

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية
كلية الأعمال
قسم المالية

مقرر	أدوات التمويل الاسلامي
رمز المقرر	مال 1202
محاضرة	الصكوك الإسلامية
رقم الوحدة	8



الأهداف التعليمية

عند انتهاء هذا الفصل، ينبغي أن يكون الطالب قادرًا على:

- 1- فهم ماهية الصكوك، وأصلها التاريخي وأهم خصائصها.
- 2- معرفة الفروقات بين الصكوك وباقي الأوراق المالية الأخرى.
- 3- فهم كيفية هيكلة السندات الإسلامية، والتمييز بين الأنواع المختلفة



1. تعريف الصكوك

* تعريف الصكوك: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعيار الشرعي رقم (17)، صكوك الاستثمار بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".



2. الصكوك والأسهم

*تشابه الصكوك مع الأسهم: في أن كليهما يمثل حصة شائعة في ملكية أصول مدرّة لعائد، أو المشاركة في رأسمال مشروع مربح. أما الاختلاف بين الصكوك والأسهم: يتمثل في:

الصكوك	الأسهم
ليست دائمة بدوام الشركة المصدرة لها، بل لها أجل يجري تصفيتها فيه بالطرق المذكورة في نشرة الإصدار" إطفاء الصكوك.	تدوم بدوام الشركة
الصكوك تصدر لمشروع معين لا يجوز تغييره، وهي قليلة المخاطر	يمكن لمجلس إدارة الشركة مصدرة الأسهم أن تغير نشاطها، وهي بذلك عالية المخاطر
الصكوك في أغلب هياكلها أداة تمويل خارج الميزانية* من جهة الشركة المصدرة. فحامل الصك ممّول للشركة المصدرة.	الأسهم حصة شائعة في رأس مال الشركة؛
مالك الصك لا يشارك في إدارة المشروع	مالك السهم فيمكن له المشاركة في الإدارة
هيكل إصدار الصكوك يجعل العائد عليها وثمانها في السوق أقل تقلبا، ومن ثم يكون قابلا للتوقع ومظنة الاستقرار.	يصعب توقع أسعارها وتغيراتها

*هو التمويل الذي يبقى النفقات الرأسمالية الكبيرة خارج الميزانية العمومية للحفاظ على نسبة الدين لحقوق الملكية (Debt to Equity) وإبقاء نسب الرفع منخفضة.

أنشطة أو أصول خارج الميزانية هي التزامات أو موارد مالية لا يتم تسجيلها مباشرة في الميزانية، ما يُتيح للشركات بعض المرونة في تحسين صورتها المالية الظاهرة، وغالبا تشمل هذه الأنشطة أدوات مالية أو أصولاً معينة كالقروض، والتأجير التمويلي، أو التزامات أخرى.



3. الصكوك والسندات

تمثل السندات التقليدية ديوناً تستحق لحاملها في ذمة مصدرها (المقترض) بقيمة القرض زائداً الفوائد المترتبة عليه، وتتيح العلاقة الدينية للدائن الأولوية في استيفاء حقه من المشروع في حال التصفية.

*وتتشابه الصكوك مع السندات: في أن كليهما يصدر بقيمة اسمية، أما الفرق بينهما يتمثل في:

الصكوك	السندات
الصك مشاركة في ملكية الموجودات التي تمثلها الصكوك	حامل السند لا يمت بصلة للأصول المالية للشركة (دين)
المشاركة في الربح والخسارة على السواء.	لا يتحمل حامل السند أية مضار أو خسارة تلحق بالشركة
يمثل سهماً مالياً في الأصول والمنافع والحقوق	حق السند يمثل حصة في التمويل المالي التقليدي
الصك يعتبر دليلاً على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء	السند لا يعني نقل الملكية بالحصة بل بالمبلغ النقدي
مدة الصكوك هي مدة استمرارية المشروع المعني أو النشاط، وترتبط به وتنتهي بانتهائه	لا ترتبط المدة بالمشروع.
الصكوك قيمتها الاسمية ليست مضمونة على المصدر، ومن ثم لا تكون ديناً في ذمة المصدر	السندات تعد ديناً في ذمة المصدر



