

## المبحث الأول

### الصكوك: المفهوم والمشروعية والأنواع والخصائص الاقتصادية

\* يستهدف هذا المبحث، الإجابة على تساؤل رئيسي وهو: ماهية الجانب النظري للصكوك الإسلامية ومشروعيتها.

وفي ضوء هذا التساؤل العام، فإن التساؤلات الفرعية هي:

- ما هو مفهوم الصكوك الإسلامية، ومغزى وصفها بالإسلامية.
- ما هو الإطار الفقهي للصكوك الإسلامية من حيث: {التداول - الاسترداد - الرقابة الشرعية} «في فقه الصكوك».
- ما هي أنواع الصكوك الإسلامية وما هي أطراف عملية التصكيك ومراحلها.

- ما هي خصائص الصكوك الإسلامية، وما ينتج عنها من سمات مميزة لها عن الأوراق المالية التقليدية.

خطط الباحث لجعل إجابة كل تساؤل من التساؤلات السالفة، موضع مناقشة في فقرة من الأربع فقرات التالية:

أولاً: الصكوك الإسلامية، المفهوم ومغزى وصفها بالإسلامية.

ثانياً: في فقه الصكوك.

ثالثاً: الصكوك الإسلامية، الأنواع والأطراف ومراحل التصكيك.

رابعاً: الصكوك الإسلامية، الخصائص وأوجه التمايز عن الأسهم والسندات. وفيما يلي تناول الباحث للعناصر السالفة.

أولاً: الصكوك الإسلامية، المفهوم ومغزى نعتها «بالإسلامية»:

لايضاح مفهوم «الصكوك الإسلامية»، ينبغي معرفة معناه اللغوي والاصطلاحي، وآراء العلماء والمجامع الفقهية بهذا الشأن، ويعرض الباحث لذلك كما يلي:

(١) الصكوك لغة: لو شئنا تصفح كلمة «الصكوك الإسلامية» في مختلف المصادر لوجدنا الآتي:

جمع (صكّ)، وهي كلمة فارسية معرّبة، وتعني شهادة أو وثيقة أو مستند<sup>(١)</sup>، وثيقة بهال أو نحوه، والصك لفظ معرب ويراد به: وثيقة اعتراف بهال مقبوض أو نحوه، وفي اللغة العربية يقال: صكه صكا: أي دفعه بقوة<sup>(٢)</sup>، وفي القرآن الكريم: ﴿فَصَكَّتْ وَجْهَهَا﴾ [الذاريات: ٢٩]، أي لطمته تعجباً، وصكت الباب: أي أغلقته .  
الذي يهمنا في هذا البحث هو المعنى الأول: «وثيقة بهال أو نحوه».

(٢) الصكوك اصطلاحاً:

ظهر مفهوم التصكيك في العصر الحديث في الولايات المتحدة عام ١٨٨٠م، وقصد منه في البداية تصكيك الديون والرهونات ثم تحولت عملية التصكيك لتشمل كافة الأصول المالية، وأطلق البعض على هذه العملية مسمى «السنددة» أو «التوريق» وذلك بتحويل الديون أو الأصول الإنتاجية إلى صكوك يتم تداولها في سوق ثانوية<sup>(٣)</sup>.

(١) من الصك ظهرت كلمة (check) باللغة الانجليزية، وكلمة (cheque) باللغة الفرنسية، وأشبهاهما في اللغات الأخرى.

(٢) انظر: - مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، القاهرة، مصر، ط ١٩٩٢، مادة (صك)، ص ٣٦٧.

- ابن منظور، لسان العرب، دار إحياء التراث العربي، بيروت، ١٩٩٤م، مادة (صك)، (١٠/ ٤٥٧)

- الرازي، مختار الصحاح، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، ص ٣٦٧.

(٣) د. محمد محمد الغزالي، الصكوك الإسلامية وشبهات حول المشروعية، بحث مقدم في مؤتمر عن الاقتصاد

الإسلامي: (الفلسفة - النظام - التطبيقات المعاصرة)، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، في الفترة من ٢٠ -

٢١ أبريل ٢٠١٣م، ص ٧٢٠.

يلاحظ أن كلمة «التصكيك» والتوريق والتسنيذ تستعمل كمفردات لمسمى واحد، أي تشير إلى نفس المعنى. إلا أن مصطلح الصكوك قد انصب في عقول الجمهور على خصوص الاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الغراء. وأما «التوريق» أو «التسنيذ» فلا يشتهر استعمالهما عند الباحثين في الاقتصاد الإسلامي لارتباطهما بالاستثمار التقليدي<sup>(١)</sup>.

وفي ضوء ما سلف، فإن التصكيك هو:

- عرفه قرار مجمع الفقه الدولي: رقم {١٣٧ (٣/١٥)} بأنه: (يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً)، وبهذا التعريف تخرج السندات التقليدية التي تمثل ديوناً وفوائد، والتي صدر بحرمتها قرار رقم {٦٢ (١١/٦)} من مجمع الفقه الدولي<sup>(٢)</sup>.

