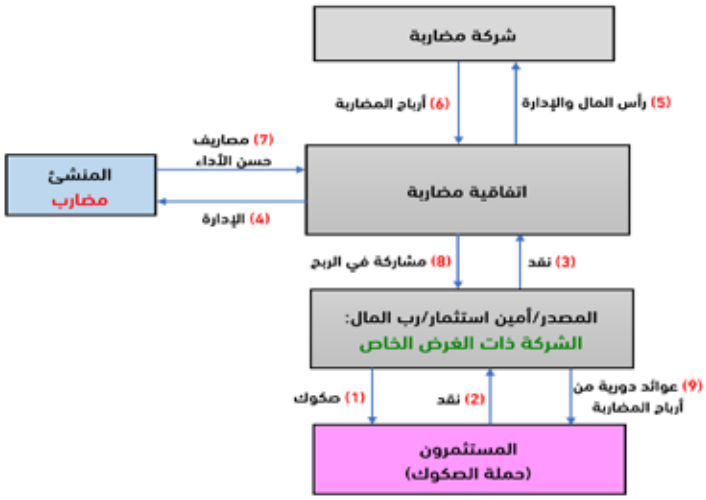
شكل 9. هيكل صكوك المشاركة



3.1.4. صكوك المضاربة:

هيكل صكوك المضاربة مماثل لهيكل المشاركة (الموصوف سابقاً)، وهو مناسب إذا كان المنشئ لا يمتلك أصلًا ملموسًا فعليًا أو لا يملك أموالاً كافية لشراء هذا الأصل. عادة ما تكون صكوك المضاربة مناسبة لتمويل النمو حيث إن هذا الهيكل مرتبط بربحية المشروع. كانت المضاربة هي الهيكل الأكثر استخدامًا قبل بيان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بسبب تعهد الشراء. ومثلما حصل مع صكوك المشاركة، تراجعت شعبية صكوك المضاربة بعد بيان (*AAOIFI*) ومع ذلك، مثل هيكل صك المشاركة، انخفضت شعبية المضاربة بعد انتقاد بيان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (*AAOIFI*) لاستخدام تعهدات الشراء في هذا النوع من الهياكل. في الآونة الأخيرة، تم تجديد هيكل المضاربة، حيث ثبت أنه مفيد بشكل خاص لإصدار صكوك رأس المال من المستوى الأول والمستوى الثاني (**الإطار 7**) والتي أصبحت أكثر انتشارًا حيث تستعد المؤسسات المالية لتطبيق قواعد لجنة بازل للرقابة المصرفية المعدلة المتعلقة بمتطلبات رأس المال (متطلبات بازل 3).

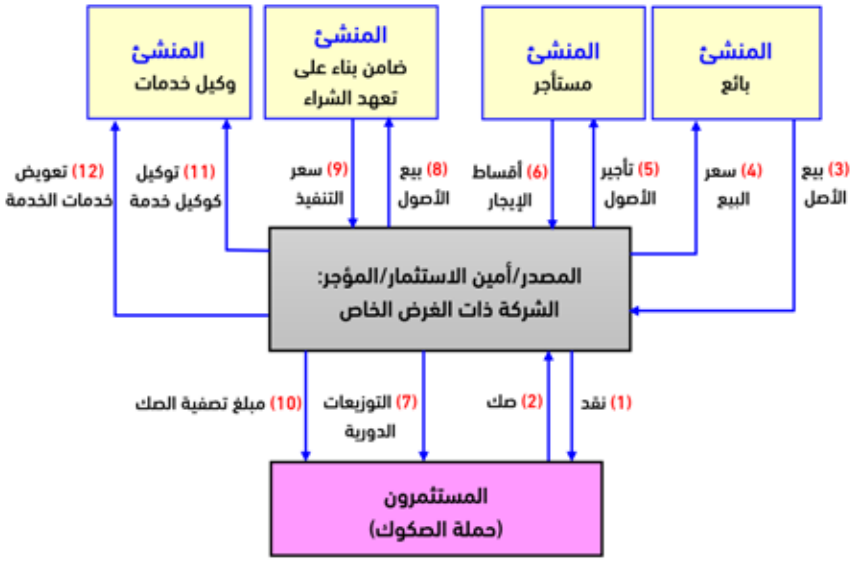
شكل 10. هيكل صكوك المضاربة



4.1.4. صكوك الإجارة:

لم يلق أي نوع من أنواع الصكوك قبولاً مثل الذي عرفته صكوك الإجارة. سبب ذلك أن هيكل هذا النوع من الصكوك يمتثل بسلاسة لضوابط الشريعة الإسلامية، كما أنه يقلل حالات النزاع بين أطراف الصك، فحملة الصكوك المستثمرون لديهم معرفة بهيكل البيع وإعادة الإيجار. طبيعة الإجارة بصفتها اتفاقية بيع وإعادة إيجار تجعلها مناسبة إذا كان لدى الشركة المصدرة أصول غير مرهونة يمكن تأجيرها، مثل العقارات، أو تجهيزات الإنتاج، أو السفن، أو الطائرات، أو غيرها. كذلك تتميز العوائد على هذا النوع من الصكوك بكونها سهلة التقدير أ التوقع، ولا تنطوي على درجات عالية من المخاطرة، حيث يمكن أن تكون مدفوعات الإيجار إما ثابتة أو محسوبة بالرجوع إلى سعر السوق، مثل سعر الفائدة ما بين البنوك أو أي سعر مرجعي آخر.

شكل 11. هيكل صكوك الإجارة



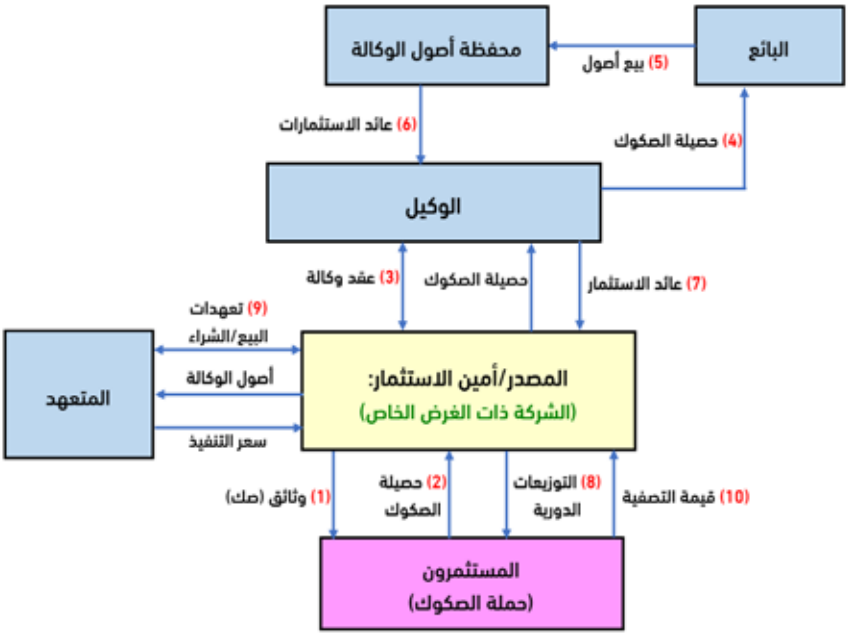
5.1.4. صكوك الوكالة:

الوكالــة بالاستثمار هي إنابة الشخص غيره لتنمية ماله بأجرة أو بغير أجرة [12]، فهي عقد يتم إبرامه بين الموكل والوكيل سواء كان فرداً أو مؤسسة مالية يهدف من خلاله الموكل باستثمار أمواله بأجرة معينة أو بنسبة ربح معلومة متفق عليها [13]. تصدر صكوك الوكالة على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، حيث يتم استخدام حصيلة إصدارها كرأس مال الوكالة، وفيه يتم يقوم صاحب المال بتوكيل وكيل هو (وكيل الاستثمار) مقابل أجرة محددة ومعلومة. على ذلك، يمثل صك الوكالة حصة شائعة في ملكية أصول الوكالة والتي تشمل أصول ملموسة (أعيان) ومنافع وديون ونقود وحقوقا مالية أخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو صكوك الوكالة عائد استثمار موجوداتها ويتحملون أخطار هذا الاستثمار، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجرا معلوما مضموناً على مالكي الصكوك، وقد يستحق مع الأجر حافزا هو كل أو بعض ما زاد من العائد عن حد معين وتحدد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد الوكالة في الاستثمار وأجر الوكيل.

يعتبر هيكل الوكالة مفيدًا إذا كانت الأصول الأساسية المتاحة للاستخدام لدعم إصدار الصكوك تشتمل على محفظة من الأصول أو الاستثمارات. وبالتالي، شريطة أن تتضمن محفظة الصكوك الإجمالية ما لا يقل عن 30 في المئة من الأصول الملموسة (أو أكثر، اعتمادًا على الموافقات الشرعية)، يجوز للمنشئ استخدام الأصول التي يمكن اعتبارها بخلاف ذلك ترتيبات دين غير قابلة للتداول - مثل المرابحة أو الاستصناع العقود - كجزء من محفظة الاستثمارات التي تتألف من أصول الصكوك. يشبه الهيكل هيكل المضاربة (الموصوف أدناه) في أن الوكيل، أو الوكيل، يختار ويدير الأعمال أو الاستثمارات الأساسية نيابة عن المستثمر لضمان معدل ربح متفق عليه. ومع ذلك، على عكس هيكل المضاربة، الذي بموجبه يشارك المستثمر (رب المال) والمنشئ (المضارب) في الربح بالنسب المتفق عليها مسبقًا، يسمح هيكل الوكالة للمستثمر بتلقي فقط عائد الربح

المتفق عليه. من ناحية أخرى، قد يحتفظ الوكيل بأي ربح يزيد عن عائد الربح المتفق عليه كرسوم تحفيزية.

شكل 12. هيكل صكوك الوكالة



6.1.4. صكوك الاستثمار:

صكوك الاستثمار هيكل الاستثمار هو هيكل استثماري قد يكون مفيدًا إذا كان عمل المنشئ لا يشمل أي أو عدد قليل جدًا من الأصول الملموسة، على سبيل المثال، المؤسسات المالية الإسلامية التي تستمد حقوقها في المستحقات من مختلف العقود الإسلامية مع عملائها. يمكن بيع الحقوق بموجب هذه العقود معًا في محفظة تشكل الأساس الأساسي للصكوك - طالما لم يتم تفسير العقود على أنها تجارة في الديون.

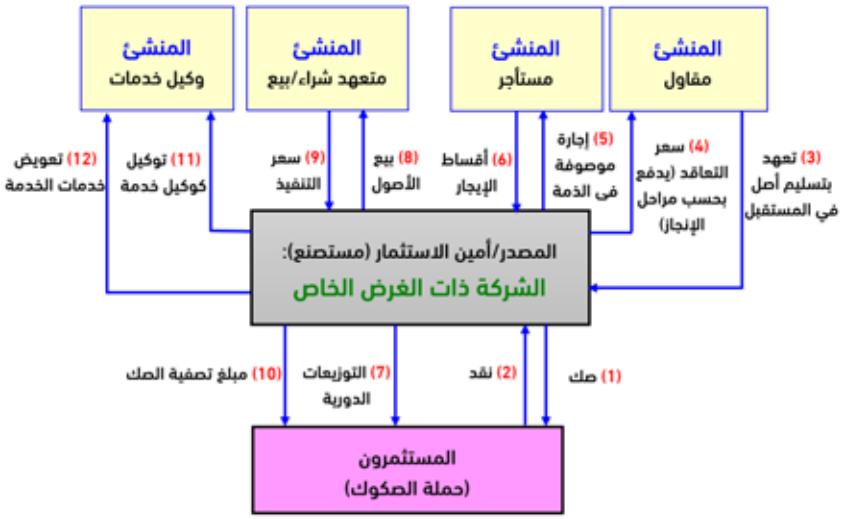
7.1.4. صكوك المنافع:

صكوك المنافع في هيكل المنافع، الأصل الأساسي هو القدرة أو الحقوق في الأنشطة التجارية، مما يسمح باستخدام الأصول غير الملموسة في الصكوك. في الحالات التي لا يمتلك فيها المُصدر أصولًا ملموسة غير مرهونة أو يكون غير قادر تجاريًا أو غير راغب في استخدامها في هيكل صكوك، قد يسمح هيكل المنافع بالإصدارات بناءً على الأصول غير الملموسة المتاحة. قسائم البث (التي تمثل دقائق البث) هي واحدة من عدد من فئات الأصول غير الملموسة المستخدمة كأصول أساسية لمعاملات التمويل الإسلامي التي تم طرحها في السوق على مدى السنوات القليلة الماضية. تشمل فئات الأصول الأخرى حقوق الملكية الفكرية والتعريفات المستحقة على عدادات الكهرباء والمبالغ المستحقة على عقود تسويق البتروكيماويات.

8.1.4. صكوك الاستصناع:

تصدر صكوك الاستصناع استنادا إلى عقد الاستصناع، بحيث يتم استخدام حصيلة الإصدار التي يحصل عليها المصدر من المستثمرين (حملة الصكوك) في تمويل صنع أصل (موصوف في الذمة) بهدف تسليمه إلى المشتري (المستصنع). وبذلك يمثل صك الاستصناع حصة شائعة في ملكية الأصل المصنع، وفي ثمنه بعد تسليمه للمشتري، ويكون عائد حملة الصكوك هو الفرق بين تكلفة صنع الأصل وسعر بيعها. نظراً لخصائص عقد الاستصناع (بشكل خاص كونه متعلقا ببيع أصول سيتم صنعها (إنتاجها) مستقبلا)، فإن هيكل صكوك الاستصناع مناسب لتمويل مشاريع البنية التحتية الكبيرة. إذا احتاج المقاول من الباطن إلى المشاركة، فستعتمد ملاءمة هيكل الاستصناع على السماح للمقاول بالدخول في اتفاقية استصناع إضافية مع المقاول من الباطن.

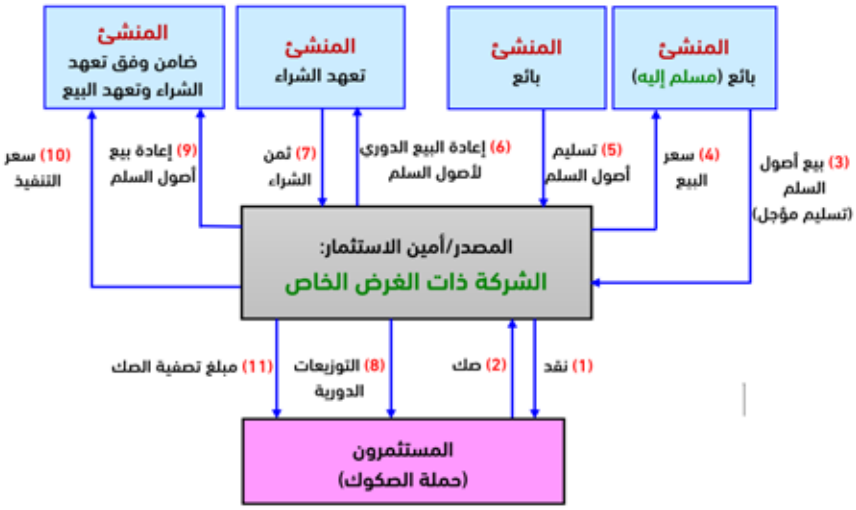
شكل 13. هيكل صكوك الاستصناع



9.1.4. صكوك السلم:

تصدر صكوك السلم على أساس عقد السلم، حيث يتم استخدام حصيلة الإصدار لتمويل شراء سلعة السلم (يكون حامل الصك في هذه الحالة هو المسلم)، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية سلعة السلم قبل قبضها، وفي السلعة بعد قبضها، وفي ثمنها بعد بيعها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء سلعة السلم (المدفوع مقدما) وثمن بيعها.

شكل 14. هيكل صكوك السلم



إطار 7: رأس المال التنظيمي

يتم حساب نسبة كفاية رأس المال للمؤسسات المالية وفق المعادلة التالية:

$$\text{نسبة كفاية رأس المال} = \frac{\text{إجمالي رأس المال المستوفي للشروط}}{\text{الأصول المرجحة بالمخاطر}}$$

(رأس المال التنظيمي = رأس المال المستوفي للشروط) يمثل بسط النسبة.

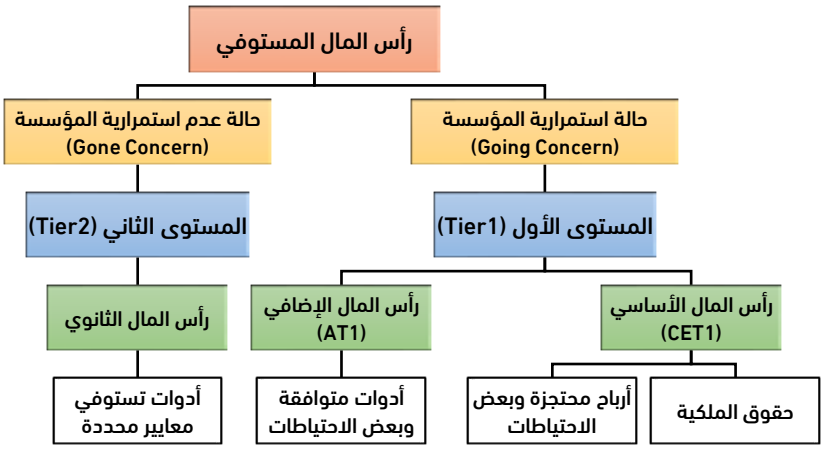
يشمل إجمالي رأس المال المستوفي للشروط:

- رأس المال الأساسي
- رأس المال الإضافي

يتم استخدام رأس المال كبسط في نسبة كفاية رأس المال في مقابل إجمالي الموجودات المرجحة بحسب أوزان مخاطرها والتي تمثل مقام النسبة.

يمثل إجمالي رأس المال مجموع رأس المال الأساس ورأس المال الإضافي.

شكل 15. مكونات رأس المال للبنوك



المعايير المحددة لرأس المال الإضافي:

المعايير المحددة لتصنيف أدوات رأس المال الثانوي:

2.4. هيكل الصكوك القائم على المرابحة:

1.2.4. صكوك المرابحة، ضوابطها، أطرافها ومزاياها:

عقد المرابحة:

سبق في تعريف صكوك المرابحة أنها صكوك تصدر على أساس عقد المرابحة، حيث يتم استخدام حصيلة الإصدار لتمويل تملُّك أصول بهدف بيعها مرابحة. ولأن المرابحة تتم في أسواق المال من خلال الآمر بالشراء (الواعد بالشراء)، فإنه يتم شراء الأصول بناء على طلب مشتري. على ذلك، يمثّل الصك حصة شائعة في ملكية الأصول المشتراة (قبل بيعها وتسليمها للمشتري)، وبمجرد بيعها له، يمثل الصك حصة شائعة في ثمن البيع (لا في ملكية الأصول). وربح المرابحة هنا هو الفرق بين ثمن شراء الأصول وثمن بيعها وهو نفسه عائد الصكوك. صكوك المرابحة غير قابلة للتداول.

وصف آلية صك المرابحة:

عقد المرابحة هو اتفاق بين البائع والمشتري لتسليم أصل؛ يشمل السعر تكلفة الأصل بالإضافة إلى هامش ربح متفق عليه. يمكن للمشتري دفع السعر على الفور أو تحديد شروط الدفع المؤجل (الدفع إما على أقساط أو دفعة واحدة في المستقبل).

بموجب صكوك المرابحة، سوف يستخدم مُصدر الصكوك عائدات إصدار الصكوك لشراء الأصل من مورد للأصل. يقوم أمين الاستثمار بعد ذلك ببيع الأصل إلى مُنشئ الصكوك بسعر مؤجل، والذي يعكس سعر الشراء بالإضافة إلى ربح أمين الاستثمار كتعويض عن مشاركته في الصفقة. تعكس فترة المدفوعات المؤجلة تاريخ استحقاق الصكوك. ثم يتم استخدام أقساط السعر المؤجل المستلم من المنشئ لسداد مبلغ التوزيع الدوري المستحق للمستثمرين بموجب الصكوك. على الرغم من أن صكوك المرابحة أقل استخدامًا كهيكل صكوك قائمة بذاتها مقارنة ببعض هياكل الصكوك الأخرى، إلا أنها تحظى بشعبية في سوق الصكوك الهجينة، حيث يتم استخدام المرابحة في بعض الحالات كنوع من الضمان

للمستثمرين (حملة الصكوك)، ولهذا السبب تزايد عدد الصكوك التي يتم إصدارها مع هياكل هجينة كالمضاربة مع المرابحة. تُستخدم المرابحة أيضًا بشكل شائع كاستثمارات تستند إلى هيكل صكوك الوكالة.

الضوابط والمتطلبات الخاصة بالأصل محل المرابحة:

يجب أن يتوافق هيكل المرابحة الأساسي في صكوك المرابحة مع متطلبات الشريعة العامة التالية:

- يجب أن يتحدد هامش المرابحة (الربح) وأجل السداد باتفاق الطرفين مسبقاً.
- يجب تحديد أرباح أمين الاستثمار بوضوح والاتفاق عليها من قبل الطرفين مسبقاً، ولا يكفي ذكر سعر البيع الإجمالي.
- يجب أن يتملك أمين الاستثمار، بصفته بائعًا، حق ملكية السلع قبل أن يتمكن من بيعها للمشتري. قيام البائع ببيع سلعة لم يتملكها يجعل البيع باطلاً.
- يجب أن تكون السلع في حيازة البائع (حيازة فعلية أو حكما).
- يجب على البائع تحمل أخطار الملكية قبل بيع السلع للمشتري، بما في ذلك أخطار النقل. يجب تحديد النقطة التي تنتقل فيها أخطار السلع من الشركة ذات الأغراض الخاصة إلى المشتري بوضوح.
- لأمين الاستثمار أن يوكل المشتري في شراء السلع من المورّد. ومع ذلك، يجب أن تكون جميع المستندات والعقود المتعلقة ببيع السلع باسم أمين الاستثمار وليس باسم المشتري.
- يجب أن تكون السلع المشتراة موجودة. بيع المعدوم أو الموصوف في عقد المرابحة يجعل المرابحة باطلة.
- يجب أن تكون السلع متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، على سبيل المثال لا يجب أن تكون السلعة من المنتجات الكحولية أو منتجات التبغ.