4. أنواع الصكوك حسب استنادها على الأصول:

الصكوك القائمة على الأصول Assets-based Sukuk والصكوك المدعومة بالأصول - Assets backed Sukuk

الصكوك القائمة على الأصول

لا يتم تسجيل ملكية أصول الصكوك قانوناً باسم حملة الصكوك وتبقى مسجلة باسم الجهة المصدرة

يكون لحملة الصكوك ملكية شرعية ولا تكون لهم ملكية قانونية كاملة، وتنحصر فقط فيما يسمى بالملكية النفعية Beneficial Ownership

ليس لحملة الصكوك الحق في التصرف بالأصول إلا ببيعها إلى الجهة المصدرة

يكون التركيز على الكفاءة الائتمانية للجهة المصدرة

الصكوك المدعومة بالأصول

تكون أصول الصكوك مسجلة قانوناً باسم حملة الصكوك

يكون لحملة الصكوك بجانب الملكية الشرعية ملكية قانونية كاملة Title – Legal Ownership

لحملة الصكوك الحق في التصرف بالأصول بأي تصرف والتنفيذ المباشر عليها باعتبارهم مالكيين لها في مواجهة القانون

يكون التركيز على كفاءة الأصول



تتضمن **الصكوك المدعومة بالأصول Asset-backed** بيعًا حقيقيًا للأصول إلى شركة ذات غرض خاص (SPV)، والتي تصدر بعد ذلك الصكوك للمستثمرين. يضمن هذا الترتيب أن المستثمرين يمتلكون الملكية القانونية للأصول، وبالتالي يتقاسمون بشكل مباشر المخاطر والمكافآت المرتبطة بأداء الأصل.

تحظى مثل هذه الهياكل باحترام كبير في الامتثال للشريعة الإسلامية بسبب طبيعتها المشابهة للأسهم، والتي تنطوي على أصول فعلية بدلاً من مجرد إنشاء الديون، بما يتماشى بشكل وثيق مع المبادئ الإسلامية لتقاسم المخاطر والأرباح.



تتضمن **الصكوك المدعومة بالأصول** منح حامل الصكوك حصة من أصل ملموس أو مشروع تجاري إلى جانب حصة مقابلة من إجمالي المخاطر (أي حصة متناسبة مع هذه الملكية). في هذا الهيكل، توجد معاملة **بيع حقيقية**، حيث يبيع المنشئ الأصول الأساسية لشركة ذات غرض خاص (SPV) تحتفظ بهذه الأصول وتصدر الصكوك المدعومة بها.

يجب على حاملي الصكوك تحمل أي خسائر في حالة انخفاض قيمة أصول الصكوك. نظرًا لأن مخاطر الربح والخسارة الناشئة عن الأصل الأساسي يتم تقاسمها مع المستثمر، فإن الصكوك المدعومة بالأصول توفر عوائد متغيرة ولا تحمل مخاطر التخلف عن السداد.



وعلى النقيض من ذلك، تمنح **الصكوك القائمة على الأصول Asset-based** الملكية الانتفاعية للمستثمرين دون نقل السيطرة الفعلية على الأصل الأساسي. وهنا، ينصب التركيز على **الجدارة الائتمانية للمصدر** بدلاً من أداء الأصل نفسه، مما يجعله أشبه إلى حد ما بأدوات الدين التقليدية. ويثير هذا الاعتماد مخاوف بشأن الامتثال للشريعة، حيث قد يتعارض التشابه الوثق مع الديون التقليدية مع مبادئ المشاركة المباشرة في الأصول وتقاسم المخاطر التي يفرضها القانون الإسلامي.