- {تقسيم ما يمثله الصك من أعيان ومنافع وحقوق وأنشطة إلى حصص متساوية، ثم إصدار صكوك بقيمتها، فهذا التقسيم والتجزئة لا يتعارضان مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها، بل يتفقان مع مبدأ الحصص الشائعة وجواز المشاركة فيها، بل إن الشركة - عقد أو ملكاً - تعني هذه البيوع، وأن كل شريك مشترك مع شريكه الآخر أو شركائه في الملك أو في المشروع بنسبة شائعة، فما الأسهم، أو صكوك الاستثمار إلا تعبير عن هذه النسبة الشائعة من موجودات الشركة، أو من العين المملوكة على سبيل شركة الملك، ولذلك صدر قرار المجمع بجواز ذلك فنص على أن: (وصكوك الاستثمار تبع للعقد الأساس بنظمه والموجودات التي يتمثل بها، لذلك تطبق على الصك أحكام موجوداته، فإذا كانت موجوداته مما يجوز تداولها جاز تصكيك الصكوك لها، وإن لم تكن كذلك مثل الديون فلا يجوز تصكيكها لأجل

(١) د. أختريتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص ٢.  
(٢) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي العدد (٣٠٩/٢/١٥).

التداول، ولكن تصكيكها من حيث هو لا مانع منه شرعاً وحينئذ تطبق عليها أحكام التصرف في الديون)<sup>(١)</sup>.

وعليه، فإن المفهوم الاصطلاحي لكلمة الصك هو:

أ - عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك في ضوء الاستثمار الإسلامي: «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»<sup>(٢)</sup>.

ب- عرفها 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 حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه»<sup>(٣)</sup>.

ومن ملاحظة التعريفين السابقين يتضح اتفاقهما فيما يعبر عن جوهر الصكوك، من حيث كونها وثائق مالية متساوية، ومن حيث كونها تمثل حصصاً شائعة في ملكية ما هي معدة له من أعيان أو خدمات و نحو ذلك .

(١) د. علي محيي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، بحث مقدم إلى منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي، الأول، الأردن، ٢٠١٠م.

(٢) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، ٢٠٠٧م، البند ٢ من المعيار الشرعي رقم ١٧، ص ٢٨٨.

(٣) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الرابعة، القرار الخامس، العدد الرابع، المجلد الثالث، ١٩٨٨م، ص ٢١٥٩.

\*\*\* ويتميز تعريف هيئة المحاسبة ببيان ثلاثة أمور لا يتم اعتبار الصك بدونها لأهميتها وهي<sup>(١)</sup>:

**الأمر الأول: تحصيل قيمة الصك:** لأن مقصود الصك أن يكون أداة لتحصيل المال به، ولا يتم ذلك إلا بعد تحصيل القيمة، وبدونها، فهو ورقة عارية عن مضمونها.

**الأمر الثاني: قفل باب الاكتتاب:** لأنه ما لم يقفل باب الاكتتاب، فإن الصك لا يترتب عليه المقصود منه، إذ القيمة المحددة للمشروع أو النشاط موزعة بالتساوي على عدد الصكوك، ولا بد من تحصيل المبلغ المطلوب ببيع جميع الصكوك، وإلا لم يتحقق المطلوب، وربما تم إلغاء الاكتتاب في حالة عدم التمكن من بيعها، علاوة على أنها وقت الاكتتاب لا تتمتع بخاصية التداول، وبالتالي لا يمكن الاستفادة من حصيلتها فيها أعدت له.

**الأمر الثالث: بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وهذا هو ما يدل على أن** حصيلة الصكوك قد تحولت إلى استثمار حقيقي يؤهلها إلى التداول.

- وقد عرفها البعض بالقول: {الصكوك هي: وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.. عملاً بقاعدتي (الغنم بالغرم) و(الخراج بالضمان).

(١) د. حمزة بن حسين العفر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، بحث مقدم إلى جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ٢٤-٢٥ مايو ٢٠١٠م، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات، ص ٢٦٨-٢٦٩.

**القاعدة الأولى:** (الغنم بالغرم): تقضى بأن العائد أو الربح على رأس المال (حصيلة إصدار الصكوك) أي الغنم، لا يحل إلا إذا كان صاحب رأس المال (حملة الصكوك) قد عرضه للمخاطرة، أي عرضه للغرم.

**أما القاعدة الثانية:** (الخراج بالضمان) فتقضى بأن الخراج، وهو العائد أو الغلة لا يحل إلا في مقابل تحمل الضمان، وهو التعرض للمخاطر، أي تحمل تبعه الهلاك والتلف والخسارة إن وقعت<sup>(١)</sup>.