ما تتميز به صكوك المرابحة:

تتميز صكوك المرابحة بالخصائص التالية:

- تستند صكوك المرابحة على عقد المرابحة للآمر بالشراء، وفيه يقوم البائع بشراء السلع بناء على طلب عميل (مشتري).
- تمثل صكوك المرابحة حصصا شائعة في ملكية أصل يتم بيعه مرابحة، ومثلها مثل الأسهم والأنواع الأخرى من الصكوك، فهي غير قابلة للتجزئة.
- صكوك المرابحة غير قابلة للتداول لأنها تمثل أصولاً مالية (ذمم مدينة).
- نظراً لكون محل التصكيك هو في الغالب أصل، وليس مشروعا تجاريا، فإن أداء الصكوك يرتبط بأداء المصدر بدرجة أساسية.
- تعتبر صكوك المرابحة من فئة الصكوك ذات الأخطار المتدنية، لوجود تدفقات نقدية يمكن توقعها بدرجة معقولة من الدقة.
- في التطبيق العملي، يقوم حملة الصكوك بتوكيل المصدر بشراء الأصل وبيعه مرابحه، وتحصيل قيمته والتي تكون عادة على أقساط، وعلى ذلك لابد أن تصدر صكوك المرابحة بموجب عقد وكالة.
- الربح المتوقع من صكوك المرابحة هو الفرق بين سعر تملك الأصل (وهو نفس قيمة التمويل بالصكوك) وقيمة بيع الأصل مرابحة (بيع آجل أو مقسط).
- تنطبق أحكام بيع المرابحة على عملية التصكيك، من ذلك على سبيل المثال:
  - ضرورة تملك الشركة المصدرة للأصل تملكا حقيقيا أو حكميا.
  - ضرورة إعلام مشتري الأصل بسعر تكلفة الأصل وبالربح، ذلك أن بيع المرابحة من بيوع الأمانة التي تتطلب الإفصاح عن سعر تكلفة الأصل والربح.
  - يمكن تحديد الربح كقيمة مقطوعة (وهذا نادر الحصول) أو كنسبة من سعر التكلفة.
  - عادة ما تتحدد نسبة الربح استنادا إلى سعر مرجعي أو مؤشر (مثلاً سعر فائدة ما بين البنوك ليبور)

- تحظر متطلبات التمويل الإسلامي أن يكون الأصل محل التصكيك من الأصول النقدية السائلة كالذهب والفضة والعملات، لأن هذه تخضع لشروط الصرف التي تتطلب التقابض والتماثل.
- يجب أن تتضمن نشرة إصدار صكوك المرابحة جميع البيانات المطلوبة، منها:
  - رأس المال والربح.
  - شروط التعاقد.
  - توزيع الربح.
  - طريقة الإطفاء.

2.2.4. هيكلة صك المرابحة:

ضوابط التداول:

يجوز تداول صكوك المرابحة بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل (قد يتم دفع الثمن على أقساط أو مرة واحدة عند نهاية الأجل)، وفي هذه الحالة -أي بعد تسليم الأصل للمشتري- يخضع تداول الصك لقيود التصرف في الديون، وإلى غاية قبض الثمن وتصفية العملية. عند نهاية الاكتتاب وقبل توظيف الحصيلة، يجب مراعاة ضوابط عقد الصرف. أما بعد التصفية التي لم يترتب عنها ديون في الذمة (مثلا بسبب عجز المشتري عن سداد كامل الأقساط)، فيجب مراعاة ضوابط التصرف في الديون. يوضح الشكل (16) أدناه الأحكام الشرعية التي تنطبق على صك المرابحة من خلال مراحلها المختلفة:

شكل 16. الأحكام الشرعية لصك المرابحة خلال مراحل التصكيك

المصدر: المؤلف

في الحقيقة أن عدم قابلية صك المرابحة للتداول (خلال أهم فترة لحياة الصك)، جعلت منه أداة غير مرغوبة للمستثمرين، وهذا ما انعكس على انتشار استخدامه، إذ يعتبر من أقل هياكل الصكوك استخداماً.

طرق إطفاء صك المرابحة:

إطفاء الصك -كما سبق تناوله- هو انقضاء أجل الصك أو انتهاء صفتها الاستثمارية، وفي صكوك المرابحة يمكن أن يكون إطفاء الصك بثلاث طرق وذلك على النحو التالي:

- **الطريقة الأولى:** تسليم أصل (سلعة) المرابحة للمشتري، وتسليم المشتري لقيمة الأصل كاملة، سواء حالا أو بينهما وقت قصير، حيث يتم قسمة قيمة الأصل على المستثمرين حملة الصكوك، كلُ بحسب نسبة ملكيته في الصكوك، لكن هذه الطريقة غير عملية وغير متصوّرة الحصول إلا بشكل استثنائي.

- **الطريقة الثانية:** تسليم أصل (سلعة) المرابحة للمشتري، وفي نهاية مدة الصكوك يدفع المشتري قيمة الأصل بالكلية دفعة واحدة، وتنتهي الصكوك بالسداد، ويتم قسمة مبلغ السداد على حملة الصكوك كل بحسب نصيبه في ملكية الصكوك.
- **الطريقة الثالثة:** انتهاء صكوك المرابحة بالتدرج وذلك بسداد أقساط قيمة الأصل في أوقات متعددة (على دفعات) متفق عليها، وبنهاية الدفعات ينتهي أجل الصكوك.

3.2.4. حالة تطبيقية: صكوك المرابحة

بيان طبيعة المشروع:

في أبريل 2017، قامت وزارة المالية بالمملكة العربية السعودية بإنشاء برنامج لإصدار صكوك المضاربة / المرابحة، نتج عنه أحد أنجح إصدارات الصكوك، وأكبرها حجما بقيمة 9 مليارات دولار أمريكي. كانت الجهة الاستشارية هي شركة لاثام آند واتكينز (*Latham & Watkins*). كان طرح الصكوك ناجحا لدرجة أن دفتر أوامر المستثمرين للصكوك تجاوز 33 مليار دولار أمريكي. وعمل سيتي جروب (*Citigroup*) وإتش.إس.بي.سي (HSBC) وجيه.بي. مورجان (*J.P. Morgan*) كمنظمين (*arrangers*) ووسطاء في البرنامج، وعمل كل من بي إن بي باريبا (*BNP Paribas*) ودويتشه بنك (*Deutsche Bank*) وأهلي كابيتال كوسطاء. تأسست شركة الصكوك السعودية المحدودة (*KSA Sukuk Limited*) (شركة ذات غرض خاص) بموجب قوانين جزر كايمن كوسيط مالي لإصدار الصكوك والعمل كأمين استثمار لصالح حملة الصكوك (المستثمرين).

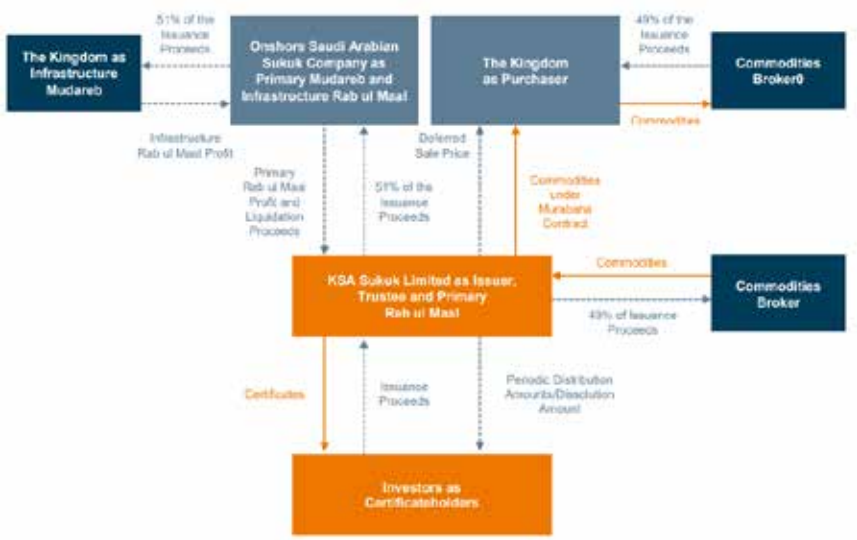
وصف الصك:

هيكل الصك	الجمع بين المضاربة والمرابحة لا يزيد إجمالي مبلغ المرابحة المؤجل في أي وقت عن 85% من المتبقي من القيمة الاسمية للصكوك.
استثمار المضاربة	يستثمر وكيل حملة الصكوك (بصفته رب المال) ما لا يقل عن ثلثي متحصلات إصدار الصكوك في استثمارات المضاربة، وذلك في أصول ومشاريع (مشاريع البنية التحتية وغيرها)، ويكون المصدر (الحكومة) مضارباً.
ربح المضاربة	اقتسام الربح يكون حسب الاتفاق، أما الخسارة فيتحملها رب المال، على أن يفصح المضارب بشكل دوري عن ربح (وخسارة) المضاربة.
عقد المرابحة	يستخدم وكيل حملة الصكوك (أمين الاستثمار) ما لا يزيد عن ثلث متحصلات الصكوك في شراء سلع بواسطة وكيل شراء، وبيعها مرابحة للمصدر.
مبلغ المرابحة	إذا كان أجل سداد دين المرابحة قبل أجل انتهاء مدة الصكوك، فيمكن سداد دين المرابحة والدخول في عقد المرابحة آخر، على ألا يزيد إجمالي مبلغ المرابحة المؤجل في أي وقت عن 85% من المتبقي من القيمة الاسمية للصكوك.
الربح الدوري	تستخدم المبالغ المحصلة من عوائد المضاربة والمرابحة في توزيع الدوري للعوائد على المستثمرين (حملة الصكوك) وفق مؤشر معين، ويعاد استثمار الفائض بعد دفع مبلغ لتوزيع الدوري في كل فترة في أصول المضاربة لصالح حملة الصكوك.
التصفية	تستخدم المبالغ المتحصلة من المرابحة والمضاربة لدفع حقوق حملة الصكوك، وفي حال وجود أية مبالغ فائض فهي تعتبر مملوكة لحملة الصكوك، ولهم الحق في التنازل عنها أو عن بعضها للمضارب كحافز.

هيكل الإصدار:

يوضح الشكل 17 أدناه هيكل صكوك المضاربة-المرابحة وعلاقاتها التعاقدية، وكذا تدفقاته النقدية:

شكل 17. هيكل إصدار صكوك المضاربة-المرابحة



المصدر: [14]

معاملات وعقود هيكل صكوك (المضاربة-المرابحة):

يتكون هيكل صكوك المضاربة والمرابحة من المعاملات التالية:

- **إصدار الصكوك:** في تاريخ إصدار الصكوك، دفع المستثمرون سعر الإصدار لشركة الصكوك السعودية المحدودة (*KSA Sukuk Limited*)، وهي شركة ذات أغراض خاصة تأسست لأغراض إصدار وإدارة الصكوك. أعلنت شركة الصكوك السعودية المحدودة عن توكيلها كأمين استثمار لصالح المستثمرين على عائدات إصدار الصكوك وبعض الحقوق الأخرى، وبصفتها الأمين (الوصي)، قامت بإصدار الصكوك للمستثمرين.

- **عقد المرابحة:** استخدم أمين الاستثمار مبلغًا لا يزيد عن 49 بالمائة من حصيلة إصدار الصكوك لشراء سلع معينة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من خلال سمسار سلع. قام أمين الاستثمار بصفته بائعًا ببيع هذه السلع إلى وزارة المالية بصفتها مشترية، على أساس الدفع المؤجل وفقًا لمعاملة مرابحة أولية ومعاملة مرابحة لاحقة.

سيكون سعر البيع الآجل بموجب معاملة المرابحة الأولية ومعاملة المرابحة اللاحقة مبلغًا مساويًا لمجموع:

(1) المبلغ الاسمي الإجمالي للصكوك،
(2) مبالغ التوزيع الدورية التي يدفعها أمين الاستثمار على الصكوك.

في تاريخ التصفية، تصبح أسعار البيع الآجل المستحقة بموجب معاملة المرابحة الأولية ومعاملة المرابحة اللاحقة مستحقة وواجبة السداد على الفور، مما سيسمح بسداد رأس مال المستثمرين (حملة الصكوك) وأية مبالغ توزيعات دورية قائمة.

- **عقد المضاربة:** في هذه المرحلة تم التالي:
  - يتم تقديم المبلغ الباقي من حصيلة الصكوك (وهو مبلغ لا يقل عن 51 بالمائة من حصيلة إصدار الصكوك) من قبل أمين الاستثمار بصفته رب المال إلى شركة الصكوك العربية السعودية المحلية (*Saudi Arabian Sukuk Company*)، وهي شركة ذات مسؤولية محدودة أسستها المملكة العربية السعودية، باعتبارها المضارب الأساسي.
  - يستخدم المضارب الأساسي (*Saudi Arabian Sukuk Company*) مبلغ استثمار المضاربة (الأساسية) (بحسب عقد المضاربة الأساسي) في مضاربة أخرى (مضاربة ثانية) تديرها المملكة، بصفتها مضارب بنية تحتية، وبموجبه تستثمر أموال المضاربة في

مشاريع بنية تحتية تتولاها المملكة العربية السعودية (من خلال وزارة المالية).

- في كل تاريخ توزيع دوري و / أو تاريخ الحل (حسب الاقتضاء)، إلى الحد الذي تكون فيه الأموال الموجودة بالفعل في رصيد حساب المعاملة ذات الصلة (نتيجة لمدفوعات سعر (أسعار) البيع المؤجل ذي الصلة أو غير ذلك) غير كافية لتمويل جميع المبالغ المستحقة الدفع من قبل أمين الاستثمار بالكامل بموجب الصكوك في تاريخ التوزيع الدوري ذي الصلة و / أو تاريخ الحل إلى الحد الذي تتوفر فيه الأموال، يجب على المملكة (وزارة المالية)، بصفتها مضارب (في المضاربة اللاحقة)، أن تدفع لشركة الصكوك العربية السعودية المحلية (*Saudi Arabian Sukuk Company*) بصفتها رب المال (في المضاربة اللاحقة) مبالغ تسمح لها بأن تدفع (باعتبارها مضاربا بموجب عقد المضاربة الأساسية) لأمين الاستثمار (رب المال في المضاربة الأساسية) ما يمكنه من سداد التوزيعات الدورية للمستثمرين حملة الصكوك.

أمثلة تطبيقية أخرى للاطلاع:

يوضح الجدول (6) أدناه بعض الإصدارات الأخرى للصكوك الهجينة القائمة على هيكل المرابحة-المضاربة:

جدول 6. بعض إصدارات الصكوك الهجينة (مرابحة-مضاربة)

المؤسسة	***وصف الصكوك***
بنك البلاد	عام 2016، أصدر بنك البلاد بالمملكة العربية السعودية (وهو بنك إسلامي بالكامل) صكوكا بقيمة 2 مليار ريال سعودي مستحقة عام 2026. استندت الصفقة إلى هيكل هجين مكون من مرابحة ومضاربة، وبموجبه يتم استخدام 49% من حصيلة الصكوك في عقود على أصول مرابحة مدرة للربح، في حين يتم استثمار 51% من حصيلة الصكوك في الأصول التي تشكل أعمال المنشئ بموجب اتفاقية مضاربة. ميزة هذه الصكوك أنها وعلى عكس الهياكل الأخرى الشائعة في السوق حيث تكون المرابحة مسؤولة عن السداد بنسبة 100% من مبلغ التصفية

	ومدفوعات الأرباح خلال عمر الصك (وفقًا للهيكل المستخدم)، كان مكوّن المرابحة مسؤولاً فقط عن سداد 1.980.000.000 ريال سعودي، مع الدفع المتبقي في تاريخ الحل وجميع المدفوعات في كل تاريخ حل دوري متأتية من جزء المضاربة من الصفقة، من أجل جعل الصكوك جذابة ومتوافقة تماماً مع المتطلبات الشرعية حتى من الهيئات الشرعية الأكثر تحفّظًا. تمت هيكلة الصكوك بحيث يتم تصنيفها على أنها من الفئة الثانية (*Tier2*) من رأس المال النظامي وتم إصدارها من أجل زيادة نسبة كفاية رأس مال البنك.
بنك الجزيرة	عام 2016، تولت كل من شركة جي آي بي كابيتال والجزيرة كابيتال، بصفتهما مديرين رئيسيين مشتركين ومديري حسابات، عملية تصكيك أصول لصالح بنك الجزيرة (وهو بنك إسلامي يعمل المملكة العربية السعودية)، وإصدار صكوك بقيمة 2 مليار ريال سعودي تستحق في عام 2026. استندت الصفقة إلى هيكل مرابحة هجين، حيث تم استخدام 49% من حصيلة الإصدار في شكل مرابحة على أصول مدرة للدخل، ونسبة 51% من الحصيلة تم استثمارها في أصول تشكل أعمال المنشئ بموجب اتفاقية المضاربة. على غرار صكوك بنك البلاد السابق وصفها، فقد تمت هيكلة صكوك بنك الجزيرة بحيث يتم تصنيفها على أنها الفئة الثانية من رأس المال، وتم إصدارها من أجل زيادة نسبة كفاية رأس مال البنك.
شركة المراعي	للمراعي عدد لا بأس به من إصدارات الصكوك. في إصدار سنة 2015، كان كل من بنك *HSBC* العربية السعودية المحدودة وشركة سامبا كابيتال، مديرين رئيسيين مشتركين ومديري الدفاتر. بلغت قيمة صكوك المراعي المكتتب فيها 1.6 مليار ريال سعودي مستحقة في عام 2022. الصفقة كانت مبنية على هيكل مرابحة مختلط بالمضاربة تحته 49% من عائد إصدار الصكوك يتم تطبيقه على اتفاقيات مرابحة مدرة للربح، وبنسبة 51% من عائدات الصكوك مستثمرة في أصول تشكل أعمال المنشئ بموجب اتفاقية المضاربة.

3.4. هيكل الصكوك القائم على الاستصناع:

1.3.4. صكوك الاستصناع، ضوابطها، أطرافها ومزاياها:

بالنظر إلى المرونة الكبيرة التي يتمتع بها عقد الاستصناع (بما في ذلك إمكانية تأجيل البدلين)، فقد أصبح هيكلاً جد مفيد بشكل خاص عندما يتعلق الأمر بالمرحلة الأولى لأي مشروع (مرحلة البناء)، حيث يمكن استخدام هيكل الصكوك القائم على الاستصناع لحشد الأموال لمرحلة البناء (الإنشاء)، واستخدام حصيلة إصدار الصكوك للدفع للمقاول الذي سيتولى عملية الإنشاء ومن ثم تسليم المشروع في أجل مستقبلي. وبرغم الفوائد المذكورة لهذا الهيكل، إلا أن يواجه صعوبات عملية عند وضعه حيّز التطبيق، خاصة عندما تكون الهيكلة قائمة على عقد استصناع مجرد، ولتجاوز هذا التحدي، يتم استخدام هيكل هجين مكون من استصناع وإجارة موصوفة في الذمة، لضمان الحصول على تدفقات نقدية لسداد حملة الصكوك. تمر عملية التصكيك القائمة على عقد الاستصناع (مع إجارة موصوفة بالذمة) بالإجراءات (المراحل) التالية:

- عند إصدار صكوك الاستصناع، يبرم منشئ الصكوك عقد الاستصناع مع (**أمين الاستثمار**) (*Trustee*) (والذي يمكن أن يكون هو نفسه الشركة ذات الغرض الخاص)، وبموجبه يوافق المنشئ على تصنيع أو إنشاء أصول محددة المواصفات، ويتعهد بتسليم تلك الأصول في تاريخ مستقبلي مقابل دفع (أمين الاستثمار) من حصيلة الصكوك.
- يتعهد (**أمين الاستثمار**) بتأجير الأصول للمنشئ بموجب عقد إيجار آجل (يُعرف بالإجارة الموصوفة في الذمة) لمدة تغطي مدة استحقاق الصكوك.
- يستخدم (**أمين الاستثمار**) إيرادات الإيجار المستلمة (الأجرة المقدمة) (المترتبة عن عقد الإجارة الموصوفة في الذمة) لدفع التوزيعات الدورية للمستثمرين حملة الصكوك (بموجب نشرة إصدار الصكوك).

- في تاريخ الإصدار، يدخل المنشئ في تعهد شراء يعطي الحق **لأمين الاستثمار** في إلزام المنشئ بشراء الأصول في حالة فسخ الصكوك (*Sukuk dissolution*) (مثلا نتيجة هلاك الأصل المؤجر) أو عند الاستحقاق المحدد بسعر تنفيذ يساوي المبلغ الأصلي بالإضافة إلى أية مبالغ توزيعات دورية مستحقة غير مسددة.
- في حالة فسخ الصكوك قبل تسليم الأصول إلى المُصدر، سيتم دفع مبلغ الاسترداد والتعويض من أجل أن يكون لدى **أمين الاستثمار** مبلغ كاف لتغطية القيم الاسمية للصكوك، بالإضافة إلى أية مبالغ توزيع دورية مستحقة غير مدفوعة.
- سيتم استخدام الأموال التي يتلقاها **أمين الاستثمار** لدفع مبلغ الفسخ المستحق للمستثمرين (حملة الصكوك) بموجب العقد في نشرة الإصدار.

2.3.4. ضوابط عقد الاستصناع:

يجب أن يتوافق هيكل الاستصناع الأساسي في صكوك الاستصناع مع المتطلبات الشرعية التالية:

- يجب أن يكون موضوع عقد الاستصناع عناصر يمكن تحويلها عن طريق التصنيع أو البناء، ولهذا لا يمكن أن يكون محل عقد الاستصناع الأشياء غير القابلة للتصنيع كالمنتجات الزراعية أو الحيوانية (هذه يمكن أن تكون محلا لعقد السلم).
- يجب تحديد سعر وميزات الأصل المراد تصنيعه مسبقًا.
- يجوز للمشتري تقسيط ثمن الشراء إلى دفعات مرحلية تتوافق مع معالم معينة في عملية البناء (مثلا الدفعة الأولى عند الانتهاء من الأساسات، الثانية عند استكمال الأشغال الرئيسة، الدفعة الأخيرة عند استلام الأصل)، طالما تم الاتفاق عليها مع المقاول مسبقًا.