تتضمن **الصكوك القائمة على الأصول** قيام المصدر بشراء الأصول الأساسية ثم استثمارها أو تداولها أو تأجيرها نيابة عن المستثمرين، باستخدام الأموال التي تم جمعها من خلال الشهادات الصادرة (الصكوك). بعبارة أخرى، يتم إصدار الصكوك القائمة على الأصول دون البيع الفعلي للأصل الأساسي. يتضمن هذا الهيكل عادة **وعدًا ملزمًا** من المنشئ - لإعادة شراء الأصول الأساسية عند الاستحقاق. والأهم من ذلك، في هذا الهيكل، لا يمكن لحاملي الصكوك إلا أن يطلبوا من المنشئ شراء الأصول الأساسية.



5. أنواع الصكوك حسب العقود القائمة:

1. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

1. صكوك ملكية المنافع، وهي أنواع:

أ- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة

وثائق ذات قيمة متساوية عند إصدارها، ويمكن تداولها بالطرق التجارية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو ملكية منافع أو خدمات من عين معنية أو موصوفة في الذمة.

ب- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها. وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.



3. **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها؛ لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك

4. **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكة مملوكاً لحملة الصكوك.

5. **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

6. **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم.



وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار.

- **صكوك الشركة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- **صكوك المضاربة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- **صكوك الوكالة بالاستثمار:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.



6. خصائص صكوك الاستثمار

- وثيقة تصدر باسم مالكيها أو لحاملها، بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق والتزامات مالية.
- تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار؛ أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها.
- مالكيها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.



7. الأحكام والضوابط الشرعية

أولاً: إصدار الصكوك الاستثمارية

- يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.
- يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها. أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها) لغرض تداولها.



7. الأحكام والضوابط الشرعية

أولاً: إصدار الصكوك الاستثمارية

- تترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.
- طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها.
- تنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها، أي مصدر الصك والمكتتب فيه
- تمثل نشرة إصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الصك الايجاب. أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ ايجابا ويكون الاكتتاب قبولا.



7. الأحكام والضوابط الشرعية

أولاً: إصدار الصكوك الاستثمارية

- لا تشتمل نشرة الإصدار على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه **قيمة الصك الاسمية** في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرأ معيناً من الربح. كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكه بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره.
- تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية وبيان ذلك على النحو الآتي:



1. **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** المصدر لتلك الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوع بغنمها وغرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم.

2. **صكوك ملكية المنافع:**

(أ) **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة:** المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.

(ب) **صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:** المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموصوفة في الذمة، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.



3. **صكوك السلم:** المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكاتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم). ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد.

4. **صكوك الاستصناع:** المصدر لتلك الصكوك هو الصانع (البائع) والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد.

5. **صكوك المرابحة:** المصدر لتلك الصكوك هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكاتبون فيها هم المشترون لبضاعة المرابحة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة، ويستحقون ثمن بيعها.

6. **صكوك المشاركة:** المصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكاتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمتها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.



7. **صكوك المضاربة:** المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

8. **صكوك الوكالة بالاستثمار:** المصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.



ثانياً: تداول الصكوك واستردادها

1. 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، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تمّ بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
2. في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار، بسعر السوق، ولكن لا **يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك**.
3. يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.



ثانياً: تداول الصكوك واستردادها

4. يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

5. لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون. فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.



ثانياً: تداول الصكوك واستردادها

6. يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع.

7. لا يجوز تداول صكوك السلم.

8. يجوز تداول صكوك المرابحة عند تملك السلعة وقبل بيعها، و يحرم تداولها بعد أن يتم بيع الأصل، حيث يكون الثمن ديناً في ذمة المشتري. أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول. والفترة بين تملك السلعة وبيعها مرابحة في الغالب فترة قصيرة جداً، لذلك فإن صكوك **المرابحة تعتبر غير قابلة للتداول.**

9. يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.