ومما سلف، يتبين للباحث أن من عناصر مفهوم الصك ما يلي :

- يتم إصدار الصكوك على شكل أوراق مالية بمقتضى عقد شرعي يبين أطرافها، ويحدد شروط تداولها وإدارتها .
- استناد الصكوك في إصدارها إلى أحد عقود فقه المعاملات وضوابطها الشرعية، من مشاركة واستصناع وإجارة ونحو ذلك.
- لا تمثل الصكوك ديناً لحاملها على مُصدرها، كما هو الحال في السندات. بل تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات تدر عائداً عن استثمار شرعي.
- استحقاق حملة الصكوك نسبة الربح المتفق عليها والمحددة في نشرة الإصدار، ويتحملون الخسائر على قدر قيمة صكوكهم.
- تعتمد قابليتها للتداول على ما يمثله الصك من ملكية في الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو الحقوق المالية، أو الخليط من ذلك.

**\*\*\*** وعليه يمكن تعريف صكوك الاستثمار بأنها: «وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ومتساوية في ملكية موجودات معينة، مباحة شرعاً،

(١) أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، بحث مقدم إلى المؤتمر الأول للجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، بعنوان «التمويل الإسلامي وآفاق التنمية في مصر»، ١٤٣٣هـ-٢٠١٢م، ص ٥٨.

وموجودة فعلاً، أو قيد الإنشاء من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم والالتزام بالضوابط الشرعية».

(٣) نعت الصكوك بصفة «الإسلامية»:

(أ) ذهب رأي إلى القول: «إن إطلاق اسم الصكوك الإسلامية» ضروري للأسباب الآتية<sup>(١)</sup>:

- الإشارة لضرورة التزام الجهة المصدرة بأحكام التشريع الإسلامي وقواعد المعاملات المجمع عليها من الجمهور فتكون حجة على الجهة المصدرة مما يؤدي إلى المصدقية والالتزام مع حملة الصكوك.
- عدم الخلط المقصود أو غير المقصود بين «الصكوك الإسلامية» وغيرها من الأوراق المالية المصدرة على غير الأساس الإسلامي ولأبناء المجتمع حرية الاختيار بما يحقق المصدقية والشفافية.
- يثبت الواقع لهفة المجتمع العربي والإسلامي على التعامل بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية وهو ما يتأكد من نجاح قطاع التمويل الإسلامي على المستوى المحلي والإقليمي والدولي.

(ب) في حين ذهب رأي آخر إلى أن: {الصكوك بطبيعتها متطابقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فعالمياً عندما يقال «صك»، فهذا يعني أداة مالية متوافقة مع الشريعة،.. فالأمر لا يحتاج لهذه الإضافة - أي صفة الإسلامية «فالمعرف لا يعرف»<sup>(٢)</sup>.

(١) د.كوثر عبد الفتاح الأبجي، المقومات اللازمة لتشريع الصكوك الإسلامية كمصدر تمويل جديد في السوق المصرية، بحث مقدم إلى بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/١٢/٢٠١٢م، ص ٤.

(٢) الصكوك في ٣٠ سؤال وجواب، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ملحق مجلة التمويل الإسلامي، ص ٤.

### ج) المناقشة والترحيح:

يرى الباحث: أن مرد الجدل هو ما يثار من أن مصطلح الصكوك هو في أصله إسلامي فلا يوجد صكوك إسلامية وأخرى غير إسلامية، وعليه فإننا وجه النعت بالإسلامية نظراً لظروف الواقع؛ حفاظاً على الخصوصية وتأكيداً على الهوية، فإذا ما ساد المنهج الاقتصادي الإسلامي، انتفت الحاجة لتخصيصها - أي الصكوك - بأي نعت.

### ثانياً: في فقه الصكوك :

يحاول الباحث في هذه الفقرة النظر في فقه الصكوك، هذا الهدف يحكم البحث من حيث العناصر التي تناقش، واتجاه المناقشة، وكذا النتيجة المستهدفة من المناقشة، وما أراه ملائماً لعرض هذا الموضوع في هذا البحث هو ألا أدخل في دراسة فقهية واسعة؛ ذلك أن فقه الصكوك معروف، والكتابات المتاحة عنه كثيرة، سواء في كتب الفقه القديمة، أو في الكتابات الحديثة، وإنما ما أراه ملائماً لبحثنا هو أن يكون عرض الفقه لمجرد التعريف به، والإشارة إليه، أما ما ينبني على الفقه من اقتصاد فهو الذي يكون محل مناقشة تفصيلية، ومحل اقتراح، ومحاولة الوصول إلى نتائج جديدة بقصد عرضها للحوار والبحث.

وعليه، تستهدف هذه الفقرة الإجابة على تساؤل رئيس مفاده: ما هو الإطار الفقهي للصكوك الإسلامية من حيث {التداول - الاسترداد - الرقابة الشرعية}؟

وفي ضوء هذا التساؤل العام، فإن التساؤلات الفرعية هي:

\* ما هي الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية؟

\* ما هي الضوابط الشرعية لاسترداد الصكوك الإسلامية؟

\* ما هي صور الرقابة الشرعية للصكوك الإسلامية؟

خطط الباحث لجعل إجابة كل تساؤل من التساؤلات السالفة، موضع مناقشة في فقرة من الفقرات التالية:

١. الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية .
  ٢. الضوابط الشرعية لاسترداد الصكوك الإسلامية.
  ٣. الرقابة الشرعية للصكوك الإسلامية.
- وفيما يلي تناول الباحث لما سلف.