- يجوز للمشتري تحديد الحد الأقصى لوقت التسليم، على الرغم من أن تحديد وقت التسليم ليس ضروريًا بموجب اتفاقية الاستصناع.
- يسمح تحديد الوقت في العقد للمشتري برفض قبول البضائع ودفع ثمن الشراء
- أحكام التعويضات المقطوعة مسموح بها ويمكن أن تساعد في ضمان تسليم المقاول في الوقت المحدد.
- يمكن أن يتضمن عقد استصناع شرطا جزائيًا بمقتضي ما اتفق عليه العاقدان ما لم تكن هناك ظروف قاهرة.
- أن يكون جنس المصنوع ونوعه وقدره معلوماً
- كونه مما تدخل فيه صناعة الناس لا كالحبوب واللحوم الطازجة
- كونه من الأعيان التي تصنع بالوصف وليس بالكيل والوزن والعدد مثلاً
- أن تكون مادة المصنوع من الصانع، أما إذا كانت من المستصنع فهو إجارة
- كون مكان التسليم مبيناً في العقد، إذ ربما احتاج إلى مصاريف أخرى مثل أجرة النقل
- غالبية علماء الشريعة يرون أن إجارة موصوفة الدمة جائز. بموجب هذا الرأي، يجب أخذ الإيجارات المسبقة في الاعتبار واستردادها بالكامل في حالة عدم تسليم الأصل للانتفاع به وفق عقد التأجير.

3.3.4. تحديات استخدم صكوك الاستصناع:

على الرغم من المزايا التي يتمتع بها عقد الاستصناع ذاته، والتي تنسحب بدورها على الصكوك المهيكلة وفق عقد الاستصناع، إلا أنه نادرًا ما يتم استخدامه، وسبب ذلك أن المشاركين في السوق يعتقدون على نطاق واسع أن الاستصناع غير قابل للتداول خلال مرحلة البناء. بالإضافة إلى ذلك، يختلف علماء الشريعة اختلافًا كبيرًا في آرائهم حول الإيجارات المسبقة ومدفوعات إنهاء الاستصناع. لذلك، فإن هذا الهيكل أقل جاذبية من الهياكل الأخرى الأكثر مرونة، مثل هيكل المشاركة.

4.3.4. دراسة حالة صكوك استصناع:

وصف عام لعملية التصكيك:

عام 2007، قامت شركة *Kingdom Installment Company LLC* (*KIC*)، وهي شركة تمويل خاصة في المملكة العربية السعودية بهيكلة إصدار بقيمة 18.3 مليون دولار أمريكي من صكوك الوكالة مع صكوك الاستصناع (والإجارة). أصدرت الشركة الصكوك من خلال شركة *MBS I* الدولية للصكوك السعودية المحدودة، وهي شركة ذات أغراض خاصة (*SPV*) تأسست في جزر كايمان (*Cayman Islands*). عمل بنك يونيكورن للاستثمار (*Unicorn Investment Bank*) كمنسق رئيسي (*Arranger*)، ومستشار شرعي، بالإضافة إلى ستاندرد بنك بي إل سي (*Standard Bank Plc*)، كمدير دفاتر مشترك (*Joint Bookrunner*) للصفقة.

اجتذبت الصكوك بشكل رئيسي المستثمرين من أوروبا وآسيا مدعومة بعقود إيجار عقاري أبرمتها دار الأركان، وهي أول صكوك مدعومة بالرهن العقاري تصدرها شركة خليجية في أسواق رأس المال العالمية. كان الغرض من الصكوك هو الاستفادة من القدرات التمويلية للشركة لتزويد الراغبين في تملك المنازل في المملكة العربية السعودية بأموال لشراء منازلهم، مقابل أقساط شهرية ميسورة التكلفة.

وصف وخصائص الصك:

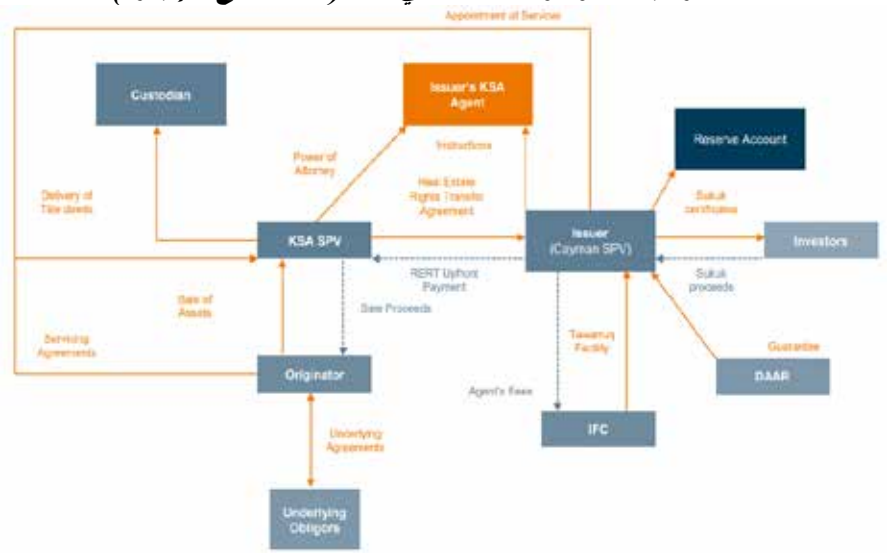
نوع الصك	صكوك استصناع وإجارة
مبلغ التمويل	18.3 مليون دولار أمريكي مدعومًا بمجمع إيجار لتمويل الإسكان بقيمة 23.5 مليون دولار أمريكي
العملة	الدولار الأمريكي
تاريخ الإصدار	7 يوليو 2006
تاريخ الاستحقاق	مارس 2027

الدفعات (العائد)	معدل ثابت 6.55% معدل ثابت، يدفع على أساس ربع سنوي (حوالي 90 نقطة أساس فوق معدل المبادلة المتوسط 3 سنوات بالدولار الأمريكي)
سداد أصل التمويل	حسب جدول الإطفاء
التصنيف الائتماني	مصنف (-A) من قبل وكالة كابيتال انتليجنس (*Capital Intelligence*)، وهي وكالة تصنيف دولية مقرها قبرص.
المُصدر	*KSA MBS International Sukuk Company*
التعزيزات	انتشار زائد 28% زيادة في الضمانات. ضمان الخسارة الأولى من *DAAR* بنسبة 10% من الرصيد الأصلي؛ تضمن مؤسسة التمويل الدولية للخسارة الثانية بنسبة 10% من الرصيد الأساسي القائم.
المعاملة	الأوراق المالية المدعومة بالعقارات السكنية (*RRBS*)
الخادم/المنشئ	*Kingdom Installment Company (KIC)*
الضمانات	الإيجارات السكنية والحقوق العقارية على العقارات التي تستوفي معايير الأهلية
تعهد الشراء	تلتزم شركة (*KIC*) بإعادة شراء السندات والعقود الأساسية لمدة 36 شهرًا من تاريخ الإصدار. يتم دعم التزام إعادة الشراء بضمان من *DAAR*.

تركيبة العقود والمعاملات في الصك:

يتكون عقد صك (الاستصناع – الإجارة) من المعاملات التالية التي يوضحها الشكل (18):

شكل 18. تركيبة العقود والمعاملات في صك (الاستصناع- الإجارة)



المصدر: [14]

وفيما يلي شرح لتفاصيل العلاقات في هيكل الصك:

- **إصدار الصكوك:** قامت الشركة ذات الغرض الخاص بصفتها المُصدر، بإصدار الصكوك، والتي تمثل حصة ملكية غير قابلة للتجزئة في الأصول محل التصكيك، كما تمثل التزاما من الشركة ذات الغرض الخاص بدفع توزيعات دورية (ومبلغ الحل) لحملة الصكوك (حسب أداء الأصول).
- **الاكتتاب في الصكوك وإنشاء صندوق استثماني:** اكتتب المستثمرون بالصكوك ودفعوا قيمة الصك للشركة ذات الغرض الخاص. مجموع الحصيلة هو ما يمثل قيمة مبلغ التمويل الأساسي. أعلنت الشركة ذات الغرض الخاص أنها أمين استثمار لصالح المستثمرين.

- **اتفاقية الاستصناع:** دخلت (*KIC*) بصفتها المنشئ، في ترتيب الاستصناع مع الشركة ذات الغرض الخاص (*SPV*) بصفتها أمين الاستثمار. قامت الشركة ذات الغرض الخاص، بتحديد خصائص ومواصفات بعض الأصول ليتم تسليمها في تاريخ مستقبلي، ووافقت شركة (*KIC*) بصفتها المنشئ على تصنيع أو إنشاء الأصول وتسليمها. دفع أمين الاستثمار سعر التعاقد في دفعات على حسب مراحل المشروع بما يساوي في مجموعها قيمة مبلغ التمويل الأساسي.
- **اتفاقية الإجارة الموصوفة في الذمة:** وافقت الشركة ذات الغرض الخاص، بصفتها أمين استثمار على تأجير الأصول التي تم الاستحواذ عليها إلى شركة (*KIC*) بصفتها المنشئ لفترة تعكس استحقاق الصكوك. قامت شركة (*KIC*)، بصفتها المنشئ والمؤجر، بدفع الإيجارات المسبقة قبل تسليم الأصول والإيجارات الفعلية بعد تسليم الأصول إلى الشركة ذات الغرض الخاص (*SPV*) بصفتها أمين استثمار ومؤجرًا. كانت الإيجارات مساوية لمبالغ التوزيع الدوري المستحق للمستثمرين بموجب الصكوك. في حين أنه كان من الممكن حساب هذه المدفوعات بالرجوع إلى سعر ثابت أو معدل متغير، مثل (*LIBOR*) أو (*EIBOR*)، في هذه الحالة، كانت تستند إلى معدل ثابت قدره 6.55 في المئة.
- **التوزيع الدوري على المستثمرين:** في 30 سبتمبر و30 ديسمبر و30 مارس و30 يونيو من كل عام حتى تاريخ الاستحقاق، استخدمت الشركة ذات الغرض الخاص مدفوعات الإيجار المستلمة لدفع مبالغ التوزيعات الدورية للمستثمرين.
- **اتفاقية بيع وشراء الأصول:** عند الاستدعاء الاختياري، وبعد تسليم الأصل، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بصفتها أمين استثمار ببيع الأصول، وتقوم شركة (*KIC*) بصفتها ملتزمًا بشراء الأصول بسعر التنفيذ والذي يعادل المبلغ الأساسي بالإضافة إلى أي توزيعات مستحقة غير مدفوعة.

- **دفع مبلغ الفسخ:** استخدمت الشركة ذات الغرض الخاص، بصفتها المُصدر، سعر التنفيذ الذي حصلت عليه لدفع مبلغ الفسخ (الحل) للمستثمرين.
- **اتفاقية الخدمة:** عيّنت الشركة ذات الغرض الخاص، بصفتها أمين استثمار، شركة (*KIC*) كوكيل خدمة لها لإدارة الأصول محل التصكيك بموجب اتفاقية إجارة موصوفة في الذمة، بما في ذلك الصيانة والتأمين ودفع الضرائب فيما يتعلق بالأصول محل الصك. يحق لشركة (*KIC*)، بصفتها وكيل خدمة، استرداد تكاليف الخدمة.

إطار 8: شركة المملكة للتقسيط (KIC)

شركة المملكة للتقسيط (*KIC*) هي شركة تمويل سكني خاصة في المملكة العربية السعودية ورائدة في منتجات تمويل الإسكان المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. يتمثل العمل الأساسي لشركة *KIC* في توفير التمويل للأفراد الذين يسعون لشراء منزل أو قطعة أرض مطورة. تحقق الشركة الكويتية للاستثمار ذلك من خلال شراء العقارات داخل الدولة من مطوري العقارات وإعادة بيعها للمستهلكين على أساس التثبيت المتوافق مع الشريعة الإسلامية. مولت شركة الكويت للاستثمار أكثر من 3000 عملية شراء منزل منذ إنشائها في عام 2000.

المنتج الرئيسي لشركة *KIC* هو عقد الإجارة، وهو ترتيب عقد الإيجار للشراء والذي بموجبه تؤجر شركة الكويت للاستثمار منازل للأفراد مع خيار شراء الأصل المؤجر في نهاية فترة الإيجار. كانت شركة الكويت للاستثمار أول شركة تقدم إيجارات عقارية سكنية لمدة 20 عامًا في سوق المملكة العربية السعودية مع التركيز على شريحة الدخل المتوسط في السوق.

هدف الصكوك والنتائج المتحققة:

كشركة تقسيط، فإن شركة (*KIC*) غير مصرح لها بتلقي الودائع. بالإضافة إلى ذلك، وبسبب قلة التمويلات طويل الأجل في المملكة العربية السعودية، كان على

شركة (*KIC*) الاعتماد بشكل أساسي على قروض المساهمين للتمويل. ونتيجة لذلك، كانت الشركة في حاجة إلى مصادر تمويل جديدة لتلبية احتياجات النمو والتمويل التي تقدر بنحو 300 مليون دولار أمريكي على مدى السنوات الثلاث القادمة. في الوقت نفسه، كان هناك ما يقدر بنحو 200 مليار دولار أمريكي من السيولة في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي من المستثمرين الذين يبحثون عن المنتجات التي تتوافق مع متطلبات الشريعة الإسلامية. كانت صفقة التصكيك مناسبة لأنها جعلت من الممكن سد احتياجات كل من شركة (*KIC*) وسوق تمويل الإسكان السعودي للتمويل مع حاجة المستثمرين لمنتجات الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

لدى شركة (*KIC*) برنامج لإصدار ما يقرب من 300 مليون دولار أمريكي من الأوراق المالية المدعومة بالعقارات السكنية (*RRBS*) على مدى السنوات القادمة. التزمت مؤسسة التمويل الدولية (*IFC*) بدعم هذا البرنامج من خلال توفير ما يصل إلى 30 مليون دولار أمريكي لتعزيز الائتمان المتوافق مع الشريعة الإسلامية.

حصيلة الإصدار والنتائج:

أدى الدور النشط لمؤسسة التمويل الدولية كمستثمر منظم إلى تمكين شركة (*KIC*) من إصدار أول تصكيك حقيقي للبيع من إحدى دول مجلس التعاون الخليجي. قدمت الصكوك المدعومة بعقود الإجارة مصدرًا بديلاً هامًا للتمويل لشركة (*KIC*) بالإضافة إلى منتج استثمار ذي دخل ثابت متوافق مع الشريعة الإسلامية (مشابه للأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري) للمستثمرين المقيمين في دول مجلس التعاون الخليجي والمستثمرين الدوليين الآخرين. يمثل دمج الهياكل الشرعية التقليدية مع التمويل التقليدي الحديث خطوة مهمة إلى الأمام في تطور التمويل الإسلامي وكان بمثابة معيار مفيد لعمليات التوريق المستقبلية من منطقة دول مجلس التعاون الخليجي.

ساعدت الصفقة أيضًا في معالجة العجز السكني في المملكة العربية السعودية وتحسين القدرة على تحمل تكاليف شراء المنازل للأسر ذات الدخل المتوسط. بالإضافة إلى ذلك، يمكن تكرار هذه الصفقة الرائدة للعديد من فئات الأصول في جميع دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى.

4.4. هيكل الصكوك القائم على المشاركة:

1.4.4. صكوك المشاركة، ضوابطها، أطرافها ومزاياها:

سبق تعريف عقد المشاركة في جزء سابق من هذا الكتاب. يستلزم ترتيب المشاركة مساهمة رأس المال (سواء نقدًا أو عينيًا) من قبل شريكين أو أكثر في الشراكة. يتقاسم شركاء المشاركة الأرباح بنسب مسبقة يتم الاتفاق عليها، ويتحملون من الخسارة بمقدار مساهمة كل شريك، حيث لا مجال -في حالة الخسارة- للمفاهمة. في صكوك المشاركة، عادةً ما يتم دفع أي أرباح متحققة تزيد عن مستوى الأرباح المطلوبة لتمكين المُصدر من سداد المدفوعات ذات الصلة لحملة الصكوك في احتياطي نقدي للصرف إلى حملة الصكوك في حالة عدم كفاية الأرباح لفترة ما لتغطية مبلغ التوزيع الدوري. في الفقه الإسلامي، يتم تقسيم الشركة إلى نوعين: (1) شركة عقد، و(2) شركة ملك (**إطار 9**).

في سياق إصدارات الصكوك، تستلزم تتضمن وثيقة العقد اتفاقًا بين المنشئ وأمين الاستثمار (الشركة ذات الغرض الخاص) على الجمع بين أصولهما أو عملهما أو التزاماتهما، بينما تستلزم شركة الملك معاملة يترتب عنها ملكية المنشئ وأمين الاستثمار المشتركة للصكوك. عند الاختيار بين هيكلة الصك على أساس شركة العقد أو شركة الملك، من المهم تحديد طبيعة عمل المنشئ وما إذا كانت هناك أية أصول ستستخدم لدعم إصدار الصكوك.

إذا لم يكن هناك أصل ملموس (متوافق مع مبادئ الشريعة) يمكن المساهمة به في الشركة، فقد يكون هيكل شركة العقد هو الخيار الأفضل.

كانت صكوك المشاركة واحدة من أكثر الهياكل استخدامًا، قبل أن يتراجع استخدامها بشكل جوهري بعد بيان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (*AAOIFI*)، حيث يرى علماء الشريعة عدم جواز منح المنشئ تعهداً بشراء أصول المشاركة من أمين الاستثمار بأي مبلغ بخلاف القيمة السوقية

لمصلحة الأمين ذاته في أصول المشاركة في وقت البيع (على أساس أنه يجب على كلا الشريكين تحمل مخاطر الربح والخسارة). أدى عدم القدرة على ضمان عودة الاستثمار الأولي لحملة الصكوك من خلال التعهد باسترداد الصكوك بالقيمة الاسمية إلى تقليل شعبية هذا الهيكل.

2.4.4. الضوابط المطبقة على المشاركة فيما يخص الصكوك:

يجب أن تمتثل المشاركة الأساسية في هيكل صك المشاركة لمتطلبات الشريعة العامة المطبقة على عقد الشركة، ومن ذلك:

- يجب تحديد نسب المشاركة في الربح لكل شريك مقدمًا.
- يمكن لنسب المشاركة في الربح أن تكون بنفس نسب مساهمة كل شريك في رأس المال، ومع ذلك يجوز للشركاء أيضًا الاتفاق على تقاسم الأرباح بطريقة لا تتناسب مع مساهماتهم في رأس المال.
- لا يجوز لأي شريك أن يحدد الربح مبلغًا مقطوعًا أو نسبة مئوية من رأس مال الشراكة.
- يجوز تجنيب فائض الربح في حساب احتياطي لتمويل أي عجز في مبالغ التوزيع الدورية المستقبلية أو في سعر الممارسة (التنفيذ).
- خسائر للشركاء متناسبة مع مساهماتهم في رأس المال.
- يجب أن تشتمل أصول المشاركة على ما بين الثلث والنصف من الأصول الملموسة، اعتمادًا على آراء علماء الشريعة.
- يجوز لأي شريك إنهاء المشاركة مع إشعار الشريك الآخر.
- عند انتهاء مدة الشركة، يتم تصفية أي أصول ملموسة تشكل جزءًا من المشاركة وتوزيعها مع الأصول غير الملموسة على المنشئ وأمين الاستثمار بما يتناسب مع مساهماتهما في رأس المال، أو بحسب الوحدات المملوكة في المشاركة.

3.4.4. دراسة حالة صكوك المشاركة: صكوك ميثاق (سلطنة عمان)

وصف الصك:

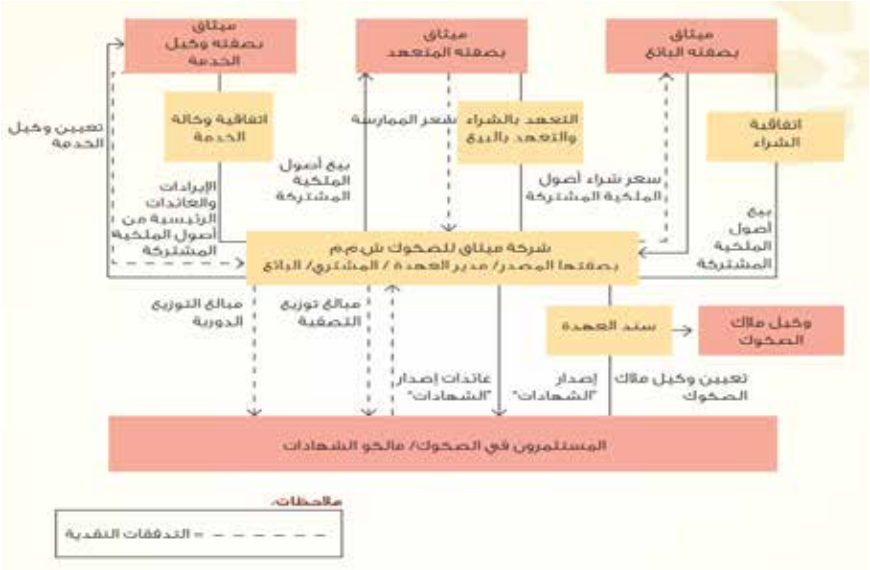
المصدر	شركة ميثاق للصكوك (ش. م. م)
المتعهد	ميثاق للصيرفة الإسلامية، بنك مسقط
مدير الإصدار	المدينة للاستثمار
حجم الإصدار	25 مليون ريال عماني (حوالي 65 مليون دولار أمريكي)
سعر الإصدار	1.002 ريال عماني للصك (1 ريال قيمة إصدار 2 بيسة مصاريف إصدار)
أجل الاستحقاق	5 سنوات
قيمة الإصدار الاسمية	ريال عماني لكل شهادة
معدل الربح المتوقع	5.5% (استرشادي)
دفع الأرباح	نصف سنوي
الحد الأدنى للاكتتاب	1000 صك
هيكلة الصكوك	صكوك مشاركة
الإدراج	سوق السندات والصكوك بسوق مسقط للأوراق المالية
بنوك الاكتتاب	بنك ميثاق، بنك مسقط، بنك نزوى

من مزايا هذا الإصدار أن قيمة الصك الواحدة صغيرة وهو ما يلبي احتياجات المستثمرين الصغار والأفراد.