الصكوك الهجينة

تعتمد الصكوك الهجينة أو الصكوك ذات الأصول المختلطة عادة على مجموعة من الأصول التي يمكن أن يكون لها عقود أساسية متنوعة، مثل المضاربة والمراوحة والإجارة وما إلى ذلك. ويسهل تجميع الأصول هذا تعبئة أموال أكبر ويسمح بالتنوع للتخفيف من مخاطر فئات الأصول. كما يوفر هذا النوع من هيكل الصكوك مرونة أكبر من حيث الآجال ونسب تقاسم الأرباح، مما يجعله أكثر جاذبية لمجموعة أوسع من المستثمرين.

على سبيل المثال، يُنظر إلى تداول صكوك الاستصناع والمراوحة في السوق الثانوية على أنه مخالف للشريعة الإسلامية. ومع ذلك، إذا كان المجمع Pool يتضمن ما لا يقل عن 51% من الصكوك القابلة للتداول، فإن هيكل الصكوك الهجين يسمح للصكوك بأن تصبح قابلة للتداول.



8. مراحل عملية التصكيك (إصدار الصكوك)

1-مرحلة جمع الأصول: يقوم مالك الأصول بتجميع ما عنده من أصول بقصد تسيلها بعد تحويلها إلى صكوك استثمار.

2- مرحلة نقل الأصول من المنشئ (Originator) إلى المنشأة ذات الغرض الخاص (SPV).

3 - مرحلة تصكيك الأصول: وفي هذه المرحلة تقوم المنشأة ذات الغرض الخاص (SPV).
بالإجراءات التالية:

- إعادة تحويل الأصول وتقسيمها إلى وحدات لكي توافق حاجات المستثمرين.

- تحويل الأصول إلى صكوك متساوية القيمة ذات عائد دوري ثابت قابلة للتداول.

- بيع الصكوك للمستثمرين.

4- مرحلة إطفاء الصكوك: هي عملية سداد أو تسوية الصكوك المالية عند نهاية مدتها، ويتم ذلك عن طريق:

• السداد عند الاستحقاق: عندما تنتهي مدة الصكوك، تقوم الجهة المصدرة بدفع قيمتها الاسمية لحاملي الصكوك، بالإضافة إلى أي عوائد مستحقة.

• الشراء المبكر (إطفاء جزئي أو كلي قبل الاستحقاق): يمكن للجهة المصدرة إعادة شراء الصكوك من السوق قبل تاريخ الاستحقاق، سواء بسبب توفر سيولة زائدة أو لتخفيض التكاليف المالية.

• التخارج التدريجي: في بعض الحالات، يتم إطفاء الصكوك بشكل تدريجي عبر فترات زمنية محددة، حيث يتم سداد جزء من قيمتها بشكل دوري.



مثال عن صكوك الإجارة:

السيناريو: شركة تريد تمويل بناء مستشفى بقيمة 100 مليون دولار عبر صكوك إجارة لمدة 5 سنوات.
الخطوات:

1. تقييم الأصل:

○ تكلفة بناء المستشفى = 100 مليون دولار.

2. إنشاء الكيان الخاص: (SPV)

○ يُنشأ الكيان الخاص لشراء المستشفى وإصدار الصكوك.

3. إصدار الصكوك:

○ يتم إصدار 1 مليون صك بقيمة اسمية 100 دولار لكل صك.

○ إجمالي رأس المال المجمع = $100 \times 1,000,000 = 100$ مليون دولار.

4. تحديد الإيجار:

○ تتفق الشركة مع الكيان الخاص على تأجير المستشفى مقابل 8 ملايين دولار سنويًا (بناءً على القيمة السوقية للإيجار، وهي هنا 8% من قيمة الأصل تقريبًا).

5. توزيع العائد:

○ العائد السنوي لكل صك = 8 ملايين دولار ÷ 1 مليون صك = 8 دولارات لكل صك.

○ نسبة العائد = 8 دولارات ÷ 100 دولار (القيمة الاسمية) = 8% سنويًا.