#### ١. الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية:

##### أ) تداول الصكوك:

«التصرف في الحق الشائع الذي يمثله الصك بالبيع أو الرهن.. أو غير ذلك من التصرفات الشرعية»<sup>(١)</sup>.

##### ب) ضوابط تداول الصكوك الإسلامية :

يخضع تداول الصكوك الإسلامية لمجموعة من الضوابط وفقاً لطبيعة الموجودات، بحيث تختلف أحكام التصرف في هذه الصكوك وفقاً لنوعية الموجودات. أوضح مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره (رقم ٣٠/٣/٤) «الضوابط الأساسية لتداول الصكوك الاستثمارية وهي»<sup>(٢)</sup>:

\* إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

(١) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ٢٠٠٧، المعيار الشرعي رقم ١٧، مرجع سابق، ص ٣٠٤.  
(٢) مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره (رقم ٣٠/٣/٤).

\* إذا أصبح مال القراض ديوناً تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام تداول التعامل بالديون.

\* إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع، أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية ....

\* ويبين مما سلف أن هناك ثلاث أحوال تحكم عملية تداول الصكوك :

الأولي: مال الصكوك المكتتب فيه لا يزال نقوداً، ولم يتحول بعد إلى أصول، فإن تم تداوله يأخذ حكم بيع النقد بالنقد.

الثانية: مال الصكوك تحول إلى موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والنقود والديون، فإن تداوله يأخذ حكم تداول عروض التجارة<sup>(١)</sup>.

الثالثة: إذا صار مال الصكوك ديوناً فقط، يأخذ حكم التعامل بالديون.

ج) ضوابط أخرى لتداول الصكوك: كما بينت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم ١٧ الصادر عنها ضوابط تداول الصكوك، بصورة أكثر تفصيلاً<sup>(٢)</sup>.

ووفقاً لهذه الضوابط يمكن تداول الصكوك الإسلامية القابلة للتداول وبيعها من خلال بورصة الأوراق المالية بالسعر المتراضى عليه، كما يمكن للجهة المصدرة التعهد بإعادة شراء الصكوك تشجيعاً منها للجسمور على الإقدام لشراء الصكوك<sup>(٣)</sup>.

(١) د. فياض عبد المنعم حسانين، أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة، بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/٢٠١٢م، ص ٤.

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ٢٠٠٧م، المعيار الشرعي رقم ١٧، مرجع سابق، ص ٣٠٤.

(٣) د. أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، ٢٠٠٩، ص ١٠٠.

## ٢. الضوابط الشرعية لاسترداد الصكوك الإسلامية<sup>(١)</sup> :

(أ) إذا كان الفقه الإسلامي يتيح لجهة الإصدار التعهد بإعادة شراء صكوكها، فإن هذا الاسترداد قد يكون: (بالقيمة الاسمية - أو السوقية - أو الحقيقية).

(ب) التزام الجهة المصدرة بالاسترداد بالقيمة الاسمية: أمر لا يجوز شرعاً، لأنه من قبيل ضمان رأس المال.

(ج) أما الاسترداد بالقيمة الحقيقية - أي: على أساس نصيب الصك في صافي الموجودات - فهو أمر يتفق مع النظر الفقهي في أن يكون ثمن بيع الحصة بقيمتها الحاضرة.

(د) أما الاسترداد بالقيمة السوقية، فهو أمر جائز شرعاً، فيحق تداول الصكوك بالقيمة السوقية، لأنه من قبيل بيع حصة سائغة في موجودات بالتراضي، وقد أقر ذلك مجمع الفقه الإسلامي الدولي «يجوز تداول المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة المتعاقدين».

## ٣. الرقابة الشرعية للصكوك الإسلامية :

(أ) بين المجلس الشرعي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية توصياته بذات الخصوص، حيث جاء بها: «يتعين على الهيئات الشرعية أن لا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكله الصكوك، بل يجب أن تدقق العقود والوثائق ذات الصلة، وتراقب طريقة تطبيقها، وتؤكد أن العملية تلتزم في جميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية وفقاً للمعايير الشرعية، وأن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول حصيلة تلك الصكوك إليه من موجودات بإحدى صيغ الاستثمار الشرعية»<sup>(٢)</sup>.

(١) المرجع السابق، ص ١٠٣-١٠٠ مستندا إلى قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، والقرار الخامس، المجلد الثالث ص(٢١٦٢)، الدورة الخامسة عشر، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة.

(٢) انظر: توصيات المجلس الشرعي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، ١٤٢٩هـ-٢٠٠٨م.

ب) واقتراح رأي اقتصادي تصوراً لدور هيئة الرقابة الشرعية بحيث تكون من مهامها<sup>(١)</sup>:

- التكييف الشرعي للأنشطة التي تقوم بها الجهة المصدرة أو المستفيدة
- مراجعة العقود الخاصة بعلاقة الجهة مصدرة الصكوك أو المستفيدة بحملة الصكوك مراجعة شرعية.
- الفتوى فيما يعن لأطراف التعاقد طيلة فترة النشاط .
- التقرير فيما يخص الأعمال عند انتهاء السنة المالية .
- التقرير عند استحقاق قيمة الصكوك وتصفيتها في شرعية الإجراءات المتخذة.

