

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم التمويل والاستثمار

مقرر الهندسة المالية

رمز المقرر مال 422

رقم الوحدة 6

موضوع الوحدة تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية (الأوراق المالية)

تم دعم تنظيم المعرفة المتعلقة بهذا المقرر من قبل برنامج دعم المعرفة المتخصصة في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية. كامل حقوق البحث محفوظة للكرسي. لا يقبل نسخة أو نشره أو توزيعه أو الاقتباس منه أو استخدامه لأي غرض إلا بإذن خطي من الكرسي

كرسي

سابك

كرسي
سابك
Chair for Islamic Financial
Markets Studies
المالية الإسلامية



الصكوك

- * سوق الصكوك أحد القطاعات الأسرع نمواً في الأسواق المالية الإسلامية
- * تعد الصكوك، التي توصف أحياناً بالسندات الإسلامية، الأداة الأكثر نشاطاً في سوق الدين الإسلامي
- * الصكوك: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في أصول مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله



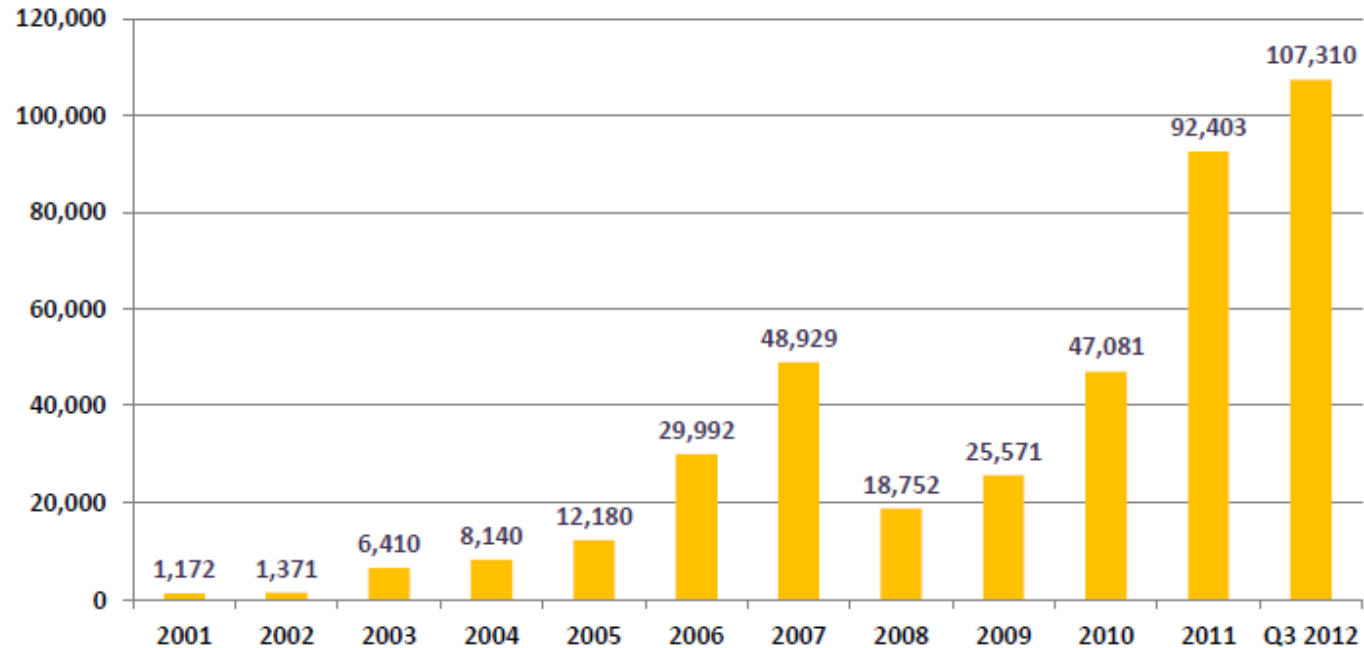
تطور سوق الصكوك

Global Sukuk Issuances – All Currencies

Jan 2001 – Q3 2012 (All Amounts in USD Millions)



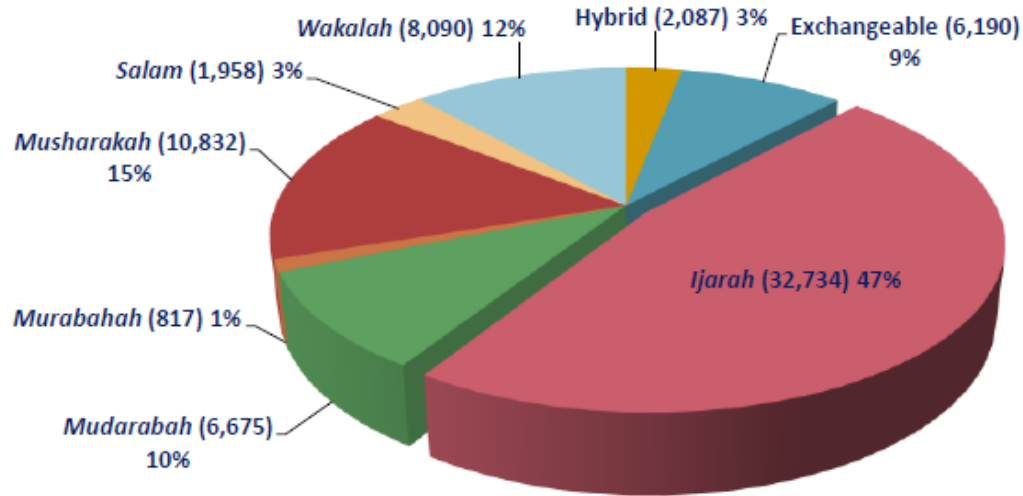
السوق المالية
الإسلامية الدولية
International Islamic
Financial Market



الصكوك الدولية حسب نوع العقد

Structural Breakdown of International *Sukuk*

Jan 2001 – Q3 2012 (All Amounts in USD Millions)



Source: IIFM *Sukuk* Database



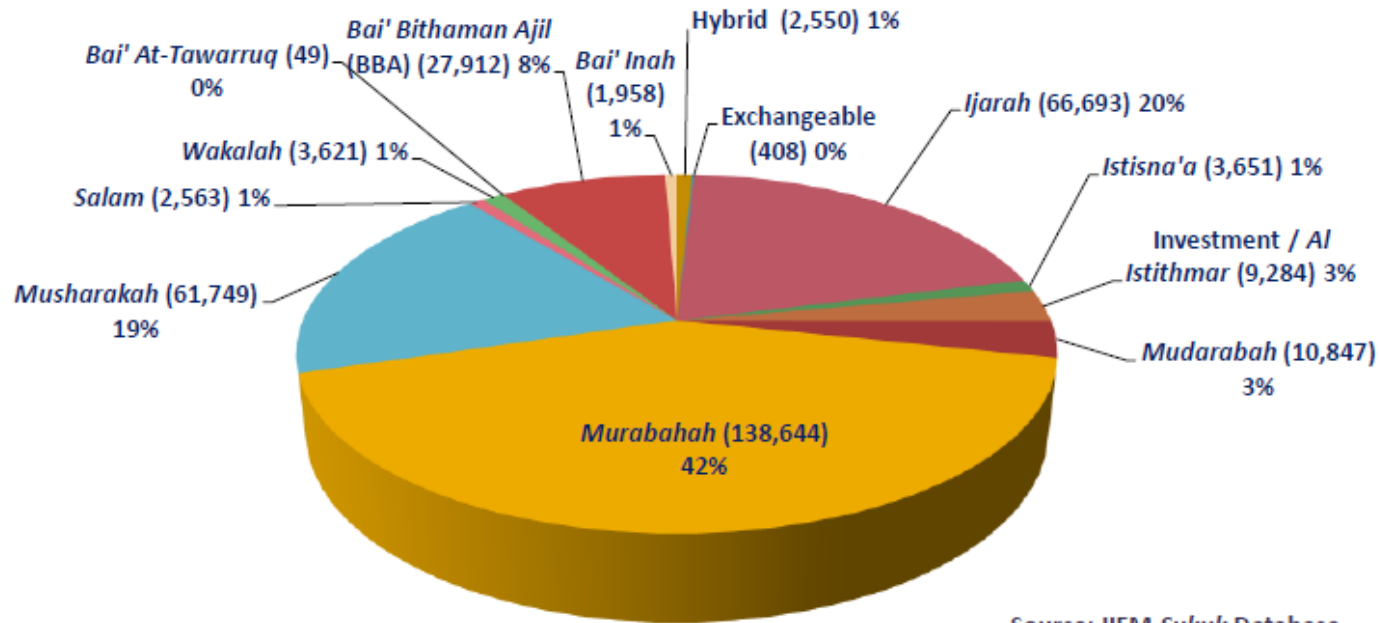
الصكوك المحلية حسب نوع العقد

Structural Breakdown of Domestic Sukuk

Jan 2001 – Q3 2012 (All Amounts in USD Millions)