هيكل الصك:

يوضح الشكل 19، هيكل صكوك مشاركة ميثاق للمصرفية الإسلامية، حسبما هو موضح في نشرة إصدار الصك:

شكل 19. هيكل صكوك المشاركة



المصدر: [15]

إطار 9: الشركة في الفقه الإسلامي

مفهوم الشركة:

الشركة لغة المخالطة والشريك هو الداخل مع غيره في عمل أو أي أمر كان، وتطلق الشركة على أمور أهمها: اختلاط الأموال، أو اختلاط أعمال الشركاء، كما تطلق على العقد الذي ينشئ هذه المعاملة لأنه سبب الخلط. أما في الاصطلاح فهي استقرار ملك شيء له قيمة مالية بين مالكين فأكثر لكل واحد أن يتصرف فيه تصرف المالك. أجمع المسلمون على جواز الشركة في الجملة واختلفوا في بعض أنواعها، ذلك أن الشركة تتحقق بها الكثير من مصالح الناس، بل إن لب التمويل الإسلامي يقوم على المشاركة في الربح والخسارة، لما ينطوي عليه ذلك من تعاون وتكافل بين الناس وعدل وتعادل في الحقوق والالتزامات بين كل الأطراف، ولهذا لم يكتف الإسلام ببيان مشروعية الشركة فحسب، بل ندب إليها ورغّب فيها.

أقسام الشركة:

اختلف الفقهاء حول أقسام الشركة على مذاهب، أفضلها تقسيمها ثلاثة أقسام هي: شركة الملك وشركة الإباحة وشركة العقد:

- **شركة الملك:** هي أن يتملك شخصان فأكثر عيناً من غير عقد الشركة بينهما، وهي نوعان: اختيارية وإجبارية.
- **شركة الإباحة:** هي كون العامة مشتركين في صلاحية التملك بالأخذ والإحراز للأشياء المباحة التي ليست في الأصل ملكا لأحد.
- **شركة العقد:** هي العقد الواقع بين اثنين فأكثر للاشتراك في مال أو عمل أو ضمان بينهما وأن يكون إذن التصرف لهما والربح بينهما، وهذا النوع هو المقصود لذى الفقهاء عند إطلاقهم لفظ الشركة. لشركة العقد أنواع مختلفة أبرزها:
    - شركة الأموال.
    - شركة الأعمال أو الأبدان.
    - شركة الوجوه أو الذمم.
    - شركة المضاربة

ويتفرع عن كل نوع من الأنواع الثلاثة الأولى نوعان هما: شركة عنان (هي أن يشترك اثنان أو اكثر في مال لهما على أن يتّجرا فيه والربح بينهما، أما

الخسارة فتكون على حسب رأس المال)، وشركة مفاوضة (أن يتعاقد اثنان أو أكثر على أن يشتركا في مال أو عمل أو ضمان ويشترط أن يكونا متساويين في رأس مالهما وتصرفهما وربحهما وخسارتهما ودينهما). وقد اتفق الفقهاء على أن شركة العنان جائزة شرعا واختلفوا في مشروعية الأنواع الأخرى.

شكل 20. أقسام الشركة وتفريعاتها

أركان الشركة:

- **الصيغة (الإيجاب والقبول):** الصيغة هي ما صدر من المتعاقدين دالا على توجه إرادتهما الباطنة لإنشاء العقد وإبرامه. والإيجاب هو الكلام الذي يصدر أولا عن أحد المتعاقدين بينما القبول هو الكلام الذي يصدر ثانيا عن أحد المتعاقدين.
- **العاقدان:** العاقد هو الذي يبرم العقد وعنه يصدر الإيجاب أو القبول.
- **المعقود عليه (محل العقد):** محل العقد هو ما وقع عليه التعاقد وظهرت فيه أحكام العقد وآثاره.

5.4. هيكل الصكوك القائم على المضاربة:

1.5.4. صكوك المضاربة، ضوابطها، أطرافها ومزاياها:

سبق الإشارة إلى أن المضاربة شكل من أشكال الشراكة القائمة على تركيبة من المال والعمل، حيث يقوم أحد الطرفين (رب المال) بتزويد الطرف الآخر (المضارب) برأس المال ويستخدم المضارب خبرته وعمله (جهده) لاستثمار رأس المال مقابل اتفاق مسبق على نصيب كل طرف من الأرباح المتحققة، بينما لا يمكن التفاهم على نسب تحمل الخسارة، بل يتحملها رب المال إلا في حالات التعدي والتقصير من طرف المضارب، فيكون ضامنا لرأس المال. في سياق الصكوك، عادة ما يتم إنشاء شركة ذات أغراض خاصة لإصدار الصكوك والمساهمة في العائدات المحصلة من المستثمرين كرأس مال المضاربة، ووفقاً لذلك، يكون المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) هو رب المال، بينما يكون المنشئ هو المضارب (وقد يساهم في بعض الحالات بالمال)، وبناء على ذلك يتولى إدارة المال. يتم تقسيم أي أرباح ناتجة عن المضاربة بين رب المال (*SPV*) والمضارب (الشركة المنشئة) وفقًا لنسب المشاركة في الأرباح المتفق عليها المنصوص عليها في اتفاقية المضاربة (في نشرة الإصدار). تستخدم الشركة ذات الغرض الخاص الأرباح التي تحصل عليها من المضاربة لتسديد مدفوعات مبالغ التوزيع الدورية المستحقة بموجب الصكوك لحملة الصكوك.

كانت هياكل صكوك المضاربة تشتمل عادةً على تعهد شراء لصالح الشركة ذات الغرض الخاص، مما يسمح بشراء حصة رب المال في المضاربة بسعر ممارسة (تنفيذ) متفق عليه مسبقًا، لكن الاعتراضات التي أبدتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (*AAOIFI*) حيال هذه الهيكلة أدى إلى تراجع استخدام التعهد. كان تحفظ (*AAOIFI*) على استخدام التعهد أنه تم تصميم سعر الممارسة هذا لضمان حصول رب المال على المبلغ المطلوب لدفع مبلغ التوزيع المستحق في حال حل (انتهاء) الصكوك للمستثمرين، بمعنى آخر ضمان القيمة الاسمية للصكوك عند حلها. تقر ضوابط التمويل الإسلامي أنه لا يجوز للمنشئ منح تعهد

شراء بأي مبلغ بخلاف القيمة السوقية لمصلحة رب المال في أصول المضاربة في وقت البيع (على أساس أن تحديد إن القيمة بالرجوع إلى قيمة الصكوك هي بمثابة ضمان للربح وأصل الدين، وهو ما لا يسمح به بموجب الشريعة الإسلامية، ما لم يتم تقديمه من قبل طرف ثالث مستقل).

لم تكن إمكانية منح تعهد الشراء سلبية تماما، فهي وإن أدت إلى تراجع هيكل المضاربة للصكوك، إلا أنها شكلت فتحًا آخر، إذ جعلت صكوك المضاربة من الأدوات التي تتوافق مع متطلبات لجنة بازل للرقابة المصرفية لاعتبارها ضمن الأدوات المصنفة ضمن المستويين الأول والثاني لزيادة رأس المال التنظيمي للبنوك، وهذا ساعد على اكتساب هذا النوع من الصكوك زخماً كبيراً بشكل خاص لدى البنوك.

2.5.4. الضوابط المطبقة على المضاربة فيما يخص الصكوك:

يجب أن تتوافق ترتيبات هيكل المضاربة مع متطلبات الشريعة العامة المطبقة على اتفاقيات المضاربة، وذلك على النحو التالي:

- المضاربة يمكن أن تكون مقيّدة أو غير مقيّدة. بموجب عقد المضاربة غير المقيد، يسمح رب المال، المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص)، للمضارب (المنشئ)، بإدارة رأس مال المضاربة دون أية قيود. يجب أن يمارس المضارب هذه الحرية وفقًا لمصالح الطرفين وعقد العمل، وبالتالي بهدف جني الأرباح. بموجب عقد مقيد، يفرض رب المال قيودًا معينة على المضارب، ولكن ليس إلى الحد الذي يكون فيه المضارب مقيدًا بشكل غير ملائم في عملياته.
- من حيث المبدأ، يجب توفير رأس مال المضاربة نقدًا. ومع ذلك، يمكن توفيرها في شكل أصول ملموسة بقيمة هذه الأصول التي تشكل رأس مال المضاربة. يجب استثمار ما لا يقل عن 33 بالمائة من رأس المال في أصول ملموسة فعلية وفقًا لضوابط الشريعة الإسلامية.

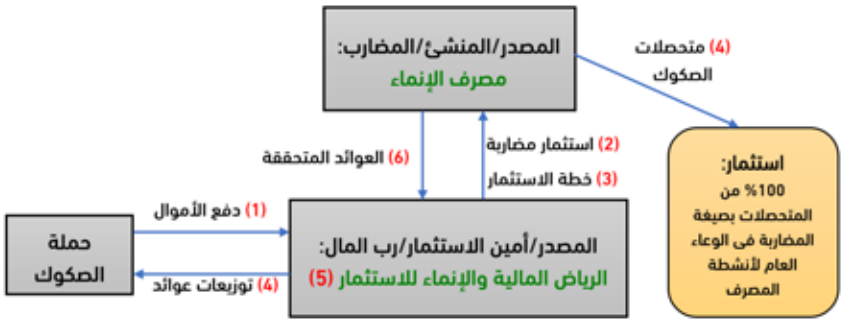
- يجب أن يتمتع المضارب بحرية الوصول إلى رأس المال حتى تعتبر المضاربة صالحة.
- يجب تحديد نسبة المشاركة في الربح مقدمًا ويجب أن تكون نسبة مئوية من الربح الفعلي وليس نسبة من رأس المال أو مبلغًا مقطوعًا.
- على الرغم من أهمية تحديد نصيب كل طرف من الربح كنسبة من الأرباح، إلا أنه يجوز النص على أنه إذا تجاوز الربح سقفاً معيناً يجوز أن يكون من نصيب أحد الطرفين.
- يتحمل رب المال أي خسائر في مشروع المضاربة، ولكن رب المال مسؤول فقط في حدود العائدات المستثمرة. وبالتالي، سيكون مستثمرو الصكوك مسؤولين فقط عن عائدات استثماراتهم.

3.5.4. دراسة حالة صكوك مصرف الإنماء القائمة على المضاربة:

هيكلة الصك:

يوضح الشكل (21) هيكلة صكوك مصرف الإنماء القائمة على صيغة المضاربة التي استخدمها لدعم رأس المال التنظيمي (الشريحة الأولى):

شكل 21. هيكل الصكوك القائمة على صيغة المضاربة



وصف الصك:

اسم الصك	مصرف الإنماء بصيغة المضاربة
المصدر	مصرف الإنماء
الهدف	تقوم الصكوك على صيغة المضاربة، وتعتبر أحد مكونات دعم رأس مال البنك من الشريحة الأولى، وذلك حسب متطلبات معيار بازل 3 لكفاية رأس المال، وذلك لأنها تلبي متطلبات تصنيفها ضمن هذه الشريحة، فهي دائمة، وليس لها تاريخ استحقاق محدد مسبقا، وإنما تواريخ استدعاء اختيارية، وذلك بحسب نشرة الإصدار.
قيمة الإصدار	5 مليار ريال سعودي
هيكل الصك	يستثمر وكيل حملة الصكوك (بصفته رب المال) 100% من متحصلات إصدار هذه الصكوك بصيغة المضاربة في الوعاء العام لأنشطة المصرف التمويلية والاستثمارية المتوافقة جميعها مع الشريعة، ويكون المصدر (البنك) مضاربا.
العائد المتوقع	معدل ربح متوقع بواقع 4% سنويا.
خطة الاستثمار	يتضمن عقد المضاربة خطة لاستثمار متحصلات الإصدار؛ ويقوم المضارب بناء على ذلك باستثمار رأس مال المضاربة على أساس خلطه بشكل غير مقيد مع أصول وعاء استثماراته العامة المدرة للدخل، لتحقيق الأرباح المتوقعة وفقاً لخطة الاستثمار
محفظة التصكيك	يتكون الوعاء العام من: (1) حقوق مساهمي المصرف؛ (2) متحصلات جميع الحسابات لدى المصرف (الجارية، الادخارية، الاستثمارية)، (3) أي مصدر آخر للأموال يتم إدراجه في الوعاء العام بواسطة المصرف من وقت لآخر؛ و (4) رأس مال المضاربة، وذلك بعد المساهمة به في تاريخ بدء المضاربة.
ربح المضاربة	يقتسم الطرفان (المضارب ورب المال) الربح المتحقق من أصول المضاربة وفق النسبة التي يتفقان عليها، وذلك على أساس التنضيض الحكمي للمضاربة (بعد خصم حصة

	المصرف من الأرباح بالنسبة والتناسب مع أصوله الأخرى المختلطة في الوعاء العام، وفي حال وجود خسارة فيتحملها رب المال -إلا إذا أثبت المضارب أن الخسارة لم تكن بسبب تعديه أو تقصيره أو مخالفته لشروط المضاربة-، ويفصح المضارب بشكل دوري في بياناته المالية عن ربح المضاربة أو خسائرها.
التوزيعات الدورية	تستخدم المبالغ المتحصلة من عوائد المضاربة في توزيع الدفعات الدورية لحملة الصكوك وفق مؤشر معين، ويعاد استثمار الفائض بعد دفع مبلغ التوزيع الدوري في كل فترة في أصول المضاربة لصالح حملة الصكوك، ويقر وكيل حملة الصكوك بعدم وجود ضمان لأي عائد من أصول المضاربة (سواء على هيئة رأس مال أو ربح)
التحوط والضمانات	في حال عدم دفع المصدر لمبلغ التوزيع الدوري في التاريخ المحدد نتيجة لحالة من حالات عدم الدفع أو اختيار عدم الدفع وفقاً لما تنظمه التعليمات ذات الصلة، يتم قيد أي ربح محقق ولم يتم دفعه لحملة الصكوك في ظل تلك الظروف في الحساب الاحتياطي للمضاربة، ولا يحق للمصرف في هذه الحالة توزيع أرباح على حملة الأسهم.
استدعاء الصكوك	يحق للمصرف استدعاء الصكوك بتصفية المضاربة كلياً على أساس التصفية الحكمية النهائية وذلك بعد مضي 5 سنوات على بدء المضاربة، أو في تاريخ توزيع دوري بعد هذا التاريخ، كما أن للمصرف الحق في استدعاء الصكوك عند حدوث حالة متعلقة بالضرائب أو حالة تتعلق برأس المال النظامي.
تبعات الاستدعاء	إذا اختار المصرف استدعاء الصكوك وتصفية المضاربة، وكان رأس مال تصفية المضاربة أقل من رأس مال الصكوك، فيخير المضارب بين: ▪ الاستمرار في استثمار رأس مال المضاربة وعدم الاستمرار في التصفية الحكمية للمضاربة، ولن يتم توزيع عائدات التصفية في هذه الحالة، أو

	▪ المضي قدماً في التصفية الحمية للمضاربة وتعويض حملة الصكوك بالنقص، ولا يعد ذلك ضماناً لرأس مال المضاربة لأن المضارب غير مجبر على التصفية باستخدام خيار الاستدعاء، بل هو صاحب الحق المطلق في اتخاذ قرار تصفية المضاربة في هذه الحال أو الاستمرار فيها.
للإعسار	يتم تصفية المضاربة في أي من حالات إخلال أو إعسار أو تصفية المصرف. ويكون لحملة الصكوك عندئذ المطالبة بمبالغهم المتعلقة برأس مال المضاربة ومبالغ التوزيعات الدورية ومدفوعات التعويضات وأي مدفوعات أخرى مستحقة وواجبة السداد لهم بموجب شروط وأحكام الصكوك وعقد المضاربة.
عوائد التصفية	عند التصفية الحكمية النهائية للمضاربة في تاريخ انتهاء المضاربة، يقوم المصرف بتصفية ودفع عوائد التصفية لحملة الصكوك، وبعد دفع رأس مال تصفية المضاربة إلى حملة الصكوك، يتم دفع أية مبالغ مودعة في حساب احتياطي المضاربة إلى المضارب كحافز أداء
عدم الاستمرارية	إذا أعلنت الجهة التنظيمية حالة عدم الاستمرارية للمصرف (وفقا لشروط وأحكام الصكوك، ووفقا للمتطلبات النظامية لرأس المال)، فيوافق حملة الصكوك على شطب حقوقهم في الصكوك بالنسبة والتناسب مع المبلغ المشطوب، وإذا كان مبلغ الشطب مساوياً لكامل القيمة الاسمية للصكوك، فيتم إلغاء الصكوك ويتنازل حملة الصكوك عن حقوقهم بموجب المضاربة للمضارب، ويتم الشطب عندئذ بشكل دائم.

6.4. هيكل الصكوك القائم على الإجارة:

1.6.4. صكوك الإجارة، ضوابطها، أطرافها ومزاياها

الإجارة كما سبق تعريفها هي بيع حق الانتفاع بأصل لطرف آخر مقابل أجرة. صكوك الإجارة هي هيكل الصكوك القائم على عقد الإجارة، وفي التطبيق، نجد أن هذا النوع من الصكوك هو الأكثر استخدامًا (من حيث حجم الإصدارات)، بل إن إطلاق لفظ الصكوك يحيل المتخصص إلى هذا النوع، وهو الأساس الذي استند عليه تطوير كل الأنواع الأخرى للصكوك. سبب ذلك أن عقد الإجارة يتميز ببساطة شروطه وضوابطه، وبالتالي يمكن هيكلة المنتجات المالية عن طريق هذا العقد دونما أي إخلال بالمتطلبات الشرعية، بل إن عدم التعقيد الذي تنطوي عليه صكوك الإجارة هو ما جعل وكالات التصنيف الائتماني تصنف هذه الصكوك دون غيرها من أنواع الصكوك الأخرى.

تتضمن صكوك الإجارة نقل المنفعة أو حق الانتفاع بالأصول الملموسة مثل العقارات أو الطائرات أو السفن من المنشئ إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة، والتي تصدر بعد ذلك شهادات صكوك للمستثمرين تمثل حصص ملكية (غير قابلة للتجزئة) في هذه الأصول. تقوم بعد ذلك الشركة ذات الغرض الخاص (*SPV*) بتأجير الأصل إلى المنشئ لمدة محددة، تتناسب عادةً مع مدة الصكوك. يحق لكل حامل صكوك الحصول على الإيجارات المتولدة بموجب عقد الإيجار بالتناسب مع حصة ملكيته في الأصل محل الصكوك. تستخدم الشركة ذات الغرض الخاص (*SPV*) لدفع التوزيعات الدورية المستحق لحملة الصكوك.

يمكن حساب قيمة الإيجاري (الذي هو نفسه مقدار التوزيعات) المبلغ بالرجوع إلى معدل ثابت أو معدل متغير (مثل *LIBOR* أو *EIBOR*) اعتمادًا على نوع الصكوك الصادرة. في تاريخ الإصدار، سيدخل المنشئ في تعهد شراء يمنح الحق للشركة ذات الغرض الخاص لإلزام المنشئ بشراء الأصول بعد حدث حل الصكوك أو في

تاريخ الاستحقاق المحدد، بسعر تنفيذ (ممارسة) يساوي المبلغ الأصلي بالإضافة إلى أي مبالغ توزيعات مستحقة غير مسددة.

يتم استخدام الأموال التي تتلقاها الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) لدفع مبلغ التصفية المستحق للمستثمرين بموجب الصكوك.

نظرًا لأن المدفوعات بموجب الصكوك تعتمد على المدفوعات إلى الشركة ذات الغرض الخاص من قبل المنشئ بموجب عقد الإجارة ذي الصلة وتعهد الشراء، بطريقة مماثلة لسند الشركة، فإن حملة الصكوك يتحملون أخطار الائتمان الخاصة بالمنشئ. ما لم تكن الصكوك مدعومة بالأصول، ستشير الوثائق عادةً إلى أن الملاذ الوحيد المتاح لحاملي الصكوك في سيناريو التخلف عن السداد هو مطالبة تعاقدية ضد المنشئ لعدم دفع ثمن شراء الأصول وفقًا لتعهد الشراء، مما يجعل حاملي الصكوك في وضع مماثل لوضع حاملي السندات بموجب السندات التقليدية غير المضمونة.

2.6.4. متطلبات الشريعة المطبقة على الإجارة:

يجب أن يتوافق عقد الإيجار مع جميع متطلبات الشريعة العامة التالية:

- يجب أن يمتلك المؤجر الأصل أو حق الانتفاع في ذلك الأصل قبل الدخول في عقد الإيجار.
- يجب أن تكون الاستفادة من الإجارة مشروعة بموجب الشريعة، على سبيل المثال يعتبر تأجير الممتلكات لصاحب متجر يبيع الكحول أمرًا لا تجيزه الشريعة.
- تستحق الأصول المؤجرة الأجرة ما دامت موجودة، فإذا استهلكت توقفت الأجرة.
- يجب تحديد فترة الإيجار والمبلغ المستحق الدفع لذلك مقدمًا.

- يجب على المستأجر استخدام الأصل المؤجر فقط للغرض المحدد في عقد الإيجار. في حالة عدم وجود غرض محدد، يجب أن يتم الانتفاع بالأصل بما يتوافق مع الممارسة الشائعة.
- يجب على المؤجر الحفاظ على الأصول المؤجرة والتأمين عليها خلال فترة الإيجار، شريطة أن المؤجر، إذا رغب في ذلك، تفويض هذا الالتزام إلى وكيل.
- الالتزامات الناشئة عن ملكية الأصل، مثل أي ضرر أو خسارة، تتحملها الشركة ذات الغرض الخاص باعتبارها المؤجر.