6. مدة الصكوك:

- على مدى 5 سنوات، يحصل المستثمر على 8 دولارات سنويًا لكل صك، أي 40 دولارًا إجمالاً كعائد.
- في نهاية المدة، يُباع المستشفى أو تُعيد الشركة شراءه بـ 100 مليون دولار، ويسترد كل مستثمر 100 دولار (القيمة الاسمية).

النتيجة:

- المستثمر يدفع 100 دولار لشراء الصك.
- يحصل على 8 دولارات سنويًا (عائد 8%) لمدة 5 سنوات.
- في النهاية، يسترد 100 دولار عند انتهاء الصكوك.
- إجمالي ما يحصل عليه المستثمر = 100 (رأس المال) + 40 (العائد) = 140 دولارًا.

ملاحظات إضافية:

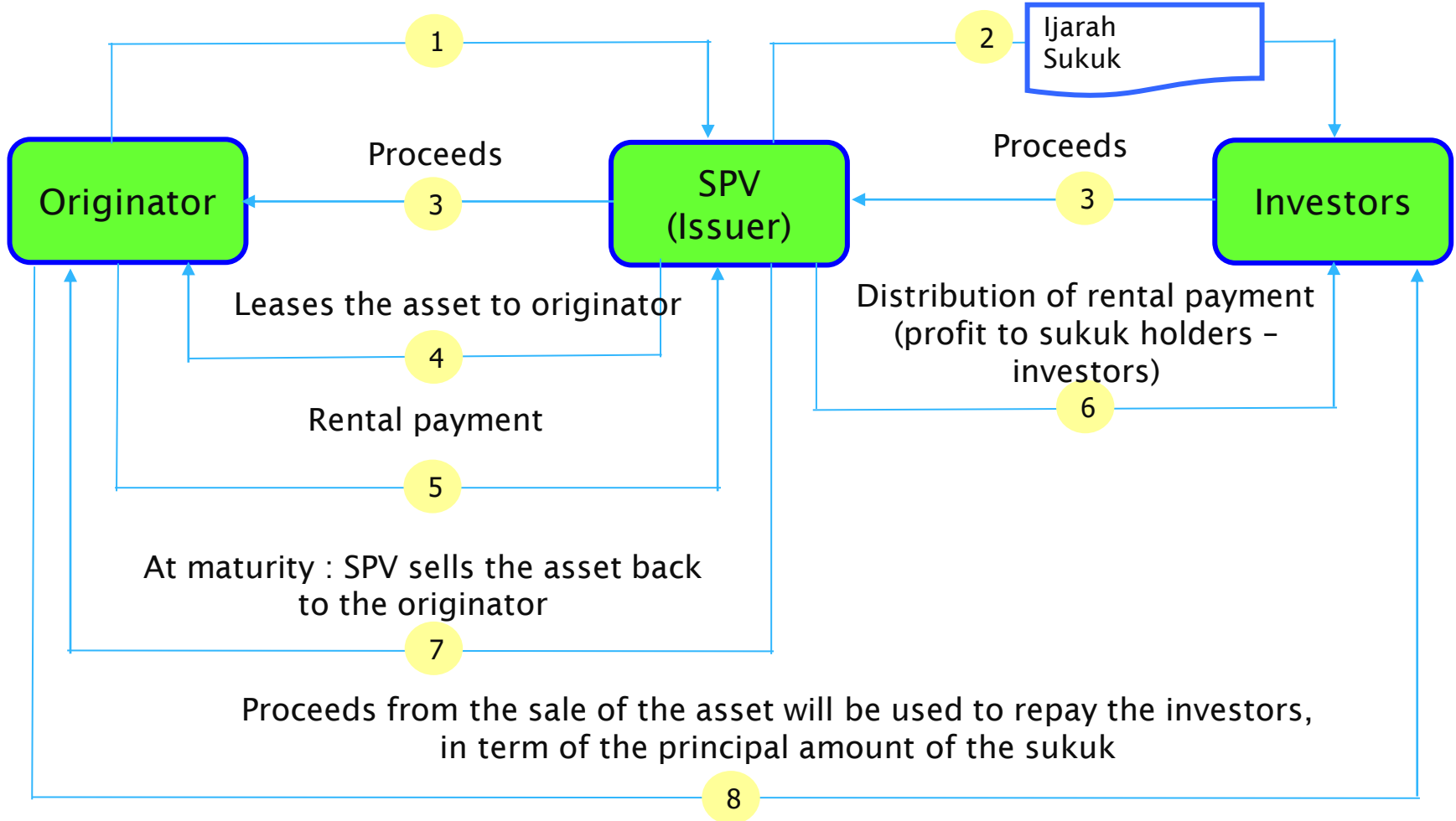
- **تكاليف التشغيل:** إذا كانت هناك تكاليف صيانة أو إدارة (مثل 1 مليون دولار سنويًا)، ينخفض العائد الصافي للمستثمرين إلى 7 ملايين دولار (7 دولارات لكل صك، أي 7%).
- **المخاطر:** العائد قد يتغير إذا فشل المستأجر في دفع الإيجار، لكن الأصل يظل ضمانًا لحماية المستثمرين.
- **السوق:** التسعير قد يتأثر أيضًا بطلب السوق على الصكوك ومستوى المخاطر المتصورة.