السوق المالية
الإسلامية الدولية
International Islamic
Financial Market



Source: IIFM Sukuk Database



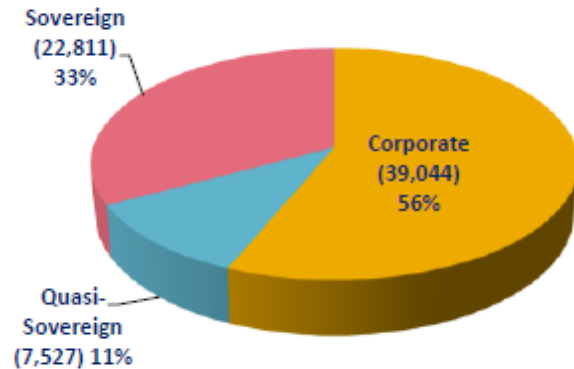
الصكوك حسب نوع المصدر

Breakdown of Global Sukuk Issuances – By Issuer Status

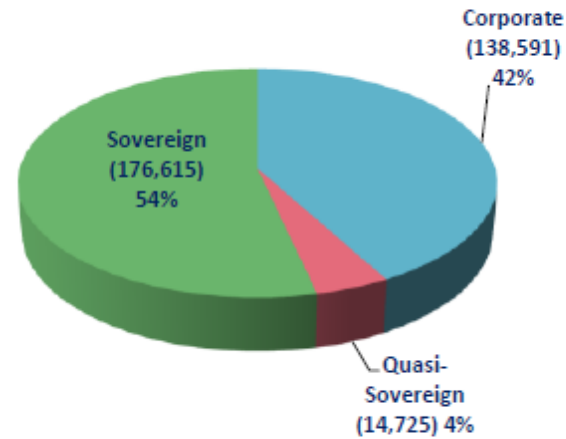
Jan 2001 – Q3 2012 (All Amounts in USD Millions)



International Sukuk



Domestic Sukuk



Source: IIFM Sukuk Database



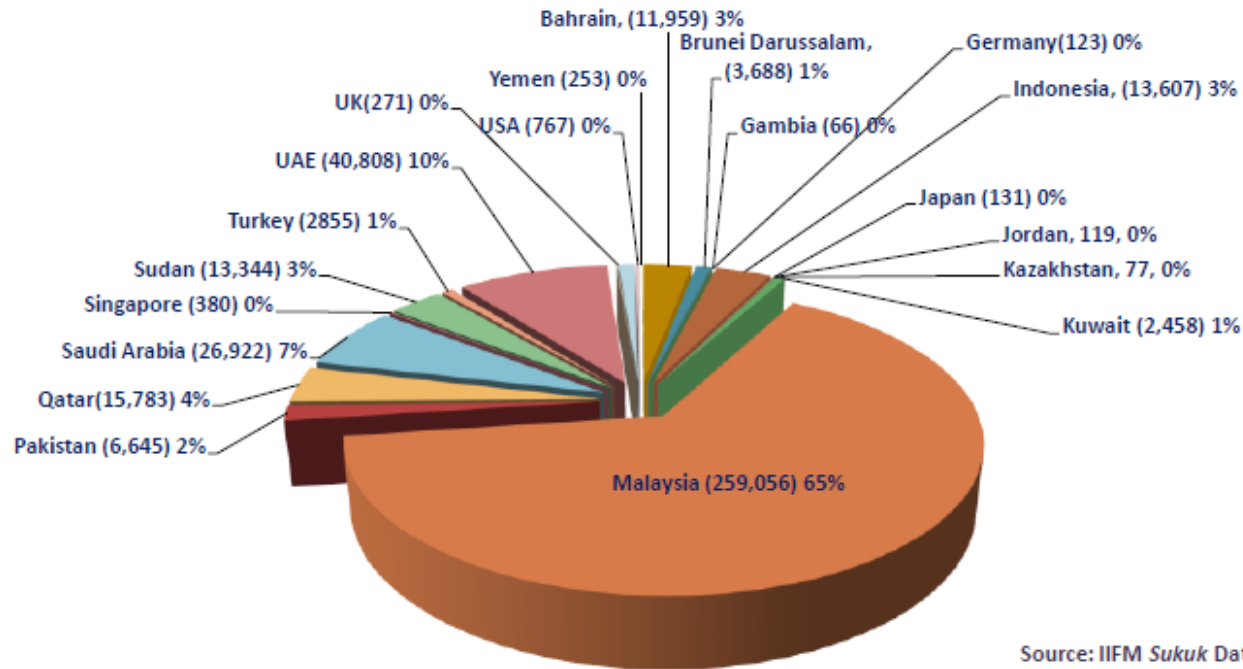
الصكوك حسب مكان الإصدار

Global Sukuk Issuances – By Issuer Country

Jan 2001 – Q3 2012 (All Amounts in USD Millions)



السوق المالية
الإسلامية الدولية
International Islamic
Financial Market



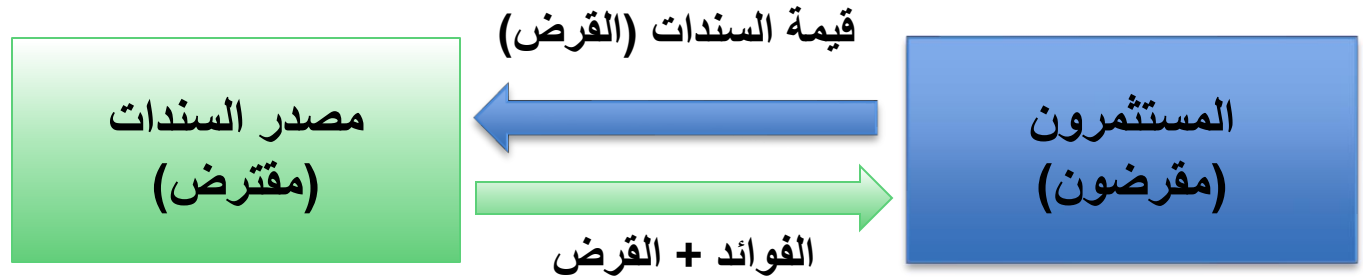
Source: IIFM Sukuk Database



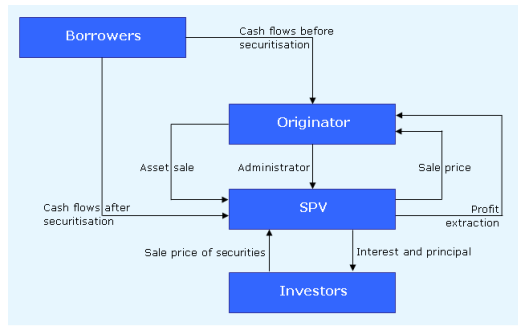
لماذا الصكوك؟

هل الصكوك
أدوات ملكية (مثل
الأسهم) أم
أدوات دين (مثل
السندات)؟

- * السندات أداة مالية مهمة في الأسواق المالية:
- * مصدر لتمويل عجز ميزانيات الحكومات وتوسع الشركات
- * أداة لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي
- * تمويل رأس المال العامل
- * تنويع مخاطر المحافظ الاستثمارية
- * ولكن السندات محرمة شرعاً. (ديون ربوية)



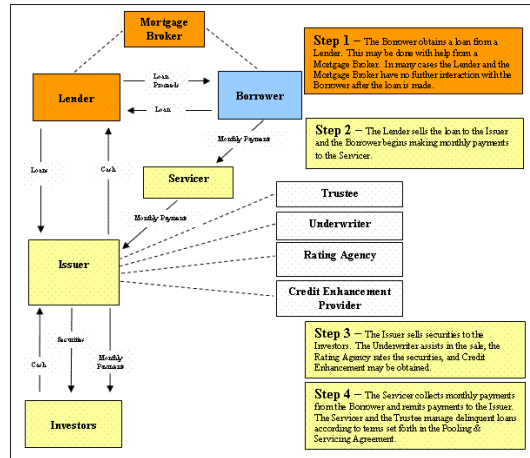
هل يوجد بديل شرعي للسندات؟



* ظهر في عالم التمويل في العقود الأخيرة ما يسمى بالتمويل المهيكل structured finance.

* يتم من خلال التمويل المهيكل توزيع مخاطر التمويل من خلال استحداث شركة أو عدة شركات ترتبط فيما بينها ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات.

* ملاحظة مهمة: عادة ما يشار للصكوك الإسلامية على أنها بديل للسندات، ولكن الصكوك في الواقع أعم من أن تكون بديل للسندات



التصكيك = التوريق = التسنيذ

- * **التصكيك = التوريق = التسنيذ (securitization)** من أبرز أنواع التمويل المهيكل.
- * تتضمن عملية التوريق جميع أصول مالية مدرة لعوائد، وتحويلها إلى أوراق مالية، يتم بيعها على المستثمرين. (الأوراق المالية المدعومة بالأصول ABS)
- * أي أصل مدر لعوائد نقدية مستقبلية يمكن توريقه ، مثل الديون مرجوة التحصيل من الأفراد الذي يشترون منازل أو سيارات بالأجل، أو الذين يستخدمون بطاقات الائتمان ونحوها.
- * **السندات الناتجة عن عملية التوريق** هي أوراق مالية تمثل في الغالب قروض بفائدة مضمونة بالعوائد النقدية للأصول المصككة.