ج) يتضح مما سبق ما للهيئات الشرعية من دور مهم في التوجيه عند :  
إنشاء الصكوك، بالإضافة إلى دورها الرقابي في المراجعة والتدقيق في مختلف مراحل عملية التصكيك، ضماناً لالتزام الصكوك بالضوابط الشرعية.

(١) د.كوثر عبد الفتاح الأبجي، المقومات اللازمة لتشريع الصكوك الإسلامية كمصدر تمويل جديد في السوق المصرية، مرجع سابق، ص ١١ .

ثالثاً: الصكوك الإسلامية، الأنواع والأطراف ومراحل التصكيك<sup>(١)</sup>:

١. أنواع الصكوك:

يمكن أن تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة باعتبار آجالها ومجالات التوظيف أو باعتبار طبيعتها، أو الجهة التي تصدرها.

ويمكن أن يميز الباحث بين الأنواع التالية من الصكوك:

(أ) بحسب الأجال: صكوك قصيرة الأجل، (ويطلق عليها البعض شهادات الإيداع أو الاستثمار) لمدة ثلاثة شهور أو ستة شهور أو سنة، وصكوك متوسطة الأجل وأخرى طويلة الأجل.

(ب) بحسب الصيغة: تختلف طبيعة الصكوك وتنوع وفقاً لطبيعة العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه وذلك على النحو التالي:

- صكوك الإجارة/ وهي التي تستخدم حصيلة إصدارها في شراء عين مؤجرة أو قابلة للتأجير أو شراء منفعة عين حاضرة.
- صكوك التمويل/ وهي التي تستخدم حصيلة إصدارها لشراء بضاعة بالمراوحة أو ثمن سلعة السلم أو تكلفة عملية الاستصناع.
- صكوك الاستثمار/ وهي التي تستخدم حصيلتها في تمويل مشروع معين بعقد المشاركة أو المضاربة أو الوكالة أو المزارعة.

(١) لمزيد من التفاصيل انظر:

- د. فياض عبد المنعم حسنين، أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة، مرجع سابق، ص ٤، ٥.

- أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، مرجع سابق، ص ٥٨ وما تلاها.  
- د. محمد البلتاجي، صكوك الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة، بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/ ٢٠١٢م، ص ٧-١٥.

- د. أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ٢٩-٤٩.

ج) حسب طبيعتها: يمكن أن تكون الصكوك ذات أجل محدد (سنة أو سنتين أو ثلاث سنوات..) وصكوك دائمة، حيث يتصف النشاط الاستثنائي بالاستمرارية، ويمكن أن تكون الصكوك متناقصة بمعنى أنه يتم استرداد جزء من قيمة الصك سنوياً، وصكوك متزايدة حيث يعاد استثمار العائد.

د) حسب القطاع الاقتصادي: صكوك تستثمر في القطاع الزراعي أو في الصناعي أو في قطاع التجارة.. الخ.

هـ) 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. وفيما يلي نبذة مختصرة عن أنواع الصكوك:

\* صكوك الإجارة: هي / صكوك ذات قيم متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة، ويتم إصدارها وفق عقد الإجارة (بيع منفعة). تمثل حصة في أصول حكومية مؤجرة متفق عليها.

\* صكوك المشاركة: هي / صكوك وشهادات مالية تصدر بأصول حقيقية تمثل حصص الحكومة في بعض المؤسسات والشركات المملوكة لها. يتم إصدارها وفق عقد المشاركة (هناك مشاركة متناقصة، ومشاركة مستمرة). تصدرها وزارة المالية نيابة عن الحكومة.

ومن ميزات صكوك المشاركة: (القابلية للتداول: حيث يمكن تسيلها - انخفاض المخاطر - الصدور بأجال مختلفة - الربحية المرتفعة: حيث تحتسب الأرباح وفق الأرباح الفعلية للحكومة من هذا المشروع).

\* صكوك السلم: هي عبارة عن صكوك قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها الحكومة (بائع السلعة أو الأصل نفظ مثلاً) والمشتري بصيغة السلم (شركة وساطة أو بنك أو من تتفق معه الحكومة) وذلك بصفته مديراً لمحفظه صكوك

السلم ، ومشتري أو حاملي الصكوك حيث تقوم المحفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشتريين ودفع ثمن السلعة الآن للحكومة واستلام السلعة أو قيمتها لاحقاً.

❖ **صكوك المضاربة:** هي صكوك صادرة لتمويل مشروع معين أو نشاط خاص على أساس عقد المضاربة المقيدة مع تحديد مدة المشروع أو النشاط والعائد المتوقع وطريقة توزيعه بين المضارب وحملة الصكوك. تناسب تمويل المشاريع التي تدر دخلاً مثل محطات الطاقة الكهربائية والموانئ والمطارات .