Sukuk Ijarah

Sells assets to SPV at purchase price on cash basis

SPV issues sukuk to investors that represent beneficial ownership of the assets



مثال لصكوك المشاركة:

شركة زراعية ترغب في تمويل مشروع مزرعة بتكلفة 15 مليون ريال باستخدام صكوك المشاركة. مدة المشروع 4 سنوات.

الخطوة 1: هيكل الصكوك

- إجمالي رأس المال المطلوب 15 مليون ريال.
- مساهمة الشركة 5 ملايين ريال (33.33% من رأس المال).
- مساهمة حاملي الصكوك 10 ملايين ريال (66.67% من رأس المال).
- عدد الصكوك المصدرة 10,000 صك.
- القيمة الاسمية للصك الواحد $10,000,000 \div 10,000 = 1,000 \text{ SAR}$
- نسبة توزيع الأرباح 60% لحاملي الصكوك، و40% للشركة.

الخطوة 2: جمع التمويل

- المستثمرون يشترون الصكوك بـ 1,000 ريال لكل صك، ويجمعون 10 ملايين ريال. والشركة تضيف 5 ملايين ريال. فيصبح إجمالي رأس المال: 15 مليون ريال.

الخطوة 3: تشغيل المشروع والنتائج المالية

السناريو الأول: تحقيق ربح

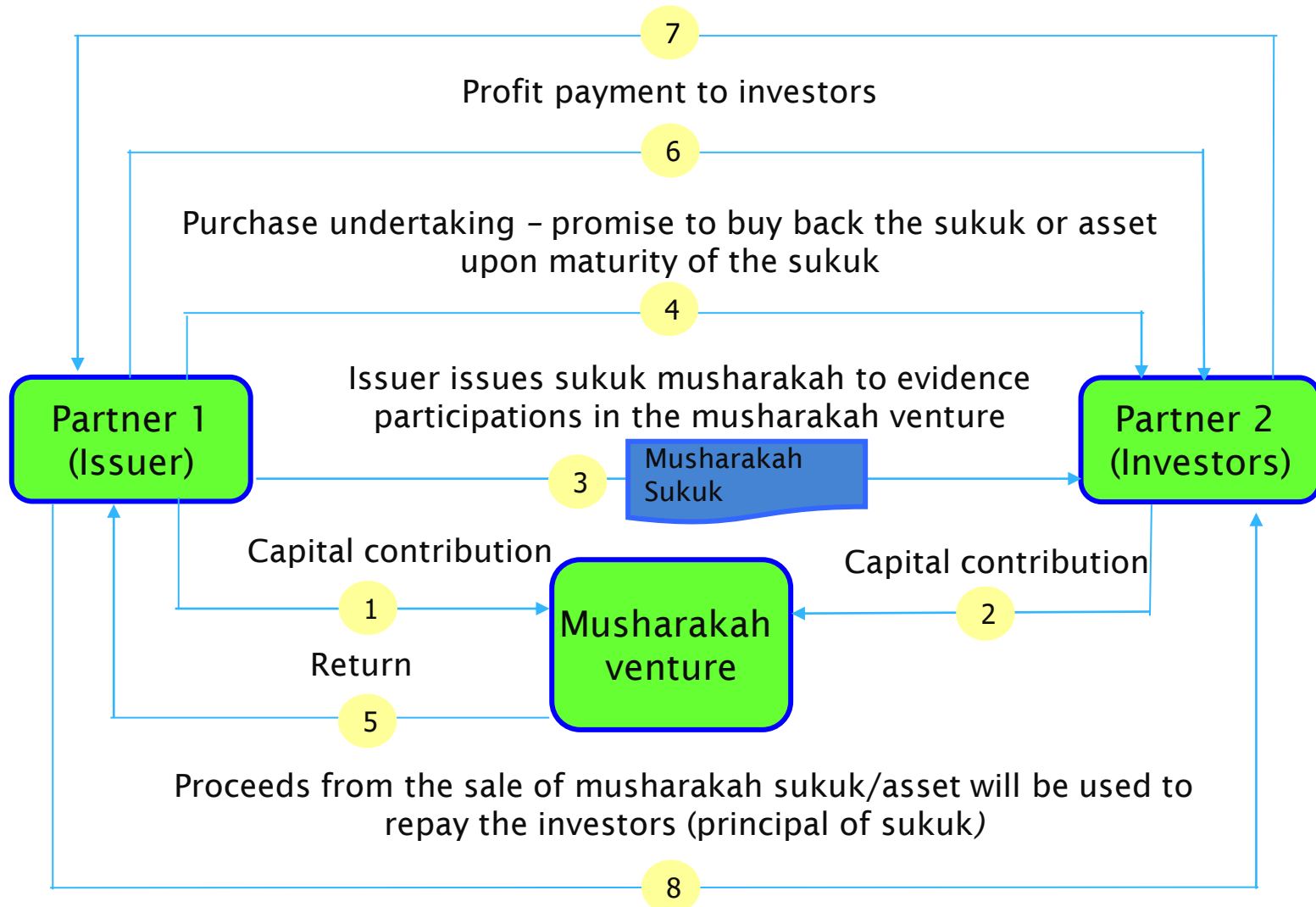
- إجمالي الإيرادات 24 : مليون ريال. والتكاليف التشغيلية 6 : ملايين ريال.
- صافي الربح : SAR. $24,000,000 - 6,000,000 - 15,000,000 = 3,000,000$
- توزيع الأرباح :