التصكيك = التوريق = التسنيد

- * بدأ التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في السبعينات الميلادية باستخدام الديون العقارية، ثم ديون شراء السيارات (1985م)، ثم ديون بطاقات الائتمان (1986م)، ثم أقساط التأمين (1990م).
- * نمت السوق بشكل كبير منذ ذلك التاريخ، وتقدر الأوراق المالية المورقة في عام 2005م، وفي الولايات المتحدة الأمريكية فقط بنحو (3) تريليون دولار.



هيكل التوريق

* تتطلب عملية التوريق وجود كمية كبيرة من الديون مرجوة التحصيل التي نشأت بسبب شراء المساكن، أو السيارات، أو استخدام بطاقات الائتمان ونحوها.

(قبل التوريق)

يدفع المقترضون فوائد القرض للبنك

المدينون
(مثل المقترضون من البنك
لشراء مساكن)

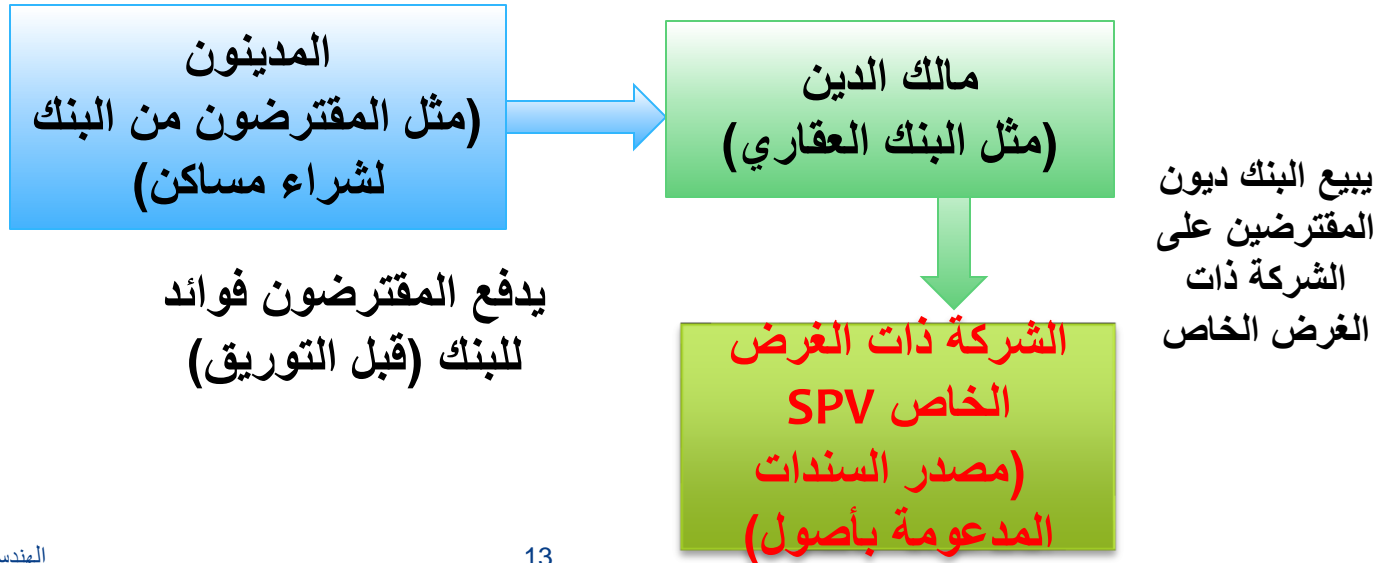


مالك الدين
(مثل البنك العقاري)

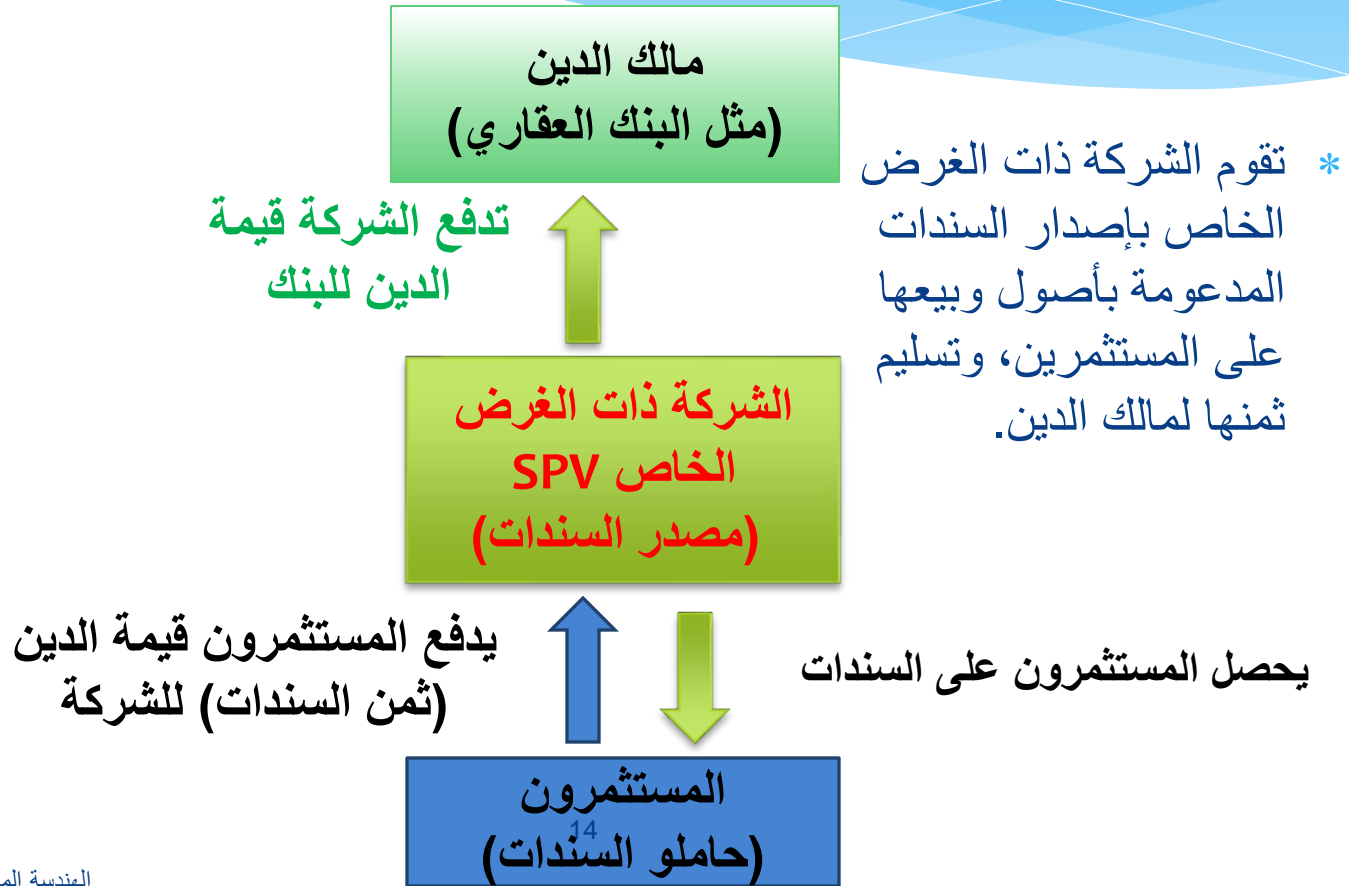


هيكل التوريق

* تتضمن عملية التوريق إنشاء شركة ذات غرض خاص Special Purpose Vehicle (SPV) تقوم بشراء الدين من مالكة.



هيكل التوريق



هيكل التوريق

المدينون
(مثل المقترضون من البنك
لشراء مساكن)

* بعد التوريق، يدفع المقترضون الفوائد
للشركة ذات الغرض الخاص، التي تقوم
بدورها بتحويلها للمستثمرين.