ومن مميزات صكوك المضاربة: (قابلة للتداول - منخفضة المخاطر - أكثر فعالية في تخصيص الموارد - لا ترتب التزامات على الدولة حيث تقوم على مبدأ المساهمة في الربح والخسارة - يمكن استخدامها في كافة قطاعات الدولة الزراعية والصناعية) .

❖ **صكوك الاستصناع:** هي / اتفاق بين طرفين حيث يقوم الطرف الأول بالتعاقد مع الطرف الثاني لاستصناع منتجات أو بناء مشاريع عمرانية (الجسور، طرق، إنشاء محطات كهربائية، تحلية مياه وغيرها) بحيث يسدد الطرف الأول المبلغ المحدد في العقد فور إنتاج السلع أو انجاز المشروع في تاريخ لاحق يتم الاتفاق عليه وعادة ما يقوم الطرف الثاني بالتعاقد من جانبه مع المصانع أو شركات المقاولات المختصة لتنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة من قبل الطرف الأول .

❖ **صكوك المرابحة:** هي صكوك يتم إصدارها من قبل البائع لبضاعة المرابحة والمكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المرابحة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة ويستحقون ثمن بيعها.

❖ **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 بربحها/ خسارتها ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.

❖ **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام

حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

✳️ صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها فيسقي الأشجار الثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة.

✳️ صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لغرض غرس الأشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الغرس و الأرض وفق ما حدده العقد.

٢) التصكيك: مراحل والأطراف المشتركة فيه<sup>(١)</sup>:

كيف تتم عملية/التصكيك؟ تتم عملية التصكيك حسب الخطوات المعينة ومراحلها. وقبل الشروع في تلك الخطوات أذكر هنا:

✳️ الأطراف المشتركة (الرئيسية والمساعدة) فيها:

أ) الأطراف الرئيسية التي تشارك في هذه العملية مباشرة وهم:

- الجهة أو الشركة المنشئة لمحفظة التصكيك، يقدم محفظة حقوق مالية ويحصل على مقابلها نقداً - Originator

- الجهة المصدرة أو شركة التصكيك أو المنشئة ذات الغرض الخاص المعروف بـ Special Purpose Vehicle (SPV). وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشئة إلى المستثمرين، مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار.

(١) لمزيد من التفاصيل انظر: د. أختريتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص ٤-٥.

## الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات

- المستثمرون أي حملة سندات التصكيك أو Bondholders or Investors ويقوموا بسداد مقابل السندات ويستردوا أصل قيمتها بالإضافة إلى العائد على هذه السندات من حصيلة محفظة التصكيك.
  - محفظة التصكيك أو Portfolio Asset ويتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة السندات في تواريخ استحقاقها.
- ب) الأطراف المساعدة في عملية التصكيك، وهم:

- شركة التصنيف الائتماني Credit Rating Agency ووظيفتها تحديد قدرة الشركة المنشئة للسندات على الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات.
- مدير ومستشار الإصدار يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.
- الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة التوريق Servicer وهي الجهة التي تتولى تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي استخدمت كمحفظة تصكيك وتحصيل العائد عليها.
- أمين الحفظ Custodian ومهمته حماية حقوق حملة سندات التصكيك وهو الجهة المسؤولة عن حفظ المستندات واستلام المبالغ المحصلة.

**\*\* كيف تتم عملية التصكيك؟ (مراحل التصكيك):**

تتم عملية التصكيك من خلال ثلاثة خطوات، وهي:

■ مرحلة إصدار الصكوك Issuance

■ مرحلة إدارة محفظة الصكوك Servicing

■ مرحلة إطفاء الصكوك Repayment to Sukuk Holders

المرحلة الأولى: مرحلة إصدار الصكوك، وتتم هذه المرحلة بالخطوات التالية:

**الخطوة الأولى:** الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديه من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى SPV وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقاً للشروط والإجراءات الخاصة.

**الخطوة الثانية:** تصكيك الأصول ثم بيعها. تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

**المرحلة الثانية: مرحلة محفظة الصكوك :**

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

**المرحلة الثالثة: مرحلة إطفاء الصكوك:**

بدفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار، حيث تقوم الجهة المصدرة لها باستردادها بالتدرج خلال سنوات الإصدار أو يكون الإطفاء كلياً مرة واحدة في نهاية الإصدار<sup>(١)</sup>.

(١) أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، مرجع سابق، ص ٧٢.