 - حاملو الصكوك (60%) : $1,800,000 = 0.6 \times 3,000,000$ ريال.
 - الشركة (40%) : $1,200,000 = 0.4 \times 3,000,000$ ريال.
- عائد حامل الصك الواحد : SAR. $1,800,000 \div 10,000 = 180$
- إجمالي المبلغ لكل صك : SAR. $1,000 + 180 = 1,180$
- نسبة العائد السنوي المتوسط : $(180 \div 1,000) \div 4 \times 100 = 4.5\%$.

السنداريو الثاني: تحقيق خسارة

- إجمالي الإيرادات 12 مليون ريال. والتكاليف التشغيلية 6 ملايين ريال.
- صافي الخسارة: $12,000,000 - 6,000,000 - 15,000,000 = -9,000,000$
- توزيع الخسارة :
 - حاملو الصكوك (66.67%): $0.6667 \times 9,000,000 = 6,000,300$ ريال .
 - الشركة (33.33%): $0.3333 \times 9,000,000 = 2,999,700$ ريال .
- القيمة المتبقية بعد الخسارة 12,000,000 (الإيرادات) - 6,000,000 (التكاليف) = 6,000,000 ريال.
- توزيع القيمة المتبقية بنسبة رأس المال :
 - حاملو الصكوك (66.67%): $0.6667 \times 6,000,000 = 4,000,200$ ريال .
 - الشركة (33.33%): $0.3333 \times 6,000,000 = 1,999,800$ ريال .
- خسارة حامل الصك الواحد $600 = 1,000 - 400 = 1,000 - (4,000,000 \div 10,000)$:ريال. 1,000
- إجمالي المبلغ لكل صك 400 ريال فقط