يدفع المقترضون
الفوائد للشركة (بعد
التوريق)

الشركة ذات الغرض
الخاص SPV
(مصدر السندات)

تدفع الشركة الفوائد ثم قيمة
السندات (عند إطفائها)
للمستثمرين

المستثمرون
(حاملو السندات)



ملخص هيكل التوريق

المرتب:
بنك استثماري

المقيم
وكالة تقييم

وكيل السداد
مالك الدين

وصي
مجلس أوصياء

ضامن
مالك الدين

موفر التحوط
بنك

يدفع المقترضون فوائد
للبنك (قبل التوريق)

المدينون
(مثل المقترضون
من البنك لشراء
مساكن)

مالك الدين
(مثل البنك العقاري)

تدفع الشركة قيمة
الدين للبنك

يبيع البنك الدين على
الشركة ذات الغرض
الخاص

يدفع المقترضون
الفوائد للشركة (بعد
التوريق)

الشركة ذات الغرض
الخاص SPV
(مصدر السندات)

يدفع المستثمرون قيمة الدين
(ثمن السندات) للشركة

تدفع الشركة الفوائد ثم
قيمة السندات
للمستثمرين

المستثمرون
(حاملو السندات)



هيكل التوريق (ملاحظات عامة)

- * تختلف تفاصيل هيكل التوريق من عملية لأخرى.
- * لكون هيكل التوريق عملية معقدة يستعين المصدر ببنك استثماري لترتيب العملية (المرتب)
- * يمكن أن تتضمن عملية التوريق استخدام مشتقات مالية لغرض التحوط المالي وتقليل مخاطر الأوراق المالية المصككة.
- * قد تتضمن عملية التوريق ضامن لأصل القرض والفوائد (غالباً مالك الدين الأصلي).
- * كما قد تتضمن اشتراك طرف ثالث بتقديم أصول إضافية للشركة ذات الغرض الخاص.



هيكل التوريق (ملاحظات عامة)

- * تقوم وكالة التقييم بدراسة هيكل التوريق وإصدار تقييمها الذي يُضمّن عادة في نشرة الاكتتاب، لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار استثماري سليم.
- * يقوم المستثمرون بشراء السندات من خلال طرح خاص على المستثمرين المؤسسيين (مثل صناديق الاستثمار) أو طرح عام للجمهور.
- * قد تصدر السندات بعائد ثابت أو متغير مرتبط بمؤشر مثل (ليبور).



هيكل التوريق (ملاحظات عامة)

- * متعهد أو وكيل السداد هو من يحصل فوائد الديون من المقترضين، ويحولها إلى المصدر (وغالباً ما توكل هذه المهمة لمالك الدين لخبرته في هذا المجال).
- * ما يتم تحصيله من المقترضين قد يزيد أو ينقص عن فوائد السندات، وتتضمن اتفاقيات التوريق آلية للتعامل مع هذه الفروقات، بالترتيب مع موفر للسيولة (بنك تجاري).
- * عادة ما تكون الشركة ذات الغرض الخاص تابعة لمالك الدين، ولذا لا بد من وجود وصي يمثل المستثمرين لمراقبة أداء الشركة.

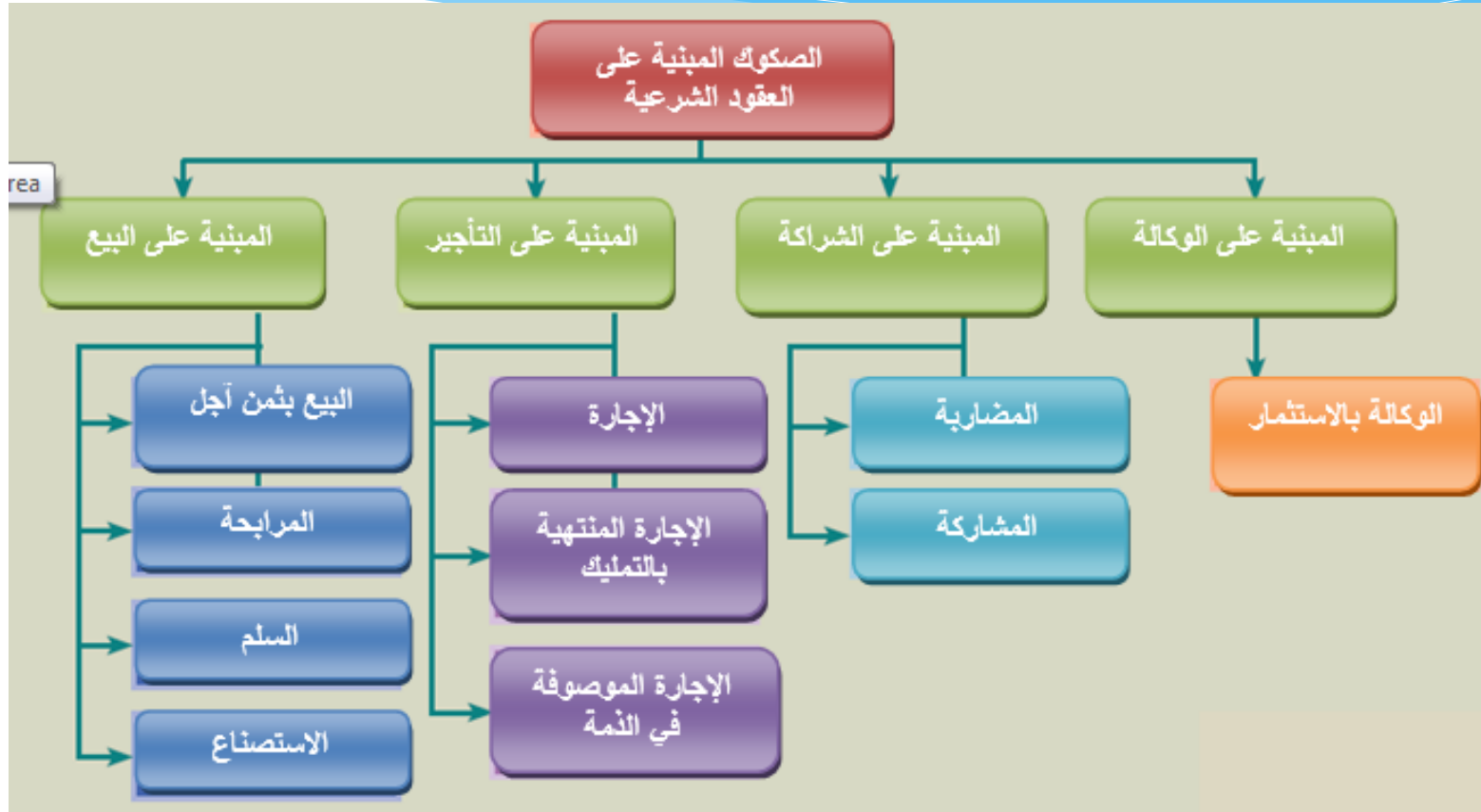


الصكوك الإسلامية

- * استفادت هيكله الصكوك الإسلامية من عملية التوريق في الدول الغربية.
- * تعتمد التصنيفات الأكثر شيوعاً للصكوك على العقود الشرعية. وتشمل هذه التصنيفات البيع بثمن آجل، والمرابحة، والسلم، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والوكالة
- * يعتمد اختيار نوع العقد الشرعي من قبل المصدر على عوامل أخرى إلى جانب متطلبات الشريعة. ومن بين هذه العوامل: الأهداف الاقتصادية للمصدر، وتوافر الأصول، ومستوى الدين لدى الشركة، والتصنيف الائتماني للمصدر، والإطار القانوني للسلطة القضائية والآثار الضريبية للهيكلة



تصنيف الصكوك حسب العقود الشرعية المبنية عليها



المصدر: Securities Commission Malaysia, 2009, p. 48



تصنيفات الصكوك

- * تصنيفات أخرى: بحسب المصدر (سيادية=حكومات، شركات)
- * الفرق بين الصكوك المبنية على الأصول والصكوك المدعومة بالأصول، والتي حظيت باهتمام متزايد في الآونة الأخيرة، خصوصا بعد حالات التعثر في سوق الصكوك
- * يكمن الفرق بين الصكوك المبنية على الأصول والصكوك المدعومة بأصول في دور الأصول في هيكلية الصكوك واسترجاع حاملي الصكوك لحقوقهم



الصكوك المدعومة بالأصول

* الصكوك المدعومة بالأصول Asset Backed Sukuk

* تتميز الصكوك المدعومة بالأصول بما يلي:

* عدم أحقية حاملها الرجوع إلى المنشئ،

* أصول الصكوك هي المصدر الوحيد لمدفوعات الربح ورأس المال.

* يتم تحديد مخاطر الائتمان لهذا النوع من الصكوك من خلال تقدير الجودة

الائتمانية لهذه الأصول فقط، والتي تعتمد على التدفق النقدي للأصل



الصكوك المبنية على الأصول

* الصكوك المبنية على الأصول، Asset Based Sukuk

* تتميز الصكوك المبنية على الأصول، بما يلي:

* يكون الأصل حاضراً لغرض الالتزام بالشريعة، وليس بهدف أن يكون مصدراً لمدفوعات الربح ورأس المال،

* عادة ما يركز تقييم مخاطر ائتمان هذه الصكوك على الجهة التي تلتزم بإطفاء الصكوك، وهي المصدر عادة. وقد تكون هذه الجهة في بعض الحالات المنشئ، أو الضامن، أو المستأجر من خلال اتفاق تعهد بالشراء.