رابعاً: الصكوك الإسلامية: الخصائص وأوجه التمايز عن الأسهم والسندات:  
١. خصائص الصكوك الإسلامية:

يبين من تعريفات الصكوك وما أسفرت عنه المناقشة السالفة، أن من خصائص صكوك الاستثمار<sup>(١)</sup>:

- (أ) صكوك الاستثمار لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون، أو نشرة الإصدار.
- (ب) صكوك الاستثمار صكوك متساوية في القيمة، وفي الحقوق والواجبات وفي ملكية الأموال الخاصة بها.
- (ج) صكوك الاستثمار قابلة للتداول من حيث المبدأ (وفقاً للشروط المطلوبة للتداول وكيفيته).
- (د) عدم قبول الصك للتجزئة في مواجهة الشركة، وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن من يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.
- (هـ) إن مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محددة بقدر بقيمة صكوكهم أي أن كل مالك صك مسئول بقدر قيمة صكه .
- (و) أن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع، ولذلك له الحق في الرقابة ونحوها، وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين والحق في نصيب الأرباح، والاحتياطات، والتنازل عن الصك، والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون، أو التزم به من خلال نشرة الإصدار، وحق الشفعة، وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.

(١) د. علي محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مرجع سابق، ص ٩.

(ز) أن مالكي الصكوك يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل واحد منهم.

(ح) أنها تصدر على أساس عقد شرعي مثل الاستصناع، أو الإجارة، أو المضاربة... الخ بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها وبقية أحكامها وبالتالي فهي خاضعة لأحكام ذلك العقد.

(ط) مرونتها وصلاحتها للوساطة المالية، وتلبية حاجات تمويلية متعددة، وخضوعها لعوامل السوق.

(ي) أن صكوك الاستثمار تصدر من جهة مالكة للأصول أو المنافع والحقوق ترغب في تسهيلها عن طريق الصكوك، أو أنها تجمع حصيلتها للاستثمار، وليست للاقتراض.

(ك) صكوك الاستثمار الإسلامية ترتب مجموعة من العلاقات، لأنها وإن كانت قائمة على أساس عقد واحد مثل الإجارة، أو المضاربة أو الاستصناع. لكن هناك علاقات متعددة تنظمها العقود الأخرى مثل الوكالة بأجر... إلخ، في حين أن سندات الدين أو القرض أو الخزينة ينظمها عقد واحد وهو عقد القرض.

(٢) الصكوك الإسلامية والسمات المميزة لها عن الأوراق المالية التقليدية «الأسهم والسندات».

اشتمل القاموس المالي أو التمويلي على مصطلحي السهم و السند ، مع شرح لمفهوم كل منهما، فالسهم مستند ملك، والسند مستند دين، ومن الناحية الشرعية، فالسهم مشروع أما السند فلا، لأنه يدخل في باب الربا<sup>(١)</sup>.

(١) د. شوقي دنيا، استكمال موضوع الصكوك، حكم تأجيل الأجرة في إجارة الموصوف في الذمة، حكم تداول صكوك إجارة الموصوف في الذمة قبل تعيين محل العقد. بحث مقدم إلى مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الحادية والعشرون، ٢٠١٣م، ص ٤.

وبظهور مصطلح «الصك»، ودخوله في القاموس المالي أو التمويلي، أصبحنا أمام ثلاثة مصطلحات مالية: (السهم والسند والصك)، لكل منهم مفهومه المميز له عما عداه، رغم ما بينهم من قواسم مشتركة.

بينت في الفقرة (١) بعالية خصائص الصكوك الإسلامية. أحاول هنا بيان ما نتج عنها من سمات مميزة لها عن الأوراق المالية التقليدية.

(أ) تكمن الفروق الجوهرية بين السندات والصكوك الاستثمارية فيما يأتي<sup>(١)</sup>:

❖ السندات بجميع أنواعها تمثل ديناً في ذمة المدين مصدر الصك لصالح دائنة (حامل الصك) فالعلاقة بينها علاقة المداينة .

وأما الصكوك الاستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك، والمصدر هو علاقة المشاركة وليست علاقة المداينة.

❖ السندات تحدد لها فائدة ثابتة، أو متغيرة من زمن إلى آخر، ولذلك صدرت قرارات المجامع الفقهية بحرمة السندات لأن تلك الفائدة هي الربا المحرم. وأما صكوك الاستثمار فليست لها فائدة ثابتة أو متغيرة، وإنما الأمر فيها إذا تحقق لها الربح فهي تأخذ نصيبها منه، وإذا خسرت الشركة فإن الموجودات التي يمثلها الصك الاستثماري قد قلت، أي أن الصك الاستثماري خاسر بنسبة نصيبه من الخسارة. والخلاصة أن الصك الاستثماري يتأثر بموجودات المشروع سلباً وإيجاباً، ربحاً وخسارة، في حين أن السند لا يتأثر بأي شيء، وإنما يأخذ صاحبه أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها.

(١) لمزيد من التفاصيل انظر:

د . علي محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مرجع سابق، ص ٦ .  
- أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، مرجع سابق، ص ٦١ وما تلاها.