3.6.4. دراسة حالة صكوك الإجارة:

صكوك إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك:

أنواع صكوك الإجارة كثيرة، حيث صكوك ملكية الأصول القابلة للتأجير، وصكوك ملكية منافع الأصول القابلة للتأجير، وصكوك إجارة الخدمات، وصكوك الإجارة التشغيلية، وصكوك الإجارة التمويلية وهذه بدروها نوعان: صكوك الإجارة المعينة، وصكوك الإجارة الموصوفة بالذمة.

أحد أكثر هياكل صكوك الإجارة شيوعاً هي (**صكوك إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك**)، ويمكن تعريفها على أنها (وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو وسيط مالي لغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، كما يتعهد مالك العين بشرائها بقيمتها الاسمية أو السوقية أو سعر يتم الاتفاق عليه مع حملة الصكوك عند البيع، أو يتعهد حملة الصكوك ببيعها لمن اشتريت منه تلك الأعيان بقيمتها الاسمية أو السوقية أو بسعر يتم الاتفاق عليه مع مالك العين عند البيع).

هيكلة صك الإجارة وإصداره:

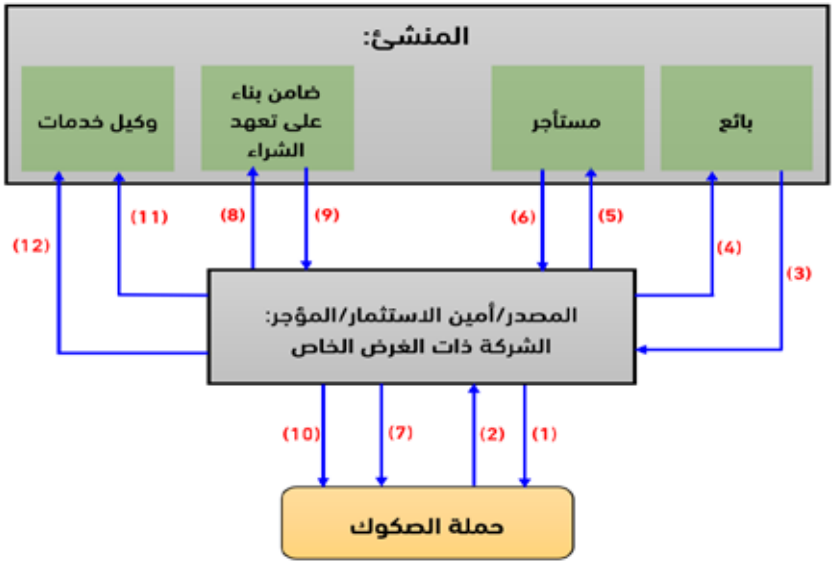
وفقا لهيكلة الصكوك القائمة على إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك، يتضح أنها تستند على بيع المتمول (الشركة مثلا) أصولاً ملموسة للمستثمرين

(حملة الصكوك) بثمن نقدي، ثم يستأجرها منهم بأجرة تدفع على أقساط أو تدفع مرةً واحدةً في نهاية مدة الإجارة، وفي النهاية تعود الأصول لمالكها الأول (الشركة المتمولة). تمر هيكلة صكوك الإجارة وإصدارها من خلال الخطوات التالية:

1. قيام المنشئ ببيع أصول.
2. يقوم المنشئ من خلال (الشركة ذات الغرض الخاص) بإنشاء كيان مهمته إدارة الأصل، وإصدار صكوك جارة لتمويل شراء الأصول.
3. عندما يكتتب المستثمرون في صكوك الإجارة، يصبحون ملاكا للأصل.
4. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتأجير الأصل لصالح المنشئ
5. يقوم المستأجر (المنشئ) بسداد الدفعات الإيجارية (عادة على أساس نصف سنوي) للشركة ذات الغرض الخاص، مستخدما في ذلك حصيلة الصكوك.
6. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتوزيع عوائد إيجار الأصول لحملة الصكوك.
7. يتعهد المنشئ بشراء الأصول المؤجرة عند نهاية مدة الإيجار، بقيمتها الاسمية (القيمة الاسمية للصكوك).
8. عند نهاية مدة الإيجار، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص ببيع الأصول للمنشئ (الشركة)، ليعود الأصل بذلك إلى المنشئ.
9. تدفع الشركة ذات الغرض الخاص قيمة بيع الأصول لحملة الصكوك، وبذلك يكونون قد استردوا قيمة الصكوك.

ويوضح الشكل (22) الهيكلة النمطية لصكوك إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك:

شكل 22. الهيكلة النمطية لصكوك إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك

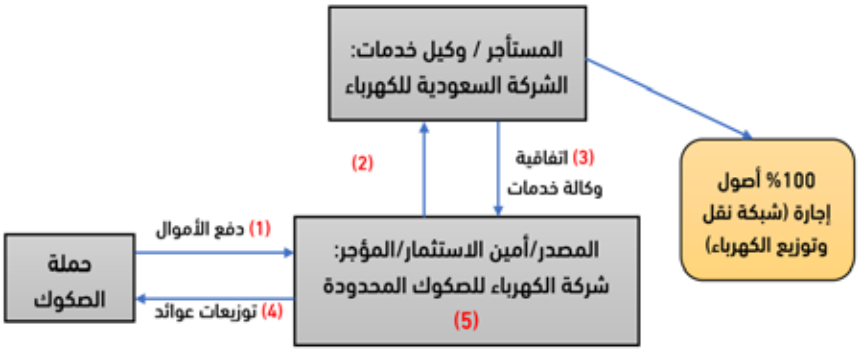


المصدر: [16]

هيكلة الصك:

يوضح الشكل (23) أدناه هيكلة صكوك الإجارة

شكل 23. هيكل صكوك الإجارة



بعض خصائص الصك (حسب نشرة الإصدار):

المنشئ	الشركة السعودية للكهرباء
قيمة الإصدار	4.5 مليار ريال سعودي
تاريخ الاستحقاق	2054 مع حق الاسترداد المبكر أعوام: 2024، 2034، 2044. يحق لوكيل حملة الصكوك (بناء على توجيهات حملة الصكوك)، بيع أصول الصكوك للمنشئ بسعر الشراء.
العائد المتوقع	سايبور + هامش
أمين الاستثمار /المصدر	شركة الكهرباء للصكوك (المحدودة)
وكيل حملة الصكوك	شركة السعودي الفرنسي كابيتال
مدير الدفعات	شركة السعودي الفرنسي كابيتال
التسجيل	السوق المالية السعودية (تداول)
متعهد التغطية ومدير الدفاتر	▪ اتش اس بي سي العربية السعودية المحدودة. ▪ شركة السعودي الفرنسي كابيتال.
مستشار التصنيف الائتماني	▪ اتش اس بي سي العربية السعودية المحدودة
الحد الأدنى للاكتتاب	▪ صك واحد
الحد الأدنى للاكتتاب	1 مليون ريال سعودي
سعر الإصدار	100% من القيمة الاسمية للصكوك
طبيعة الصكوك	تمثل الصكوك حصص ملكية مشاعة في منفعة موجودات الصكوك، وهي متكافئة القيمة دون أي أفضلية أو أولوية فيما بينها، كما أن التزامات المصدر بالدفع بموجب الصكوك هي التزامات مباشرة وغير مخفضة في الأولوية، وغير مضمونة بأي نوع من الرهونات وستكون مطالبات حملة الصكوك المالية تجاه المصدر بموجب الصكوك

	متساوية في رتبتها مع سائر المطالبات غير المضمونة وغير المخفضة الأولوية التي يطلبها دائنو المصدر الآخرون ما عدا تلك التي تملك الأولوية بموجب الأنظمة السارية.
استرداد الصكوك	يمكن استرداد الصكوك في وقت مبكر في حالات الممارسة في تاريخ الشراء أو عقب حالة إخلال
	يجوز لحملة الصكوك إلزام المنشئ بشراء أصول الصكوك في الأوقات التالية: - أي تاريخ من تواريخ الشراء - حالات الإخلال (العجز عن سداد مبلغ التوزيع الدوري، الإخلال بالتزامات أخرى، إخلال متقابل للمصدر، حكم غير منفذ، الإعسار، عدم المشروعية...)
التوزيعات الدورية	على أساس ربع سنوي

5. أسواق الصكوك بالدول العربية:

تبنت الكثير من الدول العربية قوانين خاصة بالصكوك (إطار 10)، كما توفر بعض المؤسسات المتخصصة تقارير دورية عن الصناعة المالية الإسلامية عموماً، وعن أسواق الصكوك بشكل خاص، من بين هذه التقارير، نذكر:

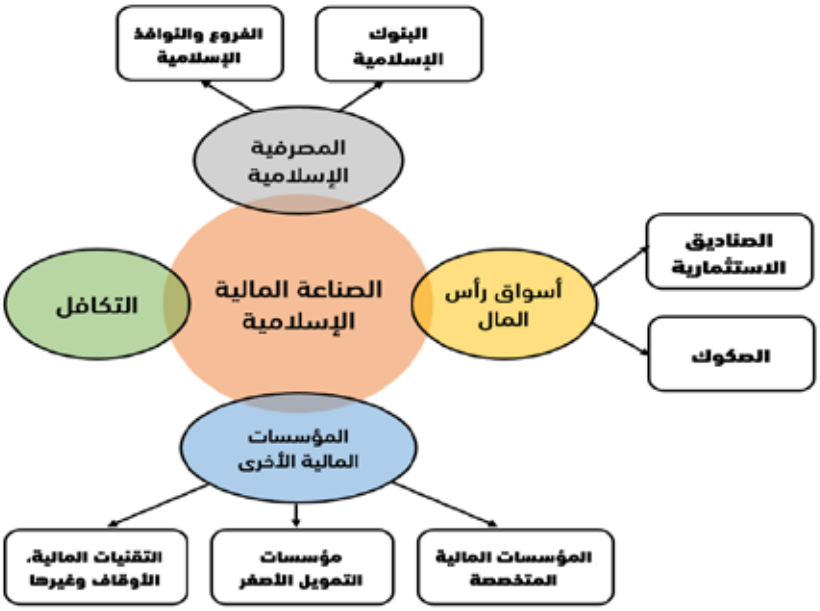
- تقرير الاستقرار المالي بالصناعة المالية الإسلامية الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية.
- تقارير غير دورية صادرة عن البنك الإسلامي للتنمية.

1.5. القطاعات الرئيسة للصناعة المالية الإسلامية

تشمل الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة أربع مكونات رئيسة هي: قطاع المصرفية الإسلامية، وقطاع التكافل، وأسواق المال المتوافقة مع الشريعة، والمؤسسات المالية غير المصرفية.

يحوي **قطاع المصرفية الإسلامية** كلا من البنوك الإسلامية، والفروع الإسلامية، والنوافذ الإسلامية التابعة للبنوك التقليدية. يقوم **قطاع التكافل** على التعاون المشترك بين مجموعة من الأفراد لتغطية الخسائر، وجاء ليؤدي نفس وظيفة التأمين التجاري. تشبه **الأسواق المالية الإسلامية** أسواق المال التقليدية غير أنها لا تقبل إلا المعاملات التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة. يشمل **القطاع الرابع** والأخير كل المؤسسات المالية التي تؤدي دوراً اقتصادياً ومالياً لصالح المجتمع كمؤسسات التمويل الأصغر المتوافقة مع الشريعة، مؤسسات التمويل العقاري، مؤسسات إدارة الأوقاف، مؤسسة الزكاة...

شكل 24. القطاعات الرئيسة للصناعة المالية الإسلامية



المصدر: المؤلف

تصدر بعض مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية تقارير دورية عن القطاع، من ذلك:

- تقرير استقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية (*Islamic Financial Services Industry Stability Report*)، الصادر عن **مجلس الخدمات المالية الإسلامية**.[17]
- تقرير تنمية التمويل الإسلامي (*Islamic Finance Development Report*) الصادر عن **المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص** (*ICD*) التابعة للبنك الإسلامي للتنمية.[18]

- التقرير السنوي لواقع الاقتصاد الإسلامي (*State of the Global Islamic Economy*)، الصادر عن **مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي**.
- قطاع الصكوك: تصدر **السوق المالية الإسلامية الدولية** (*IIFM*) تقارير دورية عن أسواق الصكوك العالمية (*IIFM Sukuk Report*) [19]
- تقارير غير دورية صادرة عن معهد البنك الإسلامي للتنمية، البنك المركزي السعودي...

2.5. نظرة شاملة على الصناعة المالية الإسلامية:

أمضت المؤسسات المالية الإسلامية معظم عام 2020 في مواجهة الصدمة المزدوجة المتمثلة في التكيف مع جائحة كوفيد-19 وانخفاض أسعار النفط. وبالتالي، أصبحت الاستجابة السريعة والفعالة ضرورية الآن لضمان الربحية، فضلاً عن تحفيز الانتعاش والنمو في الصناعة، وفيما يلي أهم الاتجاهات الحالية وللمستقبل القريب:

- تقود حكومات الأسواق الرئيسة للتمويل الإسلامي التعافي ما بعد جائحة كوفيد-19 من خلال مبادرات تهدف إلى إصلاح الصناعة.
- على الرغم من أن الصناعة تفتقر إلى التوحيد القياسي العالمي، إلا أن تركيز الحكومات صار ينصب أكثر على تطوير البنية التحتية على المديين القصير والمتوسط، وهو ما يسهم في إيجاد فرص للاعبين جدد من القطاع الخاص من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ، والابتكار (مثلا في مجال إدارة الثروات).

- ساهمت التطبيقات الجديدة كالذكاء الاصطناعي وسلسلة تقنيات الكتل (البلوكتشين) وإنترنت الأشياء، في تعزيز الحلول الرقمية الجديدة، وعززت جاذبية السوق ويتوقع أن تسهم كذلك في متانة صناعة التمويل الإسلامي.
- أدى الارتفاع في شعبية التكنولوجيا المالية الإسلامية إلى زيادة كبيرة في الصناديق الاستثمارية التي تركز على التكنولوجيا المالية، والتي من المرجح أن تعزز السوق وتخلق فرصًا لشركات التكنولوجيا المالية الإسلامية لتوسيع خدماتها.
- إن مفاهيم مثل الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (*ESG*)/الاستثمار المستدام والصكوك الخضراء آخذة في الارتفاع أيضًا، وتكتسب اهتمام المستثمرين، معهم صانعي القرار. من المرجح أن تدعم التطورات المحتملة في مثل هذه الأدوات المفاهيمية النمو في السنوات القادمة.
- تم فتح العديد من السبل الجديدة ضمن الاستثمار الإسلامي، مثل الصناديق الاستئمانية الخيرية (*charitable trusts*) مع التركيز على القطاعات المتخصصة، وحقوق الملكية الخاصة، وصناديق الصكوك القابلة للتداول (*Exchange-traded sukuk funds*)، وصناديق استثمار الرهن العقاري المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وصناديق الاستثمار الحلال والصناديق الإسلامية الأخرى. من المرجح أن تجذب العروض الواسعة قاعدة مستهلكين أوسع، وبالتالي تحسين آفاق الطلب على الأدوات الإسلامية.
- من المرجح أن تدفع الأسواق الجديدة (في تركيا ودول المغرب العربي ودول افريقيا جنوب الصحراء) نمو صناعة التمويل الإسلامي، مدعومة بنضج الأسواق التقليدية (أسواق دول مجلس التعاون الخليجي وجنوب شرق آسيا).

يوضح الجدول (7) أدناه مكونات الصناعة المالية الإسلامية وهيكلها الحالي:

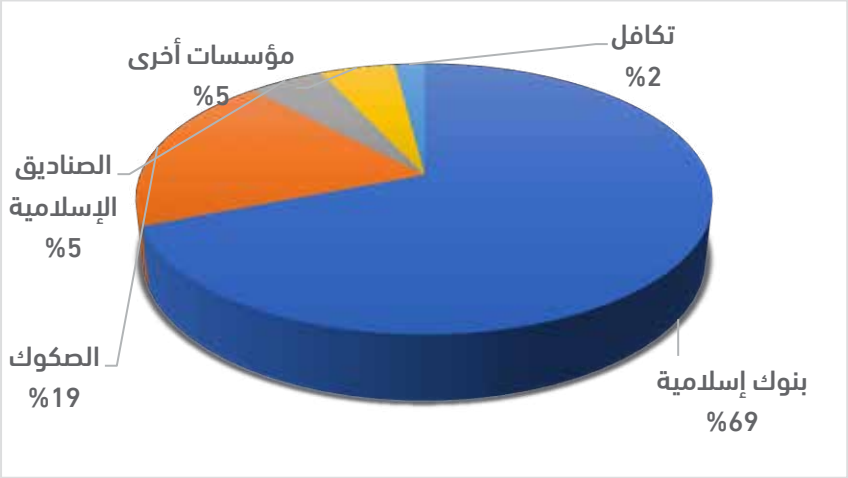
جدول 7. توزيع أصول الصناعة المالية الإسلامية 2019

القطاع	نسبته	حجمه (مليار دولار)	عدد المؤسسات
بنوك إسلامية	%69	1.993	526
الصكوك	%19	538	3.420
الصناديق الإسلامية	%5	140	1.749
مؤسسات أخرى	%5	153	560
تكافل	%2	51	336

المصدر: [18]

ولإظهار مساهمة قطاعات المالية الإسلامية بشكل أوضح، فقد تم استخدام الشكل (25) أدناه، والذي يظهر فيه جليا أن البنوك الإسلامية تعتبر رائدة الصناعة المالية الإسلامية، كما تقود الصكوك وتستفيد من زخم متزايد في السنوات الأخيرة.

شكل 25. مكونات الصناعة المالية الإسلامية وهيكلها الحالي



لا تزال حصة أصول المصرفية الإسلامية من إجمالي القطاع المصرفي تتزايد سنوياً. وبحسب تقرير مجلس الخدمات المالية الإسلامية [20] فقد شهدت المصرفية الإسلامية زيادة في الحصة السوقية المحلية في 19 دولة، ويتركز حوالي 90% من الحجم الصناعة في 12 دولة. وبالنظر إلى أصول التمويل الإسلامي العالمية يتبين ارتفاع معدل نموها بمنطقة مجلس التعاون الخليجي لتصل إلى 44,9% عام 2018 تليها منطقة الشرق الأوسط (عدا دول مجلس التعاون الخليجي) لتصل إلى 34,4%، وقد انخفضت حصة دول آسيا لتصل إلى 16,9% (كانت تمثل ما نسبته 24,4% في 2017).

وقد بلغ معدل نمو قطاع المصرفية الإسلامية 0,9% ليصل حجم أصوله إلى 1,57 تريليون دولار بنهاية النصف الأول لعام 2018 والتي تمثل 71,7 % من إجمالي صناعة الخدمات المالية الإسلامية مقارنة بـــ 1,56 تريليون دولار أمريكي بنهاية النصف الأول لعام 2017 بحصة قدرها 76% من إجمالي صناعة الخدمات المالية الإسلامية لنفس الفترة، وبلغ معدل النمو السنوي لأصول قطاع المصرفية الإسلامية 1% حتى نهاية النصف الأول من عام 2018، ومعدل نمول التمويل 1,6% ومعدل نمو الودائع 0,6% ويرجع ذلك لانخفاض أسعار الصرف والتي لا تزال تؤثر في الصناعة العالمية واعتماد اغلب هذه الدول على قطاع النفط

إطار 10: قوانين الصكوك بالدول العربية

أصدرت العديد من الدول العربية قوانين تدعم إصدار الصكوك، ويظهر الجدول أدناه أهم قوانين الصكوك بالدول العربية:

جدول 8. قوانين الصكوك الصادرة بالدول العربية

الدولة	القانون
البحرين	يتم إصدار الصكوك والموافقة عليها سواء من البنك المركزي أو وزارة المالية دون الحاجة لتشريعات خاصة
الكويت	مشروع قانون الصكوك (تمت الموافقة عليه من لجنة الشؤون المالية والاقتصادية (2022).

الإمارات العربية المتحدة	▪ قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (93/ر) لسنة 2005 في شأن النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية. ▪ قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (16) لسنة 2014 بشأن نظام الصكوك.
عمان	يتم إصدار الصكوك السيادية من طرف وزارة المالية (ضمن استراتيجية الحكومة لتطوير سوق المال المحلي والسوق الثانوي لرأس المال الإسلامي)، دون الحاجة لتشريعات خاصة. وتصدر صكوك الشركات بموافقة من البنك المركزي العماني والهيئة العامة لسوق المال.
قطر	قرار رئيس مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لعام 2011 بإصدار قواعد طرح وإدراج الصكوك والسندات للتداول في بورصة قطر.
ليبيا	قانون الصكوك رقم 4 لعام 2016 في شأن الصكوك.
الأردن	قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لسنة 2012م
مصر	قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 والمعدل بالقانون رقم 17 لسنة 2018 ولائحته التنفيذية.
تونس	قانون عدد 30 لسنة 2013 يتعلق بالصكوك الإسلامية
المغرب	القانون 17-69 الخاص بالصكوك

3.5. سوق رأس المال الإسلامية:

واصل قطاع أسواق المال الإسلامية تسجيل تطورات إيجابية عام 2019. ويمثل القطاع 26.5% من أصول الصناعة المالية الإسلامية العالمية وتبلغ قيمته حوالي 645.7 مليار دولار أمريكي. سجلت الصكوك نموًا مزدوج الرقم بنسبة 22.2% في عام 2019، على غرار عام 2018، ولا تزال تهيمن بوضوح على قطاع

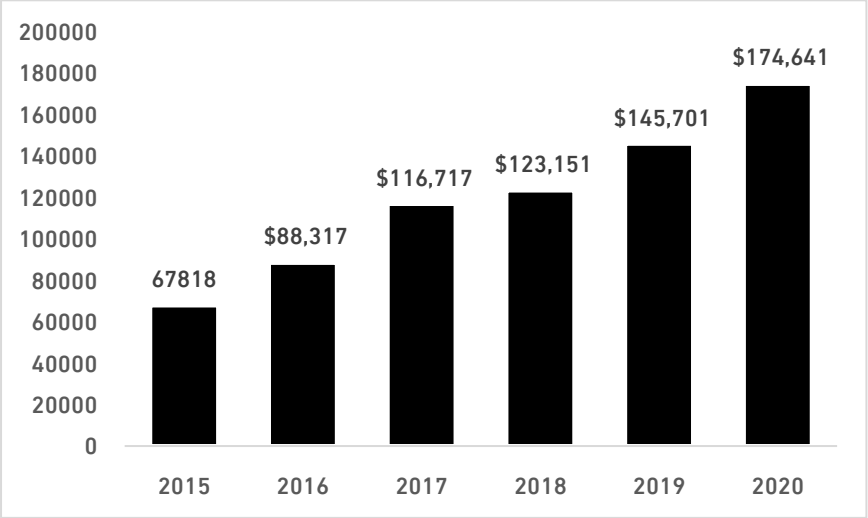
أسواق المال الإسلامية من حيث حصة الأصول. ويعزى الأداء القوي إلى حد كبير إلى الإصدارات السيادية ومتعددة الأطراف القوية في أسواق التمويل الإسلامي الرئيسية لدعم نفقات الميزانية، فضلاً عن زيادة إصدارات الشركات في بعض الولايات القضائية في عام 2019. على عكس الاتجاه الملحوظ في أسواق الأسهم العالمية في عام 2018، انتعشت الصناديق الإسلامية بقوة في عام 2019، مسجلة نموًا مزدوج الرقم بنسبة 29.8% من حيث الأصول المدارة ونموًا بنسبة 3.8% في عدد الصناديق الإسلامية مقارنة بعام 2018.