* في هذه الحالة، يكون تحليل الأصل أمراً ثانوياً، حيث يكون العامل المؤثر في الحكم على الجودة الائتمانية للصك وتصنيفه هو الجدارة الائتمانية للمصدر



مثال: صكوك الإجارة

مالك المبنى

- ترغب شركة في شراء مبنى قيمته (500) مليون ريال، وتريد أن تمويل شرائه من خلال إصدار صكوك إسلامية. ولهذا سنسمي هذه الشركة (التممولة)

الشركة
(التممولة)

- بعد البحث وجدت الشركة مبنى مناسب، وتفاوضت مع مالكه على السعر النهائي للشراء



مثال: صكوك الإجارة

مالك المبنى

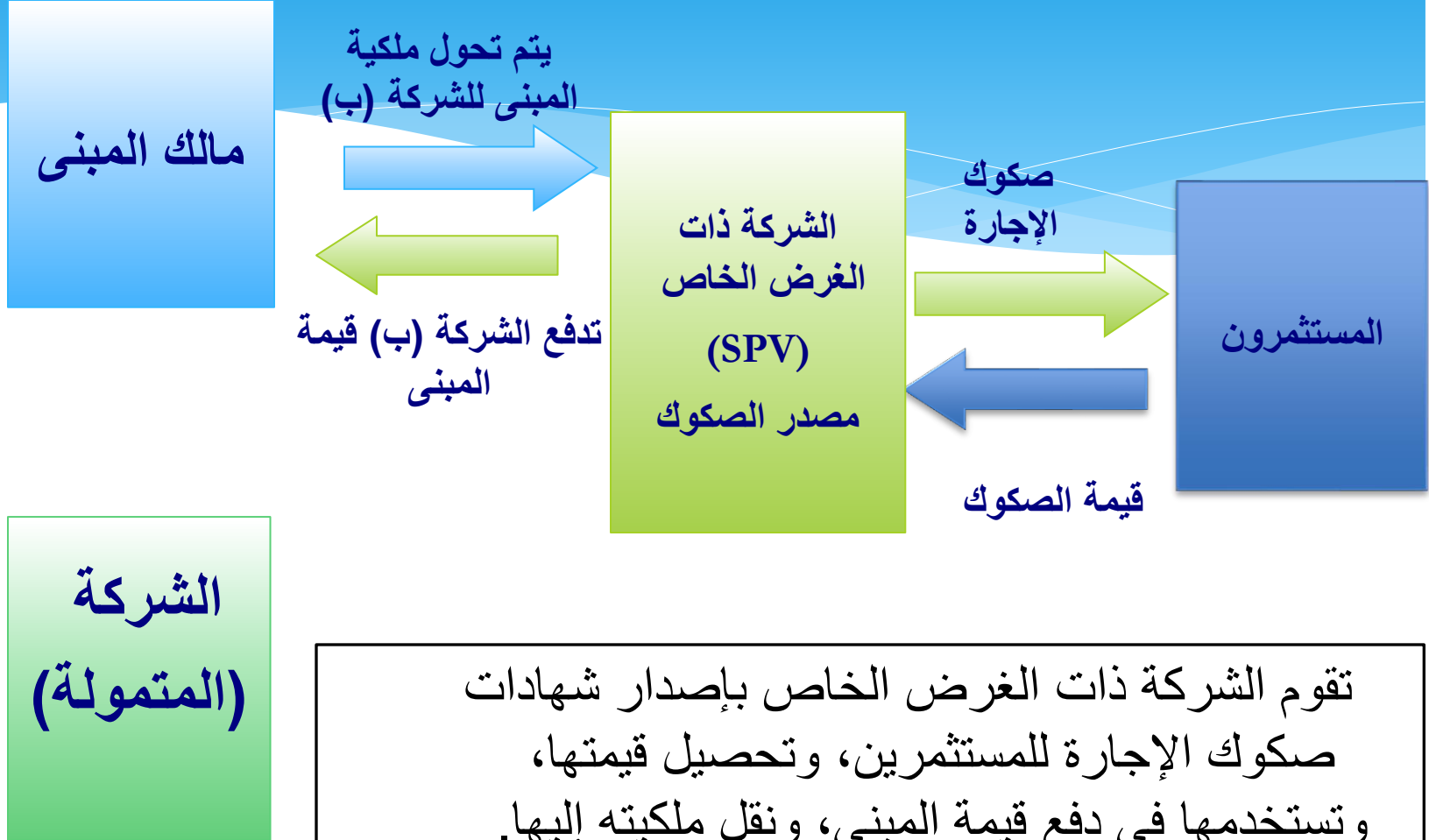
الشركة ذات
الغرض
الخاص
(SPV)
مصدر الصكوك

الشركة
(التممولة)