- ❖ بالبناء على ما جاء بالفقرة بعالية السند يمثل حصة في التمويل المالي الربوي، في حين أن الصك يمثل سهماً مالياً في الأصول والمنافع والحقوق.
  - ❖ عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الاستثمائي فليس له الأولوية، وإنما تصرف له نسبته مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.
  - ❖ واستكمالاً لما جاء بالفقرة السالفة، يمكن القول أن مدة السند لا ترتبط بالمشروع وقد تزيد أو تنقص عن فترة المشروع، في حين أن مدة الصكوك هي مدة استمرارية المشروع المعنى أو النشاط، وترتبط بالمشروع المعنى وتنتهي بانتهائه.
  - ❖ لا تتضمن نشرة إصدار السند ثمة ضوابط شرعية، في حين أن نشرة الإصدار في الصكوك تتضمن القواعد الشرعية، وعلى مستخدم حصيلة الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية وإذا خالفها يتحمل المسؤولية.
- (ب) تكمن الفروق الجوهرية بين الأسهم والصكوك الاستثمارية فيما يأتي :
- ❖ فيما يخص الأسهم، فالربح أقل احتمالية، في حين أن الربح في الصكوك على الغالب مرجح و مضمون.
  - ❖ فيما يخص الأسهم، فالملكية على الشيوع في الميزانية، في حين أن الملكية على الشيوع لعين محددة في الصكوك.
  - ❖ فيما يخص الأسهم، لا يحق لحامله التصويت في الجمعية العمومية، في حين أن صاحب الصك، يحق له التصويت في الجمعية العمومية.

## نتائج البحث الأول:

\* ناقشت في هذا البحث الإطار النظري للصكوك الإسلامية من حيث المفهوم والأنواع والمشروعية، علاوة على آلية الإصدار والخصائص المميزة لها عن غيرها من الأوراق المالية التقليدية وانتهت إلى النتائج التالية:

١. الدافع للصكوك في نشأتها، إيجاد صيغة جديدة لتمويل الاستثمار، بجانب الصيغ القائمة، تقوم على مبدأ المشاركة في العائد والمخاطرة. وعليه يمكن تعريف صكوك الاستثمار بأنها: «وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ومتساوية في ملكية موجودات معينة، مباحة شرعاً، وموجودة فعلاً، أو قيد الإنشاء من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم والالتزام بالضوابط الشرعية».

٢. وجه النعت بالإسلامية هو النظر لظروف الواقع؛ حفاظاً على الخصوصية وتأكيداً على الهوية، فإذا ما ساد المنهج الاقتصادي الإسلامي، انتفت الحاجة لتخصيصها. أي الصكوك - بأي نعت.

٣. تستند الصكوك في إصدارها إلى أحد عقود فقه المعاملات وضوابطها الشرعية، من مشاركة واستصناع وإجارة ونحو ذلك، بحيث لا تمثل الصكوك ديناً لحاملها على مُصدرها، كما هو الحال في السندات. بل تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات تدر عائداً عن استثمار شرعي.

٤. تشكل المبادئ والقواعد وعقود المعاملات الإسلامية أساساً مرناً لاستحداث أدوات مالية إسلامية متنوعة، ولا تشكل هذه القواعد والأحكام أية عوائق، بل إن الالتزام بها يحقق الانضباط الشرعي للأداة الإسلامية، تلبية لطموحات قطاع كبير من المتعاملين في السوق المالية والمستثمرين الراغبين في الالتزام بمعاملات اقتصادية مشروعة، علاوة على تمتعها بالكفاءة الاقتصادية.

٥. تجمع الصك بالأدوات المالية التقليدية، قواسم مشتركة، إلا أنهم يفترون في جوانب عديدة.

أ) تكمن الفروق الجوهرية بين السندات والصكوك الاستثمارية فيما يأتي:

❖ يتأثر الصك الاستثماري بموجودات المشروع سلباً وإيجاباً، ربحاً وخسارة، في حين أن السند لا يتأثر بأي شيء، وإنما يأخذ صاحبه أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها.

❖ يمثل السند حصة في التمويل المالي الربوي، في حين أن الصك يمثل سهماً مالياً في الأصول والمنافع والحقوق.

❖ عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الاستثماري فليس له الأولوية، وإنما تصرف له نسبتته مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.

❖ لا ترتبط مدة السند بالمشروع، وقد تزيد أو تنقص عن فترة المشروع، في حين أن مدة الصكوك هي مدة استمرارية المشروع المعنى أو النشاط، وترتبط بالمشروع المعنى وتنتهي بانتهائه.

❖ لا تتضمن نشرة إصدار السند ثمة ضوابط شرعية، في حين أن نشرة الإصدار في الصكوك تتضمن القواعد الشرعية، وعلى مستخدم حصيلة الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية وإذا خالفها يتحمل المسؤولية.

ب) تكمن الفروق الجوهرية بين الأسهم والصكوك الاستثمارية فيما يأتي:

❖ فيما يخص الأسهم، فالربح أقل احتمالية، في حين أن الربح في الصكوك على الغالب مرجح ومضمون.

- ❖ فيما يخص الأسهم، فالملكية على الشيوخ في الميزانية، في حين أن الملكية على الشيوخ لعين محددة في الصكوك.
- ❖ فيما يخص الأسهم، لا يحق لحامله التصويت في الجمعية العمومية، في حين أن صاحب الصك، يحق له التصويت في الجمعية العمومية.