4.5. تحليل تطورات أسواق الصكوك العالمية:

1.4.5. تطور حجم الإصدارات:

شهد سوق الصكوك نمواً مزدوج الرقم في عام 2019. وتوسع إجمالي إصدارات الصكوك بأكثر من 24% في ظل ظروف تمويل عالمية جذابة للمُصدرين (**الرسم البياني 26**). كان النمو القوي في سوق الصكوك مدعومًا بشكل أساسي بزيادة الإصدارات من ماليزيا والمملكة العربية السعودية وقطر وتركيا. يمثل الإصدار القوي في عام 2019 العام الرابع على التوالي للتوسع في سوق الصكوك. كما يمثل نموًا إجماليًا في الصكوك في السنوات الخمس عشرة الماضية (من 2004 إلى 2019) بمعدل نمو سنوي مركب قدره 26%، مما يجعله القطاع الأسرع نموًا من بين كل قطاعة صناعة الخدمات المالية الإسلامية.

شكل 26. تطور حجم إصدارات الصكوك على مستوى العالم



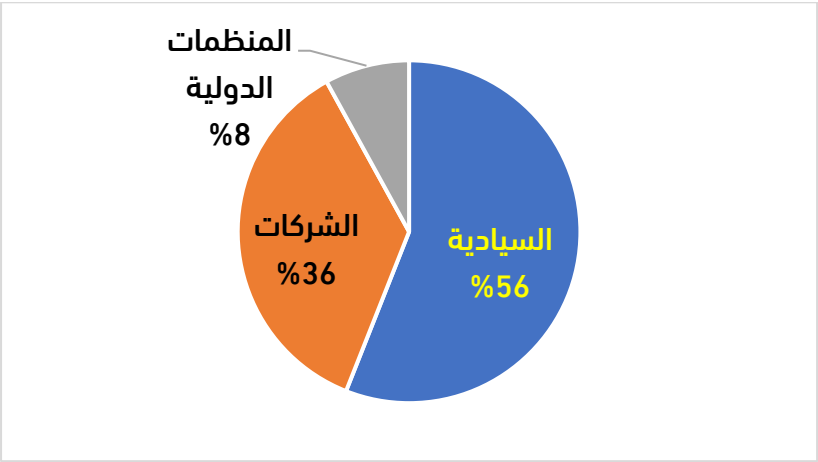
المصدر: [17]

2.4.5. خصائص السوق:

تواصل جهات الإصدار السيادية قيادة سوق الصكوك، حيث تظل جهات الإصدار السيادية والمتعلقة بالحكومة (شبه السيادية) أكبر المُصدرين من حيث القيمة، وتُشكل أكثر من نصف الإصدارات العالمية السنوية في عام 2019 (**انظر الرسم البياني 27**). بعد الانكماش الطفيف في إجمالي الإصدارات السيادية في عام 2018، ويعكس النمو في الإصدارات مجموعة من العناصر:

- تحسن ظروف التمويل بشكل عام.
- زيادة حصة الصكوك في تمويل العجز المالي في العديد من الولايات القضائية، ولا سيما دول مجلس التعاون الخليجي وتركيا؛
- احتياجات إعادة تمويل الصكوك في ولايات قضائية مثل ماليزيا
- زيادة إصدارات الصكوك لأغراض إدارة السيولة، بما في ذلك إندونيسيا، والكويت، والبحرين، وغيرها.

شكل 27. إصدارات الصكوك بحسب طبيعة المصدر



المصدر: [17]

3.4.5. تحليل أسواق الصكوك العالمية:

أظهرت إصدارات الصكوك الخاصة بالشركات مسار نمو تصاعدي في السنوات الأخيرة، عكس معدلات الإصدار المنخفضة التي لوحظت تاريخيًا حيث أخذت منحى تنازلياً في الفترة من 2012 إلى 2015، ثم النمو المطرد للسوق منذ عام 2016، من خلال الإصلاحات الهيكلية عبر الأطر التنظيمية والقانونية في العديد من البلدان. هذا بالإضافة إلى المزيد من السياسات النقدية التوسعية على مستوى العالم، فضلاً عن القبول التدريجي للصكوك كمصدر تمويل طويل الأجل وقابل للتطبيق للشركات غير المالية في بعض الولايات القضائية. لوحظت إصدارات أقوى للشركات على وجه الخصوص في الولايات القضائية التي لديها أطر تنظيمية أكثر رسوخًا أو بنية تحتية للسوق تدعم التمويل الإسلامي وإصدار الصكوك، مما مكّن الشركات في تلك الولايات القضائية من الاستفادة من انخفاض تكاليف التمويل في عام 2019 من خلال إصدار الصكوك. علاوة على ذلك، كان إصدار **صكوك رأس المال التنظيمي** من قبل البنوك الإسلامية أحد المحركات الرئيسية لإصدارات صكوك الشركات، ولا سيما من البنوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة وقطر. ومع ذلك، تتأثر إصدارات الشركات

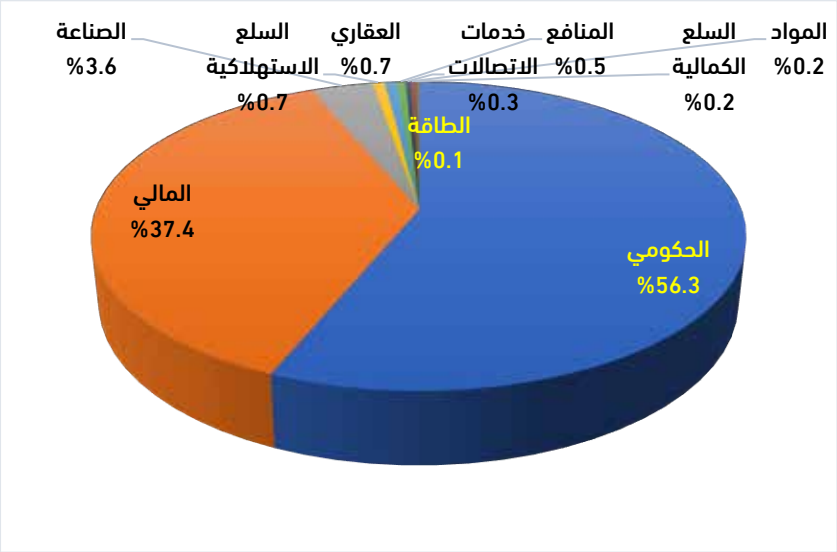
أيضًا إلى حد كبير بالظروف الاقتصادية، وبينما كانت الزيادة في الإصدارات مدعومة بشكل عام بالظروف الاقتصادية المواتية، فمن المرجح أن يؤثر الانكماش الاقتصادي على اتجاه إصدار الصكوك للشركات.

في حين أن النمو الإجمالي لسوق الصكوك العالمية يشمل عددًا كبيرًا من الإصدارات عالية الجودة من الدرجة الاستثمارية، فإن شروط التمويل الأكثر ملاءمة قد تشجع أيضًا الإصدارات ذات الجودة الائتمانية المنخفضة بسبب البحث عن العائد، فضلاً عن آجال الاستحقاق الأطول من القطاع غير المالي. سيتطلب هذا القطاع مراقبة أوثق لأنه أكثر عرضة لتأثير الانكماش الاقتصادي العالمي. في حين أن الزيادة الإجمالية في إصدارات الصكوك الخاصة بالشركات قد ساهمت في تنوع أكبر للجهات المصدرة وتوفر تطورًا إيجابيًا في دعم الحاجة لمزيد من السيولة وتعميق سوق الصكوك، فإن الخصائص العامة لإصدارات الصكوك العالمية، بما في ذلك جودة المصدرين وأي نقاط ضعف محتملة ومخاطر التخلف عن السداد، يجب مراقبتها عن كثب في سياق التوقعات الاقتصادية العالمية الهشة.

التوزيع القطاعي للصكوك:

ومن حيث **التوزيع القطاعي لإصدارات الصكوك**، كان كل من القطاعين الحكومي والمالي هما المصدران المهيمنان. كانت الإصدارات في عام 2019 مدفوعة إلى حد كبير بمُصدرين من الكيانات السيادية / الحكومية والشركات في القطاع المالي، حيث شكلت جميع القطاعات الأخرى حوالي 6% من إجمالي الإصدارات. عبر القطاعات، يظهر عدد من اتجاهات الإصدار الجديدة واستراتيجيات التمويل المبتكرة. وشمل ذلك إصدار صكوك للتمويل الأصغر قائم على تقنية سلسلة الكتل (بلوك تشين) في إندونيسيا، بالإضافة إلى العديد من إصدارات الصكوك الخضراء من جهات إصدار سيادية ومتعددة الأطراف وشركات (أنظر شكل 28).

شكل 28. توزيع إصدارات الصكوك بحسب القطاعات

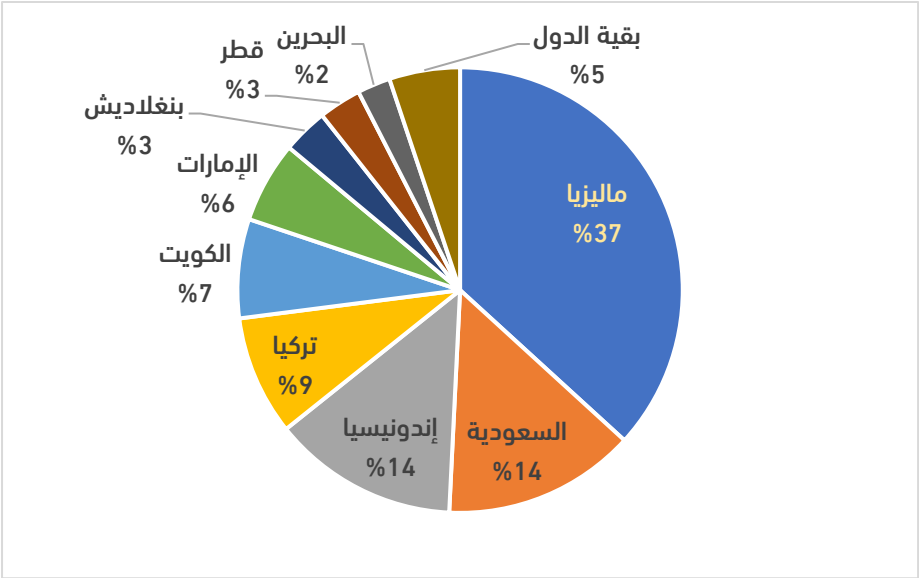


المصدر: [17]

الصكوك بحسب الدول:

وبالانتقال إلى تحليل الإصدارات بحسب الدول، يظهر أن الأسواق التقليدية للتمويل الإسلامي ما تزال راسخة في هذا المجال، وهي تتحول تدريجيا إلى أسواق ناضجة، كما يتجلى جيداً مدى المساهمة القوية للفاعلين الجدد في القطاع (تركيا على سبيل المثال).

شكل 29. توزيع إصدارات الصكوك بحسب الدول



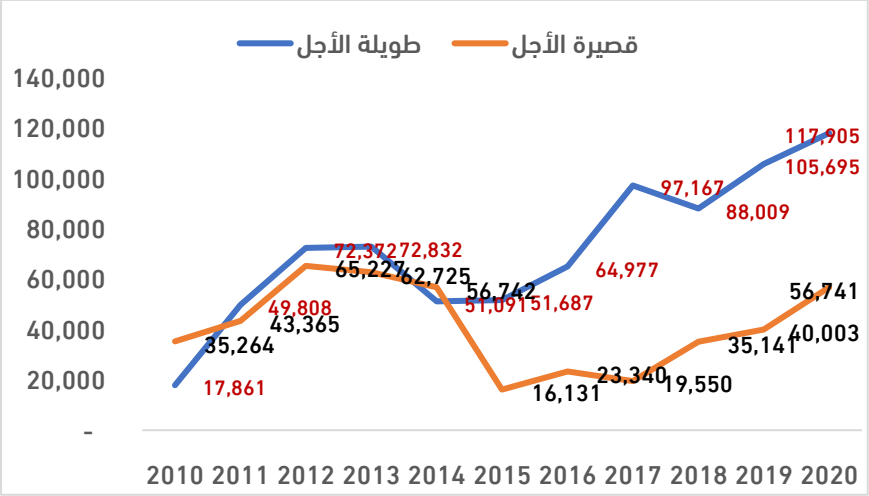
على أساس تراكمي للفترة من 2001 إلى 2020، واصلت ماليزيا الاحتفاظ بمركزها الأول في إصدارات الصكوك بإصدارات محلية ودولية مجتمعة بحوالي 800 مليار دولار أمريكي، تليها المملكة العربية السعودية ب 174.6 مليار دولار أمريكي، وإندونيسيا بقيمة 124.90 مليار دولار أمريكي، والإمارات العربية المتحدة 98.39 مليار دولار وتركيا 66.90 مليار دولار. وتواصل ماليزيا، نظرا لقوة سوق رأس المال لديها، الحفاظ على ريادتها على نظيراتها في آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي؛ ومع ذلك، أدت الزيادة في الاصدارات من مملكة البحرين والمملكة العربية السعودية وإندونيسيا والإمارات العربية المتحدة وتركيا وغيرها إلى انخفاض حصة ماليزيا في سوق الصكوك العالمية في السنوات الأخيرة.

الصكوك بحسب آجالها:

تعد الصكوك قصيرة الأجل ذات أجل الاستحقاق لعام واحد أو أقل ضرورية وأساسية في تطوير أسواق النقد الإسلامية وأسواق ما بين المصارف الإسلامية

وتلعب هذه الصكوك دورا رئيسيا في إدارة السيولة للمؤسسات المالية. في عام 2020، كانت الدول المصدرة الرئيسية لإصدار الصكوك قصيرة الأجل هي مملكة البحرين، وماليزيا، وإندونيسيا، وتركيا، وبروناي دار السلام، وعدد قليل من البلدان الإفريقية. إن سوق الصكوك قصيرة الأجل، على الرغم من اقتصارها على عدد قليل من السلطات القضائية، تقدم إصدارات متوازنة من مختلف السلطات القضائية. بالإضافة إلى ذلك فإن دخول الهيئة الإسلامية لإدارة السيولة في سوق الصكوك الدولية القصيرة الأجل يساعد أيضا على تطوير هذا السوق المهم.

شكل 30. تطور إصدارات الصكوك بحسب آجالها

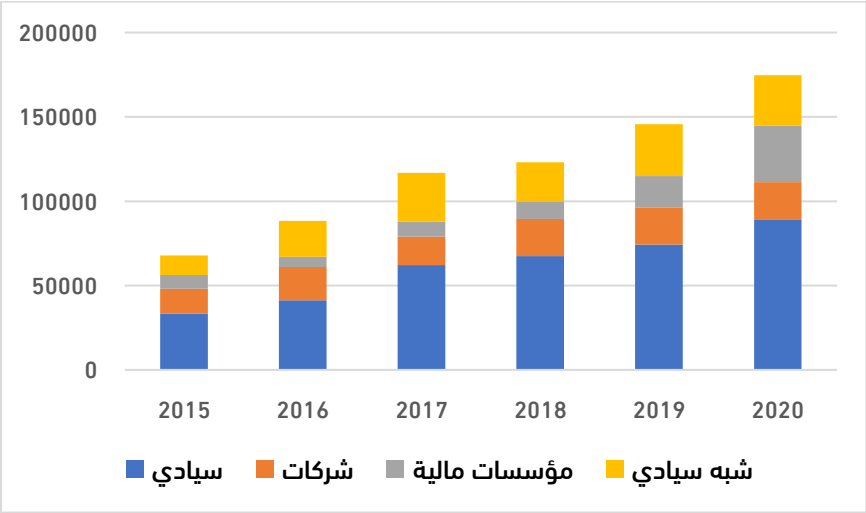


المصدر: [19]

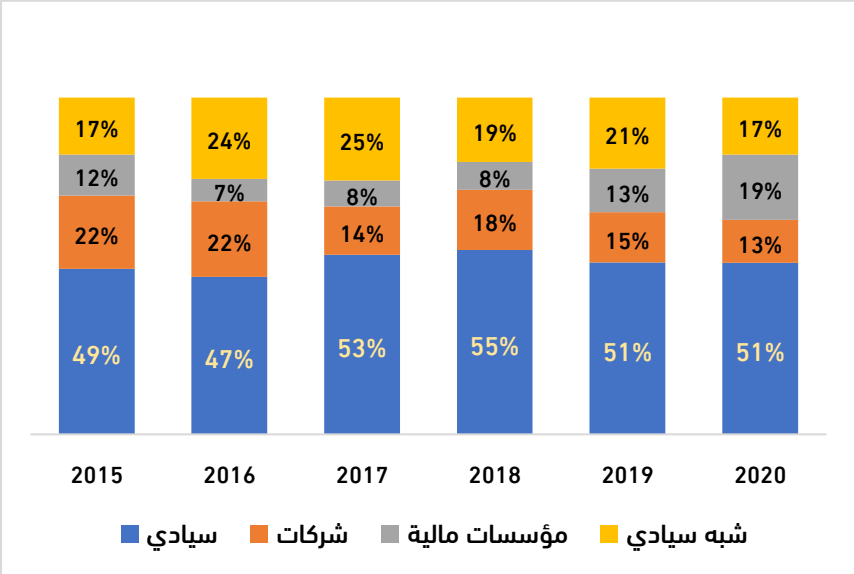
إن الرغبة في إصدار الصكوك قصيرة الأجل كبيرة ومرتفعة، وربما أعلى من الصكوك ذات الآجال الطويلة، وهذا واضح من خلال هذه الإصدارات. ويتحسن الاتجاه نحو إصدار صكوك قصيرة الأجل على الرغم من أنها مدفوعة بشكل رئيسي من قبل المصدرين السياديين. وهناك حاجة لأن تصبح المؤسسات والشركات المالية الإسلامية جهات إصدار نشطة للصكوك من أجل تقديم التنوع للأسواق المحلية، والتي تعد أساسية وضرورية في تطوير سوق المال.

تطور هيكل إصدارات الصكوك بحسب طبيعة المصدرين:

شكل 31. تطور إصدارات الصكوك بحسب طبيعة المصدرين (بالقيم)



شكل 32. مساهمة مصدري الصكوك في إجمالي الإصدارات



5.5. التفكيك الهيكلي لسوق الصكوك:

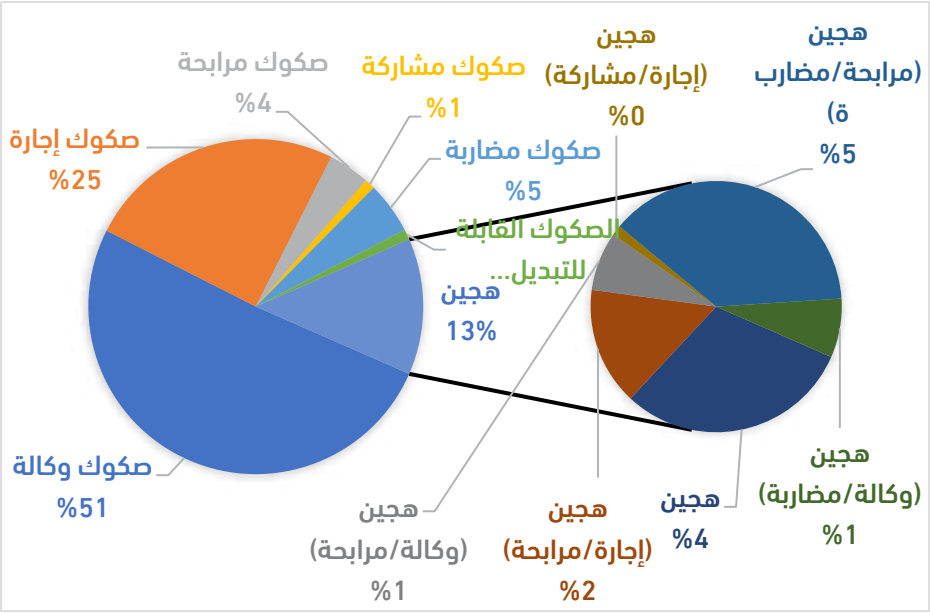
1.5.5. هياكل الصكوك المحلية مقابل الدولية:

فيما يتعلق بهياكل الصكوك وميزاتها والمشاركين فيها، بشكل عام هناك فرق بين أسواق الصكوك الدولية والمحلية ومن ثم تختلف متطلبات وشعبية هياكل تمويل الصكوك بين السوقين.