تقوم الشركة الممولة بإنشاء شركة لغرض
إصدار الصكوك

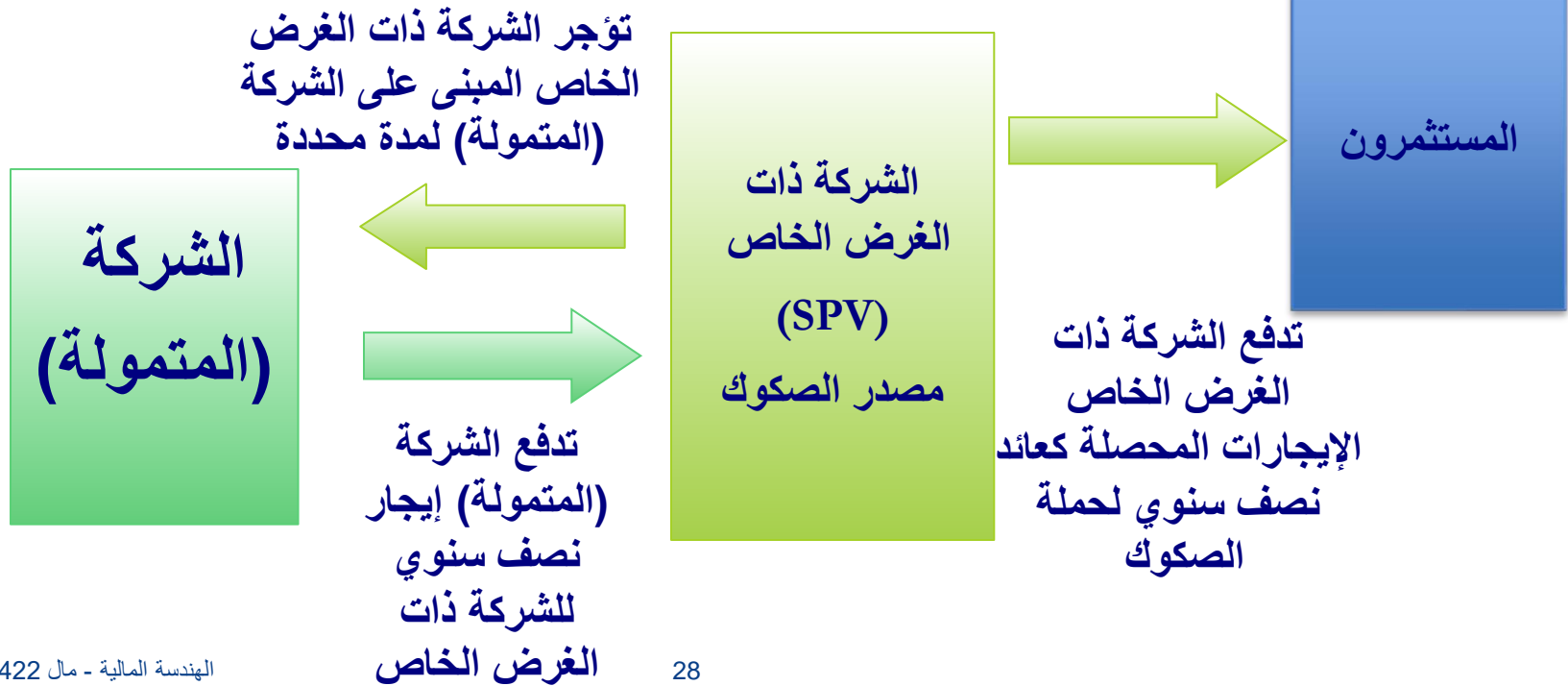


مثال: صكوك الإجارة



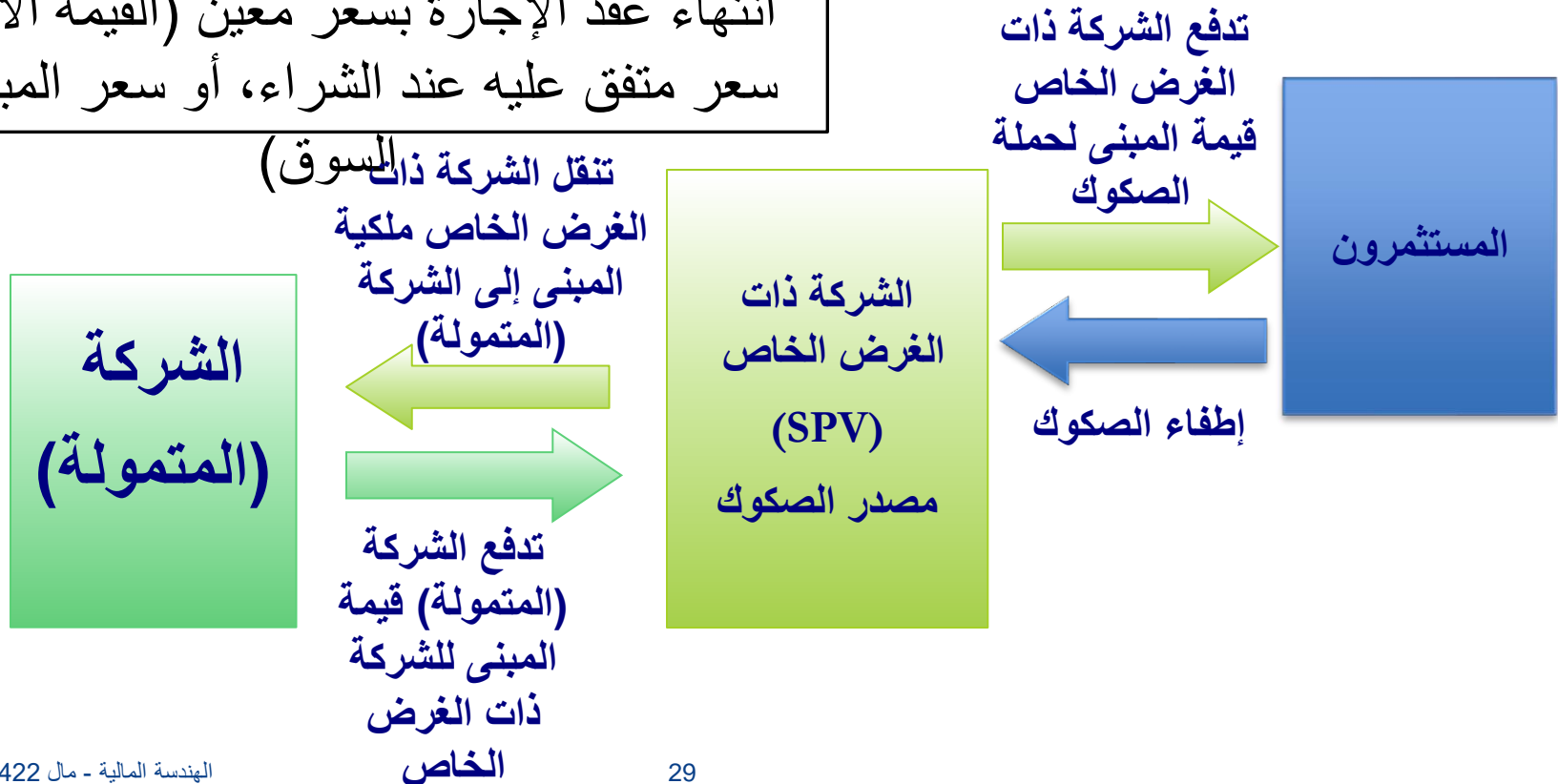
مثال: صكوك الإجارة

تؤجر الشركة ذات الغرض الخاص المبنى على الشركة (التممولة)، وتحصل الإيجار الدوري منها، وتحوله إلى حملة الصكوك



مثال: صكوك الإجارة

تقوم الشركة (التممولة) بتنفيذ الوعد بإعادة شراء بعد المبنى من الشركة ذات الغرض الخاص انتهاء عقد الإجارة بسعر معين (القيمة الاسمية، سعر متفق عليه عند الشراء، أو سعر المبنى في



ملاحظات على صكوك الإجارة

- * العائد على صكوك الإجارة قد يكون ثابتاً أو متغيراً حسب تغير مؤشر معين (عادة لبيور).
- * مالك المبنى قد يكون المتمول نفسه (الشركة المتمولة)، أو جهة مرتبطة بها.
- * صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (المبنى).
- * صكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة نسبياً، لكون عائدها معروف مقدماً (الإيجار).



تميز الصكوك الإسلامية

- * نتيجة للضوابط الشرعية تتميز هيكله الصكوك الإسلامية نظرياً بخصائص مختلفة عن الصكوك التقليدية، أهمها:
- * يملك المستثمرون في الصكوك الإسلامية (القابلة للتداول) أصول حقيقية سواء كانت أعياناً أم منافع أم خدمات. (الصكوك نوع من الأسهم)
- * يتحمل المستثمرون جميع المخاطر المرتبطة بالأصل؛ باعتبارها شركة قائمة على الربح والخسارة.
- * لا يمكن تداول الصكوك التي تستثمر بصيغ مولدة لديون مثل عقود المرابحة والسلم.



مقارنة

تمويل مهيكّل		تمويل مباشر		عنصر المقارنة
الصكوك الإسلامية	الصكوك التقليدية	الأسهم	السندات	
1990	1970	1600	1600	تاريخ التطبيق
ملكية حصة شائعة من أصول	مديونية مضمونة بأصول	ملكية حصة شائعة من أصول	مديونية (قرض)	العلاقة بين المصدر والمستثمر
العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	مصدر العائد
يعتمد على طبيعة الأصول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	القابلية للتداول
يمكن أن تكون خارج الميزانية	يمكن أن تكون خارج الميزانية	تظهر في الميزانية	تظهر في الميزانية	المعاملة المحاسبية
تعتمد على صيغة استثمار الأصول	منخفضة	مرتفعة	منخفضة	درجة المخاطرة
مؤقتة	مؤقتة	غير مؤقتة	مؤقتة	المدة



مخاطر الصكوك الإسلامية

- * تختلف المخاطر باختلاف صيغة استثمار أصول الصكوك.
- * المخاطر التشغيلية ذات العلاقة بتعطل منافع أعيان الصكوك
- * مخاطر تقلب العوائد الموزعة
- * المخاطر المؤسسية والتنظيمية
- * مخاطر عدم الالتزام بالضوابط الشرعية لإصدار الصكوك أو تداولها



مخاطر الصكوك الإسلامية



ملاحظات ختامية

- * لا يزال الدور الريادي في إصدار الصكوك الإسلامية لبنوك أجنبية، مع قلة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية المشاركة فيها، بسبب عدم توافر الموارد البشرية المؤهلة.
- * لا تزال السوق الثانوية للصكوك ضعيفة لقلة عدد الإصدارات التي يتم تداولها فعلاً، حيث يفضل معظم المستثمرين الاحتفاظ بالصكوك لعدم وجود بدائل لها، ولعدم وجود سماسرة وصناع سوق متخصصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة.



ملاحظات ختامية

- * تفتقر الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة مثل أنظمة التداول والتسوية، ومؤسسات تقييم الإصدارات ومراقبة أدائها، ومعايير محاسبة ومراجعة قياسية.
- * هناك حاجة لتوسيع قاعدة المستثمرين من خلال طرح الصكوك في اكتتابات للجمهور.
- * من المهم إيجاد البنية التشريعية المنظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها.
- * مراجعة هيكله الصكوك الإسلامية، وتطويرها بما يجعلها أكثر توافقاً مع الضوابط الشرعية، ومتطلبات توزيع المخاطر.



الأسهم التفضيلية

مقدمة

- * تستخدم الأسهم التفضيلية (= الممتازة) Preferred Shares على نطاق واسع من قبل مديري صناديق رأس المال الجريء (VC)
- * 90% من التمويل يتم هيكلته وفق صيغ متنوعة من الأسهم التفضيلية.



الأسهم التفضيلية التقليدية

❖ للأسهم التفضيلية التقليدية صيغٌ مختلفة، القاسم المشترك بينها هو تفضيل أصحاب هذه الأسهم على نظرائهم من أصحاب الأسهم العادية في عدة أمور، أهمها:

○ **التفضيل في الأرباح:** للأسهم التفضيلية أولوية على الأسهم العادية في استحقاق معدل ثابت من الأرباح الموزعة، محدد كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم.

○ **التفضيل عند التصفية:** للأسهم التفضيلية أولوية على الأسهم العادية في المطالبة بأصول الشركة في حالة تصفيتها. حيث تدفع لهم القيمة الاسمية للأسهم التفضيلية، ويدفع الباقي للمساهمين العاديين.



أنواع الأسهم التفضيلية التقليدية

❖ يوجد أنواع متعددة من الأسهم التفضيلية، تتضمن صيغاً مختلفة من التفضيل في الحصول على الأرباح و/أو التفضيل عند التصفية و/أو غيرهما.