Sukuk Musharakah

Upon maturity : issuer repurchase musharakah sukuk/musharakah asset
(exercise purchase undertaking)



مثال عن صكوك المضاربة

افتراض أن شركة تجارية ترغب في تمويل مشروع لتطوير مستودع لوجستي بتكلفة إجمالية 20 مليون. تقرر الشركة إصدار صكوك مضاربة لجمع رأس المال بدلاً من القروض التقليدية.

الخطوة 1: هيكل الصكوك

إجمالي رأس المال المطلوب: 20 مليون ريال..... عدد الصكوك المصدرة: 20,000 صك.
القيمة الاسمية للصك الواحد: $20,000,000 \div 20,000 = 1,000$ ريال.
مدة المشروع: 3 سنوات.

نسبة توزيع الأرباح: 70% لحاملي الصكوك (رب المال)، و30% للشركة (المضارب).

الخطوة 2: جمع التمويل

المستثمرون يشترون الصكوك بقيمة 1,000 ريال لكل صك، ويتم جمع 20 مليون ريال بالكامل. الشركة تستخدم هذا المبلغ لبناء وتطوير المستودع اللوجستي.

الخطوة 3: تشغيل المشروع والنتائج المالية

بعد 3 سنوات، يتم الانتهاء من المشروع وتشغيل المستودع. لنفترض ثلاث سيناريوهات محتملة للنتائج:

السيناريو الأول: تحقيق ربح: إجمالي الإيرادات من التأجير: 30 مليون (على مدى 3

سنوات)...التكاليف التشغيلية: 5 ملايين.

صافي الربح: $30,000,000 - 5,000,000 - 20,000,000$ (رأس المال) = $5,000,000$ ريال.

توزيع الأرباح: حاملو الصكوك (70%): $0.7 \times 5,000,000 = 3,500,000$ الشركة

(30%): $0.3 \times 5,000,000 = 1,500,000$ ريال.

عائد حامل الصك الواحد: $20,000 \div 3,500,000 = 175$ ريالاً لكل صك.

إجمالي المبلغ لكل صك عند الاسترداد: $1,000$ (رأس المال) + 175 (الربح) = $1,175$ ريالاً.

نسبة العائد السنوي المتوسط: $100 \times 3 \div (1,000 \div 175) = 5.83\%$ حوالياً سنوياً.

السيناريو الثاني: تساوي الإيرادات مع التكاليف: إجمالي الإيرادات: 25 مليون. والتكاليف

التشغيلية: 5 ملايين ريال. صافي الربح: $25,000,000 - 5,000,000 - 20,000,000 = 0$

ريال..توزيع الأرباح: لا يوجدإجمالي المبلغ لكل صك عند الاسترداد: 1,000 ريال (رأس المال فقط).....نسبة العائد: 0%.

السيناريو الثالث: تحقيق خسارة: إجمالي الإيرادات: 18 مليون. التكاليف التشغيلية: 5

ملايين.

صافي الخسارة: $18,000,000 - 5,000,000 - 20,000,000 = -7,000,000$ ريال.

حاملو الصكوك يتحملون الخسارة (لأنهم رب المال)، ولا تتحمل الشركة شيئاً ما لم يثبت إهمالها.

إجمالي المبلغ لكل صك عند الاسترداد: $650 = 20,000 \div (5,000,000 - 18,000,000)$

ريالاً فقط.

نسبة الخسارة لكل صك: $35\% = 100 \times 1,000 \div (650 - 1,000)$

Sukuk Mudharabah

Upon maturity : issuer repurchase mudharabah sukuk/mudharabah asset
(exercise purchase undertaking)