إصدارات الصكوك الدولية وتوزيعها الهيكلي والقطاعي:

على الصعيد الدولي، حافظ هيكل **صكوك الوكالة** على صدارته مقارنة بهيكل صكوك الإجارة وغيرها من الهياكل باعتباره الأكثر استخداما من قبل المصدرين في السوق الدولية بحصة سوقية بلغت 51% (21 مليار دولار أمريكي) (بانخفاض طفيف بنحو 5% مقارنة بالعام الذي سبق)، وحلت صكوك الإجارة ثانية حيث ارتفعت حصتها في السوق إلى 18% (7.5 مليار دولار أمريكي)، ثم صكوك المضاربة بنسبة 6% (2.7 مليار دولار أمريكي). يوضح الرسم البياني (19) هياكل الصكوك المفضلة بالنسبة للصكوك الدولية:

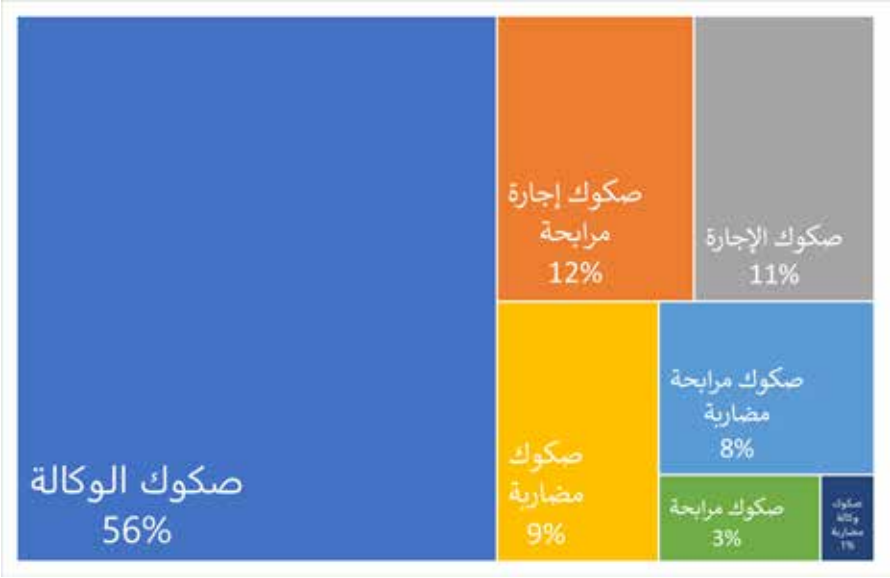
شكل 33. هياكل الصكوك الدولية (2010-2018)



المصدر: [19]

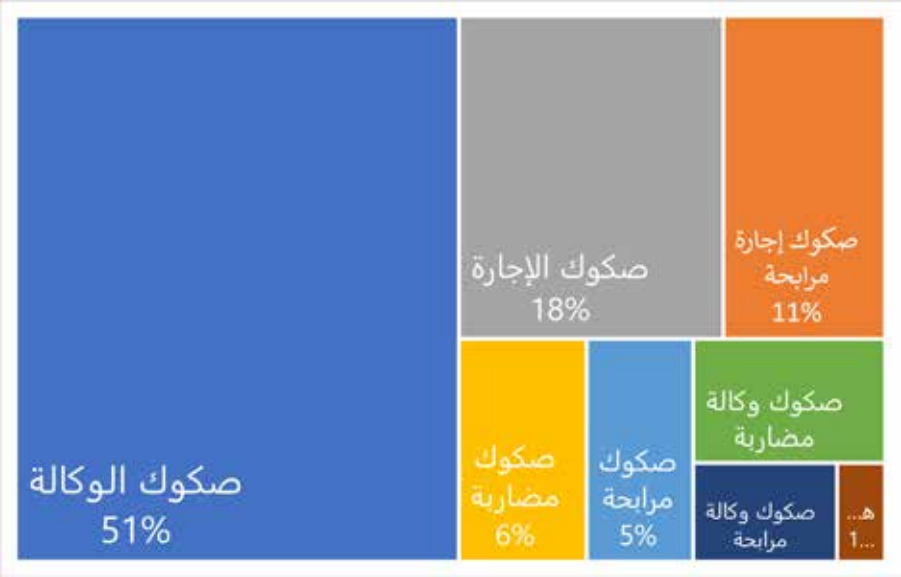
وكما يظهر من الشكل البياني (34)، فإن حصة صكوك الوكالة من إصدارات الصكوك الدولية بلغت حوالي 51% خلال الفترة 2010-2018. وللمزيد من التحليل والتعرف على ما إذا كان قد حصل تغير خلال السنتين الأخيرتين في هياكل الصكوك المفضلة للإصدارات الدولية، يستعرض الشكلان (35) و(36) توزيع هياكل الصكوك لسنتي 2019-2020:

شكل 34. التوزيع الهيكلي للصكوك المحلية لعام 2019



المصدر: [19]

شكل 35. التوزيع الهيكلي للصكوك الدولية لعام 2020



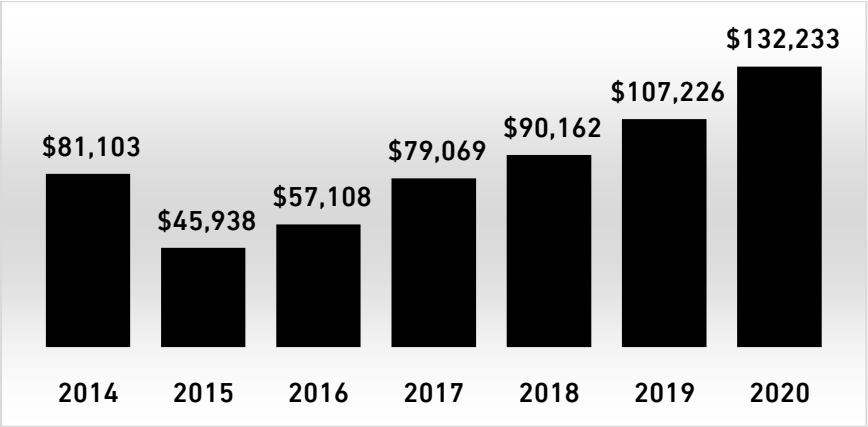
المصدر: [19]

ويظهر من الشكل أنه لم يحصل تغير جوهري للتوزيع الهيكلي للصكوك الدولية، فلا تزال حصة صكوك الوكالة هي الأكبر، تليها صكوك الإجارة، مع ملاحظة أن حصتها في عام 2020 ارتفعت إلى 18% مقارنة بـ 11% عام 2019. من المحطات الفارقة في قطاع الصكوك هو ما حدث عام 2017، حيث أصدرت المملكة العربية السعودية هيكلاً جديداً مبتكراً يتكون من المضاربة والمرابحة. ومع ذلك، خلال عام 2020 لم يكن هناك أي إصدار دولي لهذا الهيكل. لا تزال الصكوك الهجينة التي تمزج أكثر من عقد تعرف قبولا وانتشارا بين الفاعلين في سوق الصكوك، ولعل أكثرها قبولا صكوك الوكالة القائمة على أساس مزيج من الإجارة والمرابحة. أحد أهم أسباب انتشار إصدارات صكوك الوكالة هو مرونتها عند هيكلتها، كما ساهمت في تقليل مشكلة الحاجة للأصول.

إصدارات الصكوك المحلية وتوزيعها الهيكلي والقطاعي:

فيما يتعلق بأسواق **الصكوك المحلية**، فقد بلغت إصدارات الصكوك خلال عام 2020 ما قيمته 132.23 مليار دولار أمريكي مقارنة بقيمة 107 مليار دولار أمريكي عام 2019، (أنظر شكل 37)، وقد حافظت ماليزيا على أكبر حصة من حيث الحجم والقيمة، ولا تزال أكبر مصدر للصكوك المحلية بنسبة 40.65% (53.7 مليار دولار أمريكي).

شكل 36. إصدارات الصكوك المحلية للفترة 2014-2020



المصدر: [19]

برزت كذلك بعض الدول كقوى دافعة للإصدارات المحلية، من ذلك: مملكة البحرين، وإندونيسيا، والمملكة العربية السعودية، وباكستان، وقطر، وتركيا. وقد واصلت مملكة البحرين إصداراتها الدورية للصكوك، خاصة الصكوك قصيرة الأجل وشهدت أيضا العديد من الإصدارات المهمة.

ظلت صكوك المرابحة -تاريخياً- الهيكل الأكثر استخداماً (كما يوضحه **الشكل 37**)، حيث كانت تمثل أكثر من نصف حجم الإصدارات المحلية للصكوك، غير أن تغيّراً جوهريا حدث خلال السنوات الأخيرة، حيث حصل انخفاض ملحوظ في الحصة السوقية لهذا الهيكل إلى 29% (38 مليار دولار أمريكي) مقارنة بنسبة 30% (32 مليار دولار أمريكي) في العام الذي سبقه.

صكوك الإجارة على العكس من ذلك، كانت تمثل 18% من حصة الإصدارات، وخلال سنتي 2019 و2020 صارت الهيكل الأكثر استخداما (حوالي 41% من حصة الإصدارات لعام 2020)، تليها صكوك المرابحة، تليهما الصكوك الهجينة القائمة على هيكل (مرابحة / مضاربة) بنسبة 10%. لا تزال صكوك المضاربة والوكالة جزءًا من المزيج الهيكلي المرغوب فيه من وجهة نظر التنوع، ويتضح من هذا التوزيع الهيكلي أن عام 2020 شهد توزيعاً هيكلياً متوازناً إلى حد ما، وهو أمر مرغوب فيه في كل الأحوال، كما أنه مشجع لسوق الصكوك والفاعلين فيه، حيث يعني ذلك المزيد من التنويع وتقليل التركيز على هيكل معين.

أصبحت سوق الصكوك المحلية نشطة في عدد من الولايات القضائية، ولا سيما المملكة العربية السعودية وإندونيسيا وتركيا. وتوفر البنوك المركزية سبلاً للبنوك الإسلامية والمستثمرين الآخرين لاستثمار فائض السيولة لديهم في برامج الصكوك الحكومية المصممة لتوفير فرص متكافئة للمؤسسات المالية الإسلامية. علاوةً على ذلك، فإن عدداً من البلدان مثل غامبيا وساحل العاج والسنغال ومالي والمغرب وبنغلاديش وباكستان تعمل بنشاط على تطوير أسواق الصكوك المحلية لديها.

إصدارات الصكوك الدولية بحسب المصدرين:

يظهر الجدول (9) إصدارات الصكوك الدولية بحسب نوعية المصدرين، ويتضح جلياً سيطرة الصكوك السيادية وشبه السيادية على غالب الإصدارات، حيث تقترب من 70% من إجمالي الإصدارات.

جدول 9. إصدارات الصكوك الدولية بحسب المصدرين:

	فترة (2010-2018)	2019	2020
سيادي	31%	30%	23%
شركات	18%	13%	9%
مؤسسات مالية	13%	16%	23%
شبه سيادي	38%	41%	45%
المجموع	100%	100%	100%

إصدارات الصكوك المحلية بحسب المصدرين:

خلال 2020، ظلت حصة الإصدارات السيادية في السوق المحلية قوية، وقد ساهمت بنسبة 60% من إجمالي قيمة الإصدارات وتليها إصدارات الشركات (14%) والجهات شبه السيادية (8%)، والمؤسسات المالية الإسلامية (18%). وقد بقيت أسهم قطاع الشركات باستثناء الحكومة الماليزية، أقل من إمكاناتها المتوقعة في حجم الإصدار. كانت الإصدارات شبه السيادية في السوق الدولية قوية نسبيا حيث بلغت مساهمة الإصدار 45% (19.27 مليار دولار أمريكي) في حين بلغت مساهمة الإصدارات السيادية 23%. ارتفعت إصدارات المؤسسات المالية إلى 23% (9.55 مليار دولار أمريكي)، بينما تراجعت إصدارات الشركات مرة أخرى إلى 9% (3.85 مليار دولار أمريكي).

جدول 10. إصدارات الصكوك المحلية بحسب المصدرين

	فترة (2010-2018)	2019	2020
سيادي	67%	59%	60%
شركات	19%	15%	14%
مؤسسات مالية	4%	12%	18%
شبه سيادي	10%	14%	8%
	100%	100%	100%

2.5.5. هياكل الصكوك السيادية:

يظهر الجدول (8) هياكل الصكوك السيادية خلال سنتي 2019 و2020 على الترتيب:

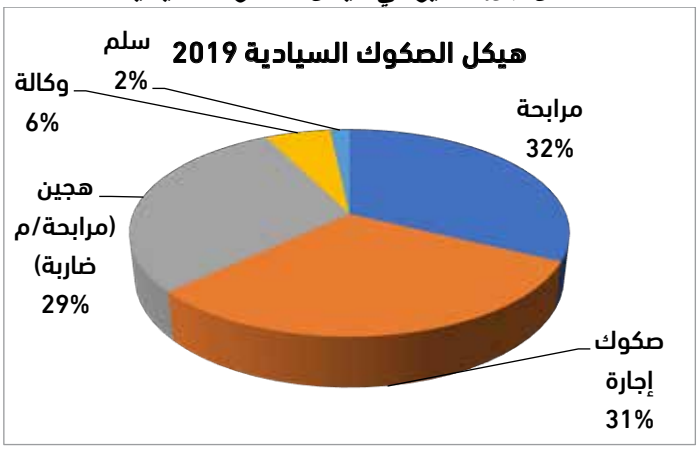
جدول 11. هياكل الصكوك السيادية (2019-2020)

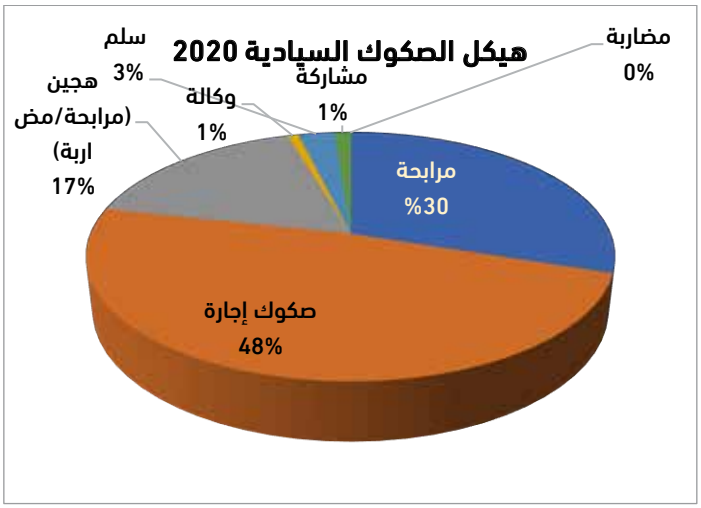
الهيكل	2019		2020	
	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة
صكوك مرابحة ↓	20332	%32	23760	%30
صكوك إجارة ↑	19405	%31	38305	%48
هجين (مرابحة/مضاربة) ↓	18626	%29	13438	%17
صكوك وكالة ↓	3609	%6	606	%1
صكوك سلم ↑	1071	%2	2122	%3
صكوك مشاركة ↑	-	-	899	%1
صكوك مضاربة ↑	-	-	15	%0.02

المصدر: [19]

ويساعد الشكل (37) على ملاحظة التغير الحاصل في هياكل الصكوك السيادية:

شكل 37. التغير في هياكل الصكوك السيادية





المصدر: [19]

3.5.5. هياكل الصكوك شبه السيادية:

خلال عام 2020، جاءت الإصدارات شبه السيادية بشكل أساسي من صندوق الثروة السيادي البحريني ممتلكات (*Mumtalakat*)، ومؤسسة (*DanaInfra Nasional Berhad*) الماليزية، وشركة دبي لصناعات الطيران (*Dubai Aerospace Enterprise*)، ومؤسسة (*Government of Pakistan Power Holding*)، وموانئ دبي (*Dubai DP World*)، والبنك الإسلامي للتنمية (*IsDB*). أصدر البنك الدولي، ومؤسسة التمويل الأفريقية (*African Finance Corporation*)، وخزانة الوطنية وغيرها صكوكًا لتمويل أنشطتهم الخاصة، في حين أن مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية (*International Islamic Liquidity Management Corporation*) هي المُصدر المنتظم والوحيد للصكوك الدولية قصيرة الأجل.

6.5. التحليل الكيفي لأسواق الصكوك:

استنادا إلى التحليل الكمي السابق الإشارة إليه، ومن خلال تتبع تاريخ ومستجدات أسواق الصكوك، فإنه يمكن تحليل الجوانب النوعية المتعلقة بهذه الأسواق. عموماً، فقد حافظت سوق الصكوك العالمية على جاذبيتها للمصدرين والمستثمرين على حد سواء كما يتضح ذلك من الرقم القياسي لإجمالي إصدارات الصكوك (قصيرة الأجل وطويلة الأجل) في كل من أسواق الصكوك المحلية والدولية. وفيما يلي تحليل لعوامل الطلب والعرض على الصكوك، وأهم التحديات التي تواجه بشكل خاص في الظروف الحالية التي استمت بحدث كبير هو جائحة كوفيد-19:

1.6.5. العوامل المحركة لأسواق الصكوك:

تشمل المحركات الرئيسية لسوق الصكوك والتي ساعدت على إبقائه سوقا ينمو بشكل مطرد ما يلي:

- إصدارات من جهات قضائية راسخة، على سبيل المثال: لا تزال كل من المملكة العربية السعودية، وماليزيا، وإندونيسيا تستحوذ على حوالي ثلثي إصدارات الصكوك على مستوى العالم.
- دخول العديد من المصدرين الجدد، على سبيل المثال: تزداد حصتها في الكويت، وقطر والإمارات العربية المتحدة، والكويت.
- إصدار صكوك المستوى 1 والمستوى 2 لرأس المال التنظيمي (صكوك متوافقة مع متطلبات بازل 3).
- الزيادة في الإصدارات طويلة الأجل لمدة 30 عاما.
- الزيادة في الإصدارات قصيرة الأجل لإدارة السيولة وزيادة التركيز على تمويل المشاريع والإصدارات ذات الصلة بالمعايير البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (*ESG*).

2.6.5. الطلب على الصكوك:

إن الطلب المتزايد على الصكوك من دول مجلس التعاون الخليجي (مملكة البحرين والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة وسلطنة عمان) والدول الإسلامية الأخرى مثل ماليزيا وإندونيسيا وتركيا وباكستان وبروناي دار السلام ومنطقة إفريقيا مثل نيجيريا ومصر وغامبيا وغيرها، والبنك الإسلامي للتنمية وفرت الزخم لنمو أقوى في الإصدارات. في السنوات الأخيرة، أصدرت بانتظام العديد من الدول الإسلامية المذكورة صكوكاً مرجعية في الأسواق المحلية والدولية. وقد تبنت بعض الولايات القضائية، بما في ذلك البلدان الأفريقية، استراتيجية مملكة البحرين في إصدار صكوك قصيرة الأجل بانتظام لدعم متطلبات السيولة والاستثمار للمؤسسات المالية الإسلامية الموجودة في ولايتها القضائية.

وتعد مملكة البحرين وبروناي دار السلام وإندونيسيا وماليزيا وتركيا وبعض الدول الإفريقية من أكثر المصدرين بالاستمرار لصكوك قصيرة الأجل في عام 2020.

3.6.5. الآفاق المستقبلية:

نمو الصكوك ذات العائد الثابت:

من المتوقع أن يستمر اتجاه إصدار الصكوك بمعدل ربح ثابت نظرا لحقيقة أن قاعدة المستثمرين تعد أكثر تنوعا بكثير مقارنة بالسنوات الأولى من إصدار الصكوك عندما كان المستثمرون عموما مؤسسات مالية. لا شك أن الصكوك الصادرة بمعدلات ربح ثابتة تعطي المزيد من فرص التداول وتساعد كذلك في تطوير سوق الصكوك الثانوية.

المزيد من التنويع في هياكل الصكوك

يتوقع أن تفتح الإصدارات الجديدة القائمة على هياكل مبتكرة الهجينة شهية المصدرين، على سبيل المثال، يتوقع أن تزيد إصدارات الصكوك القائمة على المضاربة للمزايا التي توفرها، من ذلك إمكانية اعتبارها ضمن أدوات رأس المال النظامي للبنوك.

دور الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة:

إن **الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة** لا تزال مصدراً نشطاً للصكوك الدولية قصيرة الأجل، وهذا يوفر وسيلةً بديلةً لإدارة السيولة للمؤسسات المالية الإسلامية النشطة في سوق قصيرة الأجل والتي تبحث عن الأوراق المالية منخفضة المخاطر لتلبية متطلبات الأصول عالية الجودة للمنظمين. ساهم إصدار المزيد من الصكوك الجديدة في نوعيتها وإعادة تمويل الصكوك المستحقة في الحفاظ على مسار حجم الصكوك بشكل إيجابي، ومن المتوقع أن يستمر هذا الاتجاه في عام 2021.

الصكوك المدعومة بأصول:

قد تستمر إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول على الرغم من أن الحجم قد يكون محدودا نظرا للتوافر المحدود للأصول القابلة للتحويل بالكامل والمسائل الهيكلية والتحديات القانونية وخاصة معالجة متطلبات نقل الملكية وكذلك إدارة أخطار الأصول محل المعاملة.

4.6.5. كيف تعاملت أسواق الصكوك مع التحديات:

جائحة كوفيد-19:

حتى الآن، يقتصر تأثير جائحة كوفيد-19 على سوق الصكوك على عدد قليل من الشركات المصدرة، ومع ذلك، ظلت الصكوك أداة جذابة في سوق رأس المال الإسلامي من وجهة نظر المصدرين والمستثمرين.