- التفضيل في الأرباح: الأسهم التفضيلية التراكمية مقابل غير التراكمية.
- التفضيل عند التصفية: الأسهم التفضيلية المشاركة مقابل غير المشاركة (الحصول على القيمة الاسمية للأسهم التفضيلية فقط أو أكثر من ذلك).
- تفضيلات أخرى: حق التصويت، الالتزام بالاطفاء، خيار التحويل أو التبديل بأسهم عادية



لماذا الأسهم التفضيلية؟

- * يندر أن تقوم المشروعات الجديدة عالية المخاطر بتوزيع أرباح على المساهمين.
- * حيث تنتهي بيعها او تصفيتها
- * وتعطي الأسهم التفضيلية أولوية في استحقاق قدر محدد من الأرباح إن تحققت، وحماية أفضل في حال الخسارة إن وقعت
- * وبالتالي تقلل من المخاطر التي تواجه المستثمر في هذه المشروعات عالية المخاطرة، مقارنة بالمخاطر التي تواجه المستثمر بصيغة الأسهم العادية
- * ويسهم ذلك في جذب فئات جديدة من المستثمرين للمشاركة في صفقات رأس المال الجريء



حكم الأسهم التفضيلية

* الأسهم التفضيلية ممنوعة فقهاً:

* لأن التفضيل في الربح قد يؤدي إلى قطع المشاركة في الربح التي هي قوام الشركة (التعليل: منع الغرر)

* لأن التفضيل عند التصفية يحول حملة الأسهم التفضيلية من شركاء الى مقرضين، وإذا عُد حملة الأسهم التفضيلية مقرضين فيجب أن لا يتلقوا أرباحاً في المقام الأول، بل يكتفوا باستعادة مبلغ القرض فقط. (التعليل: منع وقوع الربا)



الصيغة المقترحة للأسهم التفضيلية

التفضيل في الأرباح

حصول حملة الأسهم التفضيلية على حصة أرباح أعلى من حملة الأسهم العادية،
الى أن تتجاوز الأرباح نسبة محددة، ثم تتغير حصص الأرباح بعد ذلك
(نسبة أرباح غير مرتبطة بحصة الشريك في رأس المال،
ومتغيرة حسب مستوى الربح)

التفضيل عند التصفية

لابد من اجتنابه تماماً، والتزام ما اجمع عليه الفقهاء من تحميل الخسارة أصحاب المال وفق حصص
مشاركتهم في رأس مال الشركة، بحيث تعامل الأسهم التفضيلية حينئذ مثل الأسهم العادية تماماً؛
دون تفضيل شريك على آخر.



مثال افتراضي

- * الافتراضات:
- * نفترض شركة لديها رأس مال مكون من ألف سهم، لكل سهم قيمة اسمية تساوي ديناراً واحداً، وقد تم تجميع الأسهم من خلال هيكل التمويل الآتي:

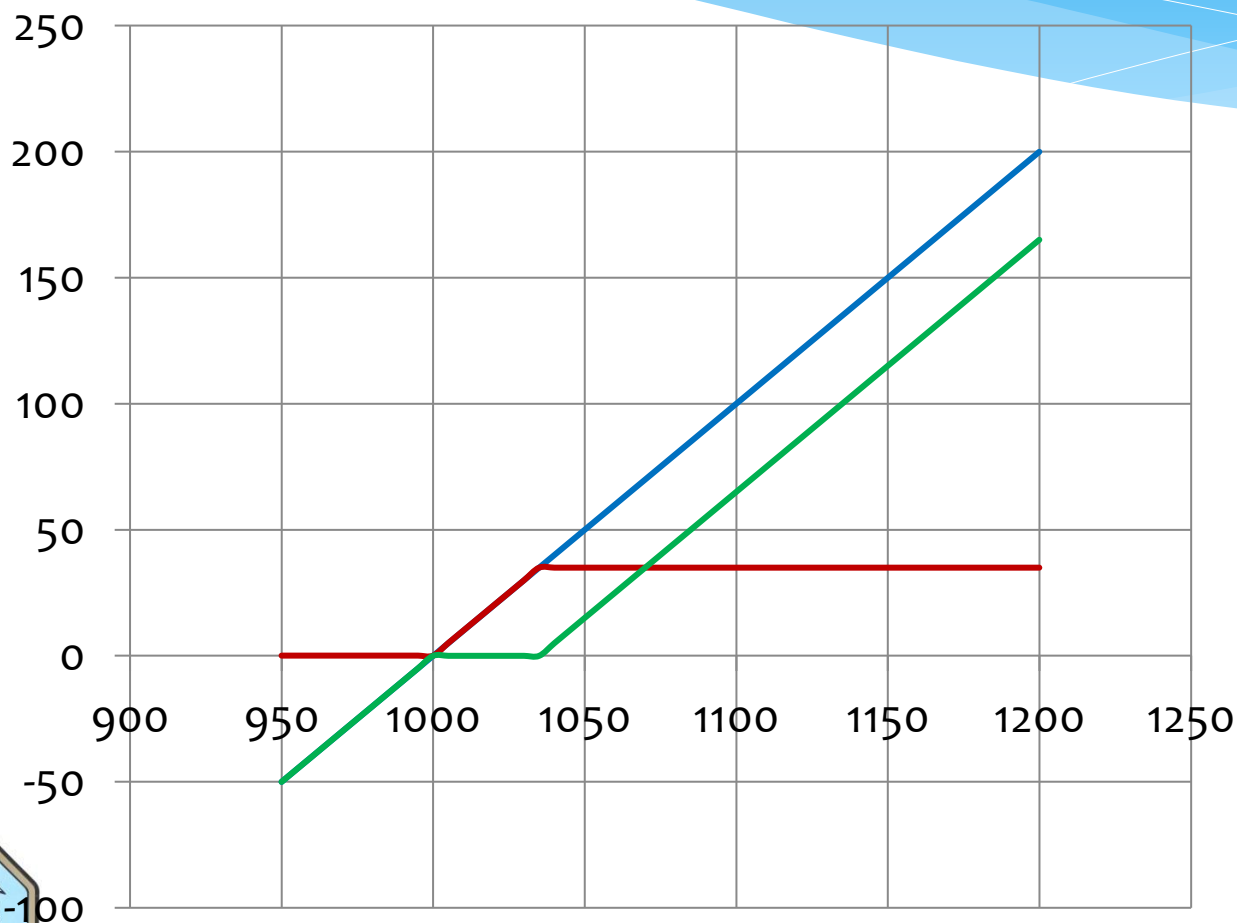
أسهم عادية	500 ديناراً (أو 50%)
أسهم تفضيلية بمعدل عائد 7%	500 ديناراً (أو 50%)
الجملة	1000 دينار

- * يحصل حملة الأسهم التفضيلية على 70% من الأرباح طالما أن 7% المنصوص عليها لم يتم تجاوزها، وهذا المستوى من الأرباح يساوي في هذا المثال 50 ديناراً ((500 × 0.07 ÷ 0.7)).
وأي أرباح تتجاوز 50 ديناراً تؤول للطرفين بنسب 70% لحملة الأسهم العادية و30% للتفضيلية.



مثال افتراضي: الأسهم التفضيلية التقليدية

الأرباح



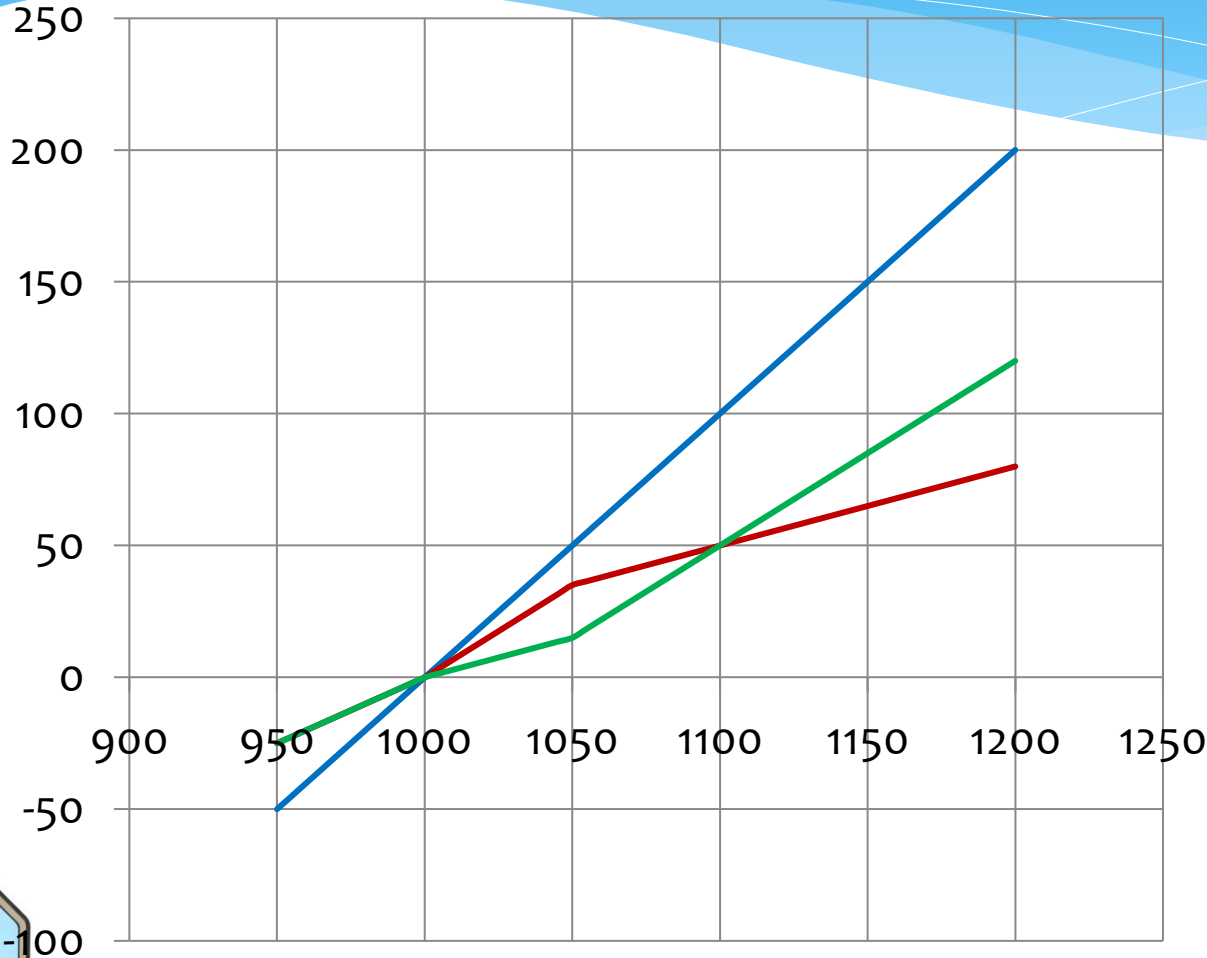
إجمالي الأرباح
الأسهم التفضيلية التقليدية
الاسهم العادية

رأس المال



مثال افتراضي: الأسهم التفضيلية الإسلامية

الأرباح

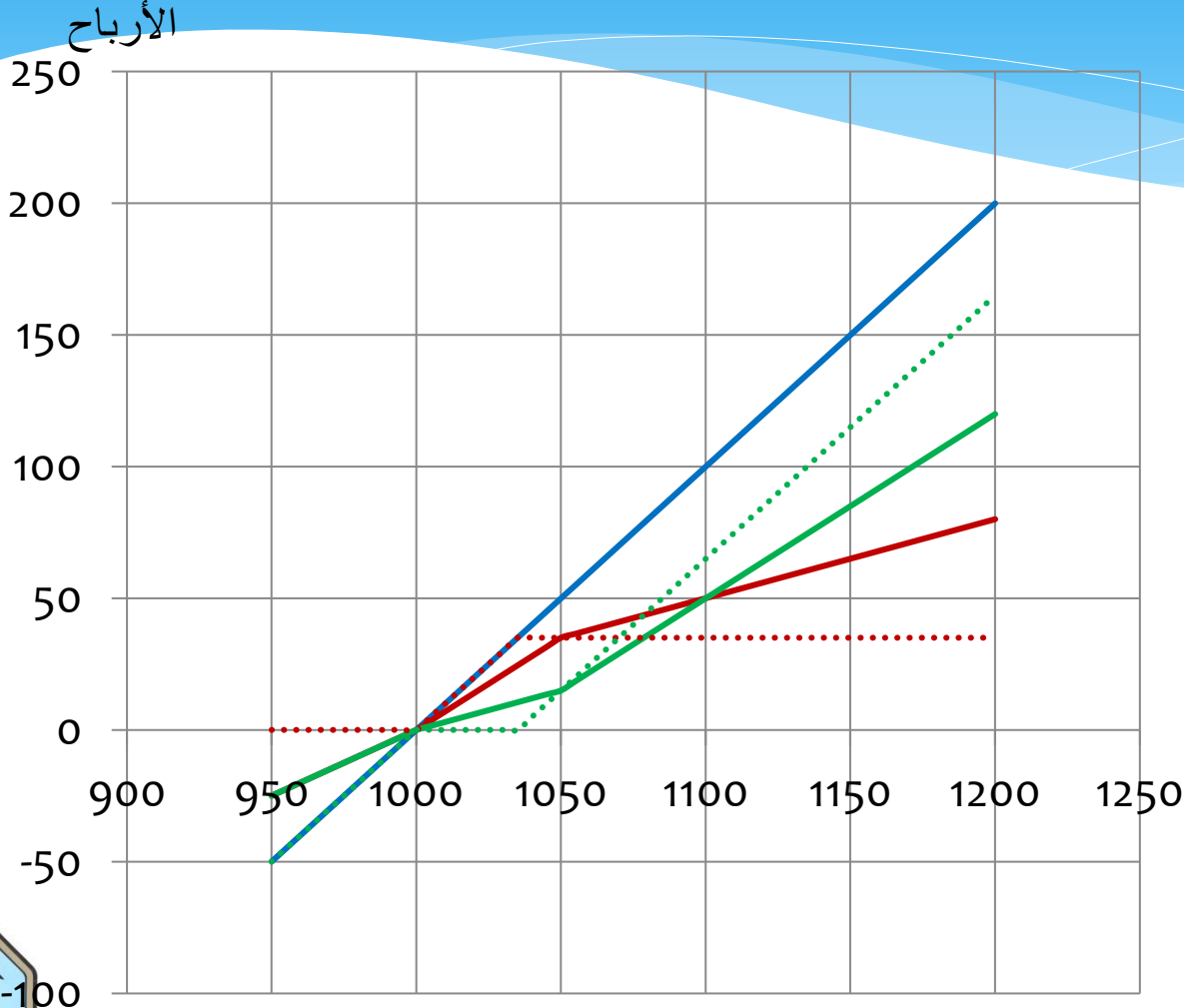


- إجمالي الأرباح
- الأسهم التفضيلية الإسلامية
- الاسهم العادية

رأس المال



مثال افتراضي: مقارنة



- إجمالي الأرباح
- الأسهم التفضيلية الإسلامية
- الاسهم العادية
- الأسهم التفضيلية التقليدية
- الاسهم العادية (التقليدية)



مثال افتراضي: استنتاجات أولية

- * للصيغة المقترحة القدرة على تفريع تدفقات الأرباح إلى تيارين: أحدهما أقل مخاطرة (وبالطبع أقل معدل عائد متوقع) من الآخر.
- * الأسهم التفضيلية التقليدية ذات مخاطر نسبية أقل من الإسلامية، وهو أمر طبيعي بالنظر لعدم مشاركتها في تحمل الخسائر وعدم أحقيتها في الحصول على حصة من الأرباح الإضافية
- * المخاطرة النسبية لحملة الأسهم العادية (مع الأسهم التفضيلية التقليدية) أكبر لتحملهم كامل خسائر الشركة، واستثنائهم بكل الأرباح الإضافية.



مزايا الأسهم التفضيلية

- * تمكن من جذب مستثمرين ذوي تفضيلات مختلفة للمخاطر
- * تسمح، مقارنة بالأسهم العادية، بتخفيض الحاجة للرقابة وتكاليفها من قبل المساهم المفضل؛ كونها تمكنه من نقل جزء من مخاطرة الشركة إلى المساهم العادي
- * توسيع دائرة التمويل بالمشاركة في الأسواق المالية الإسلامية



إدارة مخاطر الأسهم التفضيلية الإسلامية

- * اشتقاق أكثر من تيارين من خلال إيجاد فئة ثالثة لها تفضيل متوسط بين تفضيل فئتين
- * تعديل صيغة التفضيل بحيث يتغير معدل عائد الأسهم التفضيلية أكثر من مرة تبعاً لتغير مستوى الأرباح



ملاحظات ختامية

- * يمكن أن تستخدم الصيغة في أي منتج مالي يتضمن المشاركة لضبط مخاطرها سواء كانت اسهم تفضيلية تصدرها الشركات المساهمة، أو صكوك مشاركة، أو منتجات مصرفية تتضمن مشاركة
- * مسائل تحتاج لبحث في حال تطبيق الصيغة، منها:
 - * آلية ضبط التقلبات السالبة في الأرباح
 - * آلية تسعير الأسهم التفضيلية الإسلامية
 - * قابلية الأسهم التفضيلية للتحويل الى عادية



المصطلحات الأساسية

Term	الترجمة
Equity instruments	أدوات ملكية
Structured finance	تمويل مهيكّل
Securitization	تصكيك = توريق
Sukuk structure	هيكل الصك
Arranger	مرتب
Rating agency	وكالة تصنيف
Agent	وكيل
Trustee	وصي
Grantor	ضامن
Preferred shares	اسهم تفضيلية



المراجع

- * الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة للدكتور محمد علي القري
- * نحو صيغة شرعية لأسهم تفضيلية يمكن استخدامها لتمويل المشروعات عالية المخاطر للدكتور محمد أنس الزرقاء والدكتور محمد السحيباني