التحول من الليبور:

بشكل عام، لم تواجه سوق الصكوك أي مشاكل كبيرة بسبب إصلاحات أسعار الفائدة القياسية العالمية والانتقال من الأسعار المتاحة بين البنوك (ايبور) إلى المعدلات الخالية من المخاطر لأنه يتم استخدام أيبور في الغالب في إصدارات الصكوك قصيرة الأجل. علاوة على ذلك، نشرت السوق المالية الإسلامية الدولية ورقة بيضاء حول إصلاحات معدلات المقارنة العالمية وتأثيرها على الصناعة الإسلامية، وتقوم حاليا بتقييم التعديل المطلوب في الوثائق من خلال عمليتها الاستشارية. وخلال النصف الأول من عام 2021، أصدر البنك الإسلامي للتنمية صكوكا على أساس سعر الفائدة الخالي من الخطر (RFR) لتحديد الاتجاه في السوق.

تحديات إصدار صكوك الشركات:

يعتبر دور الشركات في إصدار الصكوك مهما للغاية، فهي في العادة القوة الدافعة لمختلف إصدارات الأوراق المالية بما فيها الصكوك، وهي التي يعول عليها كثيرا في تطوير سوق الصكوك. إلى الآن، لا تزال مساهمة صكوك الشركات هي الأقل

بين كل أنواع المصدرين الآخرين (سيادي، شبه سيادي، قطاع مالي). في الحقيقة أن هناك بعض الأسباب التي كانت ضعف أداء قطاع الشركات في إصدار الصكوك، منها:

- الظروف الاقتصادية
- السياسات الحكومية تجاه قطاع معين
- قضايا التدفق النقدي
- الحوافز الضريبية وغير ذلك من الأسباب ذي الصلة.
- الوضع الحالي الناجم عن جائحة كوفيد-19.

إن أهم قضية تتعلق وتحيط بصكوك الشركات هي التخلف عن السداد (أي التقصير) وإعادة الهيكلة التي كانت مدعاة للقلق خلال الأزمة الاقتصادية العالمية لعام 2008 وقد ظهرت مرة أخرى وإن كانت مقتصرة على عدد قليل من الإصدارات المحلية والدولية.

انكماش إصدارات الصكوك بالعملة غير المحلية

يقصد بإصدارات الصكوك بالعملة غير المحلية، قيام مصدر في دولة ما بإصدار صكوك بعملة بلد آخر، مثلا قيام مصدر من دولة عربية بإصدار صكوك بالرينغيت الماليزي أو قيام شركة ماليزية بإصدار صكوك بالدولار السنغافوري أو اليوان الصيني إلخ، في عام 2020 لم تتم مثل هذه الإصدارات على غرار ما حصل في العام الذي سبقه. يبدو أن تطبيق قانون دود فرانك لتحصيل 5% من قبل الجهة المصدرة في حالة إصدار الصكوك الدولية الصادرة عن حكومة المملكة العربية السعودية بقيمة 9 مليارات دولاراً أمريكياً في عام 2017 كان حدثاً فريداً لأنه لم يتم الإبلاغ عن مثل هذه المعاملات في العام 2020 أيضاً.

قائمة المراجع:

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17: صكوك الاستثمار، 2003.

[2] سوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية: المعيار رقم 2 لإصدار وتملك وتداول الصكوك، دبي: سوق دبي المالي.

[3] ق. ص. ا. الإسلامي، *قانون رقم 30 لسنة 2012: قانون صكوك التمويل الإسلامي*، 2012.

[4] ع. م. الموسى و y .ا. سيلا، "الصكوك الاستثمارية: مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها،" *مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية*، المجلد 13، رقم 2، 88-66 .pp، 2016.

[5] S. L. Schwarcz, "Enron and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures," *University of Cincinnati Law Review,* vol. 70, pp. 1309-1318, 2002.

[6] ع. ا. قندوز، المالية الإسلامية، أبو ظبي: صندوق النقد العربي، 2020.

[7] ع. ا. قندوز، عقود التمويل الإسلامي: دراسات حالة، أبو ظبي: صندوق النقد العربي، 2020.

[8] م. ع. ا. اليمني، "صكوك السلم: دراسة فقهية مقارنة،" *مجلة الدراسات الإسلامية*، المجلد 25، رقم 2، 176-145 .pp، 2013.

[9] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، التصكيك، والاستثمارات العقارية،" ماليزيا، 2009.

[10] ف. ص. الشمري، مسائل فقهية في الصكوك: عرض وتقويم، الرياض: كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2016.

[11] ز. ج. الدماغ، "صكوك السلم ودورها في تمويل قطاع البترول: دراسة حالة الهيئة العامة الفلسطينية للبترول،" *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية*، المجلد 23، رقم 2، 2015.

[12] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية: المعيار الشرعي رقم 44.

[13] "عقد الوكالة في الاستثمار في المرابحات الدولية: دراسة فقهية،" *بوسعيد, سلمان دعيج; النهاري, أمين أحمد*، المجلد 14، رقم 1، 112-82 .pp، 2017.

[14] LATHAM & WATKINS LLP, "The Sukuk Handbook: A Guide To Strucruting Sukuk," 2019.

[15] ميثاق للصيرفة الإسلامية، "برنامج صكوك ميثاق-الإصدار الثاني،" بنك مسقط، مسقط، 2019.

[16] Clifford Chance, Dubai International Financial Centre Sukuk Guidebook, Dubai, 2009.

[17] Islamic Financial Services Board, "Islamic Financial Services Industry Stability Report 2020," Malayzia, 2020.

[18] ICD-REFINITIV, "Islamic Finance Development Report 2020: PROGRESSING THROUGH ADVERSITY," 2021.

[19] International Islamic Financial Market, "IIFM Sukuk Report," Bahrain, 2021.

[20] IFSB, "Islamic Financial Services Industry Stability Report," Islamic Financial Services Board, 2018.

ملاحق:

ملحق 1: مذكرة طرح خاص للصكوك في السوق الإماراتي:

F-2-1
نموذج استرشادي لمذكرة طـــرح خاص

إيضاحات عـــــامـــة

- يستخدم هذا النموذج لأغراض إصـــدار سندات من خلال الطرح الخاص.
- المواضيع والمواد المذكورة في مذكرة الطرح لم ترد على سبيل الحصر.
- يتوجب على الشركة المصدرة تضمين مذكرة الطرح الخاص أي بيانات جوهرية أخري يمكن أن تساعد المستثمرين المؤهلين حتى إذا لم ترد في هذا النموذج.
- الغاية من مذكرة الطرح هي تقديم المعلومات المطلوبة للمستثمرين المؤهلين.

صفحة الغلاف وتضم ما يلي
مذكرة طرح خاص لسـندات / صكوك
شركة
".....
....."
(يذكر الشكل القانوني الحالي، رقم وتاريخ قرار ترخيص وتأسيس الشركـة)

فترة الاكتتاب
خـــلال الفترة مـن ...../ ...../ .....200م إلى ...../ . ...../ 200م

هذه المذكرة لطرح:
نوع السندات / الصكوك الإسلامية، عددها، فئاتها، سعر الطرح، قيمتها الإجمالية، تاريخ الاستحقاق، سعر العائد، مواعد استحقاق العائد، سعر التحويل إذا كانت قابلة للتحويل إلى أسهم.

أسماء الأطراف المشاركة في عملية الطرح:

- المستشار المالي:

- مدير الإصدار:
- المتعهد الرئيسي لتغطية الاكتتاب:
- الحافظ الأمين:
- وكيل الدفع:
- متعهدو تغطية الاكتتاب المساعدون:
- المنسق الشرعـي (بالنسبة للصكوك الإسلامية):
- المستشار القانوني للاكتتاب:
- مدققو الحسابات الخارجيين:
- مسؤول الاتصال:
- مدير عمليات السجل:
- بنك الاكتتاب الرئيسي:
- البنوك المتلقية للاكتتاب في داخل دولة الإمارات العربية المتحدة:

قـــائمة المحتويات

التـــعريفات والاختصارات

أولا: البيانات الأساسية عن الشركـة المصدرة: -

- نبذة عامة عن الشركة
- صافي أصول الشركة عند الإصدار
- التأمين على أصول الشركة
- استثمارات الشركة
- الرهونات والامتيازات على أصول الشركة
- موقف القضايا والامتيازات
- سياسة توزيع الأرباح
- عدد ونوعية العاملين
- أهم السياسات المحاسبية
- بيان وتاريخ قرار مجلس الإدارة والجمعية العمومية
- مخاطر الاستثمار
- استخدام عوائد الاكتتاب

ثانياً: شروط وأحكام الاكتتاب: -

- البيانات الأساسية عن السندات / الصكوك الإسلامية المطروحة للاكتتا
- التصنيف الائتماني للسندات / الصكوك الإسلامية:
- الجهة الضامنة للسندات / الصكوك الإسلامية:
- الجدول الزمني للاكتتاب والإدراج
- الخطوات والمستندات والإجراءات المطلوبة للتقدم للاكتتاب

ثالثاً: النواحي المالية للشركـــة المصدرة:

- ملخص القوائم المالية الفعلية للشركة
- ملخص البـــيانـــات المـــاليـــة المـــتوقـــعـــة
- مصادر تمويل الشركة
- تقرير مراقب الحسابات عن القوائم المالية الفعلية والتقديرية
- تقرير المستشار المالي عن القوائم المالية التقديرية
- أهم النسب والمؤشرات المالية

رابعاً: بـيانـات أخرى: -

- آلية تطبيق نظام الحوكمة في الشركـــة
- التعاقدات والاتفاقيات المبرمة
- مسئوليات حاملي السندات / الصكوك الإسلامية وحقوقهم
- النـــظـام الأســـاسي للشـــركـة
- تعهدات المستشارين حول مذكرة الطرح

أولا: البيانات الأساسية عن الشركة المصدرة

1. نبذة عـــامـــة عن الشركة:

- أسم الشركـــة:
- الشكل القانوني والقانون المنظم لها:
- المركز الرئيسي وفروع الشركة: (ص ب / هاتف)
- الأغراض الأساسية للشركة:
- بيانات السجل التجاري:
- مدة الشركة:
- السنة المالية:
- نبذة عن القطاع الذي تعمل فيه الشركة ومزايا الاستثمار به:
- لمحة عامة عن تأسيس الشركة وسابقة نشاطها ومسيرة الشركة وتطورها وأغراضها وممتلكاتها والنواحي المالية المرتبطة بها وكذا عن شركاتها التابعة إذا وجدت:
- إستراتيجية الشركة ورؤيتها المستقبلية للنمو والتطور:
- عناصر القوة والميزات التنافسية والتحديات:
- ملخص القوائم المالية للشركة (قائمة دخل، ميزانية، تدفقات نقدية) خلال الثلاث سنوات الماضية:
- أهم البنوك التي تتعامل معها الشركة:
- بيان بالمساهمين الذين تزيد نسبتهم هن 5% من رأس المال:

	الجنسية	عدد الأسهم المملوكة	نسبة التملك

- بيان بالسادة أعضاء مجلس الإدارة:

	الصفة	الجنسية

- بيان المديرين المسئولين بالشركـة

	الصفة	الجنسية

- بيان بأسماء وعناوين مراقبي الحسابات:
- بيان بأسماء أعضاء هيئة الرقابة الشرعية (بالنسبة للصكوك الإسلامية):
- بيان بأسماء وعناوين مستشاري الشركة الخارجيين: (قانوني، مالي):
- بيان باسم مسؤول علاقات المستثمرين:
- بيان رأس المال المصدر والمدفوع:

2. صافي أصول الشركة عند الإصدار (ملخص الميزانية أو المركز المالي الذي على أساسه تم احتساب صافي الأصول):
3. بيان التأمين على أصول الشركة:

ن عليه	مبلغ التامين	التغطية التأمينية	تاريخ انتهاء التامين

4. بيان باستثمارات الشركة في الشركات التابعة وأخرى:
5. بيان الرهونات والامتيازات الحالية على أصول الشركة:
6. موقف القضايا والمنازعات مع الشركة الحالية وخلال الثلاث سنوات السابقة

وفقاً للشهادة الصادرة من المستشار القانوني للشركة يتمثل موقف الشركة من القضايا والمنازعات فيما يلي:

7. بيان سياسة توزيع الأرباح الصافية للشركة وفقاً للنظام الأساسي:
8. بيان بعدد ونوعية العاملين بالشركة والشركات التابعة:
9. أهم السياسات المحاسبية للشركة:

10. بيان وتاريخ قرار مجلس الإدارة والجمعية العمومية بطرح السندات / الصكوك الإسلامية للاكتتاب العام.

11. مخـاطـر الاستثمـــار

إن الغرض من هذا البند هو بحث بعض المخاطر والمحاذير والعوامل التي يمكن أن تؤثر سلبا على الشركة أو على المكتتبين بأسهمها، ويتعين على المكتتبين أن يأخذوا بعين الاعتبار هذه المحاذير وكافة المعلومات الأخرى الواردة في نشرة الاكتتاب.

وترتبط محاذير الاستثمار بمجالات عمل الشركة بوجه عام وبعوامل اقتصادية خاصة في المنطقة والقطاع الذي تعمل فيه.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه المحاذير ليست سوى أمثلة ولا تمثل كافة المخاطر التي قد تواجهها الشركة مستقبلياً.

1- عوامل المخاطرة ذات الصلة بالشركة ونشاطها وعملياتها:

(يجب تضمينها تحليل مقارن للشركات المحلية والإقليمية المماثلة والمنافسة)

2- عوامل المخاطرة ذات الصلة بالقطاع الذي تتبع له الشركة:

(يجب أن يتضمن نبذة مختصرة عن الوضع الحالي، تطور نمو القطاع خلال الثلاث سنوات السابقة، والتوقعات المستقبلية للقطاع).

3- المخاطرة ذات الصلة بالبيئة السياسية والقانونية:

(يجب أن يتضمن هذا البند التفرقة بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة والإجراءات التي ستتخذها الشركة للتخفيف من المخاطر غير المنتظمة).

تعتبر العديد من العوامل السابق الإشارة إليها من عوامل الاقتصاد الكلي بطبيعتها ومن ثم فإنها خارج نطاق سيطرة إدارة الشركة، وفي حالة حدوث حالة واحدة أو أكثر من هذه المخاطر أو المحاذير أو إذا ثبت عدم صحة التوقعات المستقبلية فإنه من المحتمل أن تختلف النتائج الفعلية بشكل ملموس عن تلك المبينة في هذه النشرة.

12. استخـدام عـوائد الاكـتتـاب:

- قيمة إجمالي المبلغ المتوقع الحصول عليه من الاكتتاب
- الأغراض الرئيسية التي ستستخدم فيها حصيلة الاكتتاب والمبالغ المتوقعة لاستخدام كل غرض
- مصادر التمويل الإضافية الأخرى لتمويل تلك الأغراض وتوقيتات الحصول عليها.
- الجدول الزمني وترتيب أولويات أوجه استخدام حصيلة الاكتتاب
- العوائد المتوقعة من استخدام الأموال المحصلة من الاكتتاب

ثانياً: شـــــروط وأحكام الاكتتـاب

1. البيانات الأساسية عن السندات / الصكوك الإسلامية المطروحة

- عدد وأنواع السندات / الصكوك الإسلامية المطروحة:
- القيمة الاسمية للسند / الصك:
- سعر الطرح للسند / الصك:
- القيمة الإجمالية للإصدار:
- مدة الإصدار:
- عملة الإصدار:
- نوع العائد: ثابت / متغير
- سعر العائد:
- فترة توزيع العائد:
- مواعيد سداد العائد:
- تاريخ الاستحقاق النهائي:
- سعر الاستحقاق النهائي:
- السداد المعجل:
- سعر الاستهلاك المعجل:
- عدد ونسبة السندات / الصكوك الإسلامية المطروحة المتعهد بتغطيتها
- الحد الأدنى للاكتتاب
- قيمة الحد الأدنى للاكتتاب
- الحد الأقصى للاكتتاب
- قيمة الحد الأقصى للاكتتاب
- تاريخ بداية الاكتتاب
- تاريخ نهاية الاكتتاب
- طريقة التخصيص
- فترة الاكتتاب
- طريقة السداد
- بنوك الاكتتاب
- طريقة إعادة الأموال الفائضة للمكتتبين
- إدراج السندات / الصكوك الإسلامية وتداولها
- القيود أو الحظر على السندات / الصكوك الإسلامية

(لو كان هناك قيود أو حظر على أي جزء من السندات / الصكوك الإسلامية المطروحة وجب الإفصاح عن هذا الحظر ومدته)

- تسجيل السندات / الصكوك الإسلامية:
- التحويل:

في حالة ما إذا كانت السندات / الصكوك الإسلامية قابلة للتحويل إلي أسهم يتم إيضاح جميع القواعد والشروط والإجراءات التي يجب إتباعها لتحويل السندات / الصكوك الإسلامية إلي أسهم والحقوق والالتزامات المترتبة على حاملي السندات / الصكوك الإسلامية نتيجة تطبيق هذا الإجراء

- ضمانات الإصدار:

بيان إذا كانت السندات / الصكوك الإسلامية مضمونة أم لا ونوع الضمان ونسبة التغطية لإجمالي قيمة السندات / الصكوك الإسلامية المطروحة

- بيان ترتيب أولوية حملة السندات / الصكوك الإسلامية بالنسبة لباقي الدائنين:

بيان ترتيب أولوية حملة السندات / الصكوك الإسلامية بالنسبة لبقية الدائنين الحاليين والمتوقعين

- بيان إجراءات إطفاء السندات / الصكوك الإسلامية:
- بيان مدد تقادم حقوق حملة السندات / الصكوك الإسلامية:
- بيان حقوق حملة السندات / الصكوك الإسلامية في حماية مصالحهم وفي حالة الإخلال بشروط الطرح:
- بيان واجبات الحافظ الأمين لحفظ مصالح حملة السندات / الصكوك الإسلامية:
- بيان بالأطراف المشاركة في عملية الطرح وعناوينها وواجباتها وأدوارها:
- الإشعارات والبيانات الدورية التي يجب إرسالها لحملة السندات / الصكوك الإسلامية:
- الإجراءات المتبعة في حالة عدم تغطية الاكتتاب:

2. التصنيف الائتماني للسندات / الصكوك الإسلامية (في حالة وجوده):
3. الجهة الضامنة للسندات / الصكوك الإسلامية:
4. الجدول الزمني للاكتتاب والإدراج:

تلخص التواريخ المحددة أدناه الجدول الزمني المتوقع للاكتتاب، وتحتفظ الشركة بحق تغيير أي من تواريخ الجدول الزمني للاكتتاب أو اختصار أو تمديد الفترات الزمنية المحددة له بعد الحصول على موافقة السلطات المختصة ونشر ذلك التغيير في الصحف اليومية.

موعد فتح باب الاكتتاب

موعد إغلاق باب الاكتتاب

إشعار التخصيص وإعلان نسبة تخصيص السندات / الصكوك الإسلامية للمكت

إرسال الإخطارات وفائض الاكتتاب للمكتتبين

تاريخ إدراج السندات / الصكوك الإسلامية لدى سوق الأوراق المالية

5. الخطوات والمستندات والإجراءات المطلوبة للتقدم للاكتتاب:

(هذا الجزء يتم إيضاح الخطوات والمستندات المطلوبة، وكيفية الحصول على مذكرة الطرح ونموذج طلب الاكتتاب)

ثالثاً: النواحي المالية للشركة المصدرة

1. ملخص القوائم المالية الفعلية للشركة خلال الثلاث سنوات السابقة:

يتضمن هذا الملخص عرض القوائم المالية الفعلية (قوائم الدخل التقديرية، قوائم التدفقات النقدية التقديرية، قوائم الميزانيات التقديرية) سواء منفردة او مجمعة وتقرير مدقق الحسابات عليها، والإيضاحات المتممة لها.

2. ملخص البيانات المالية المتوقعة:

يتضمن هذا الملخص عرض القوائم المالية المتوقعة (قوائم الدخل التقديرية، قوائم التدفقات النقدية التقديرية، قوائم الميزانيات التقديرية) سواء منفردة او مجمعة وتقرير مدقق الحسابات عليها، ويجب بيان الافتراضات الأساسية التي تم الاستناد إليها في إعداد تلك التوقعات والإيضاحات المتممة لها.

3. بيان مصادر تمويل الشركة (تستثني البنوك وشركات التأمين):
4. تقرير مراقب الحسابات عن القوائم المالية الفعلية والتقديرية:
5. تقرير المستشار المالي عن القوائم المالية التقديرية:
6. تقرير هيئة الرقابة الشرعية (بالنسبة للصكوك الإسلامية):
7. أهم النسب والمؤشرات المالية

يتم إعدادها للثلاث سنوات السابقة ولسنوات التوقعات المالية

- نسب الرافعة المالية
- نسب الربحية
- نسب السيولة

رابعاً: بيانات أخرى

1. آلية تطبيق نظام الحوكمة في الشركة

يتم في هذا البند بيان سياسات وإجراءات الحوكمة وكيفية قيام الشركة بوضع لوائحها الداخلية التي تتفق مع قواعد الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي وكيفية الإشراف الذي يمارسه حملة السندات على أعضاء مجلس الإدارة وكيفية حماية حقوق الأقلية وبيان الأعمال المحظورة على المجلس.

2. أهم التعاقدات والاتفاقيات المبرمة

بيان تفصيلي بالتعاملات والتعاقدات والاتفاقيات المزمع إبرامها مستقبلا أو الحالية مع الأطراف الخارجية وذوي العلاقة وطبيعة المعاملة وقيمتها المالية.

3. مسئوليات حاملي السندات / الصكوك الإسلامية وحقوقهم

- في هذا البند يتم تحديد كافة مسئوليات وحقوق حاملي السندات تجاه الشركة:

4. النظام الأساسي للشركة

- يتضمن هذا البند النص الكامل للنظام الأساسي للشركة

5. التعـهـدات

في هذا البند يتم عرض التعهد الصادر من كل طرف من الأطراف المشاركة في الطرح

- التعهد الخاص بالهيكل التمويلي
- التعهد الخاص بتوزيع الأرباح
- التعهد الخاص بالتصرف في أصول الشركة

للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي

يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818

أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم: 6215000 (9712+)

فاكس رقم: 6326454 (9712+)

البريد الإلكتروني: Publications@amfad.org.ae

موقع الصندوق على الإنترنت: http://www.amf.org.ae

http://www.amf.org.ae

صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND