

تعد مسألة اختبار أسلوب التمويل من أهم المسائل التي تحظى باهتمام الإدارة المالية نظرا لما يترتب على ذلك أمور هامة تتعلق بمستقبل المنشأة و مقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها، و تعد السندات أحد أساليب التمويل الهامة التي تلجأ إلى إصدارها الشركات و الحكومات .

تعتبر من أبرز الأدوات المالية التي يقدمها الغربيون على سائر البدائل بما فيها الأسهم العادية إذا رغبت تلك الشركات في زيادة مواردها المالية، و نظرا لأن الفائدة في السندات يتم استقطاعها من الأرباح المحققة و صولا للوعاء الخاضع للضريبة - tax deductible_ و الذي كان مؤداه انخفاض تكاليف التمويل و الذي يعد أحد الأسباب التي دفعت إلى التشبث بأفضلية التمويل عن طريق الدين.

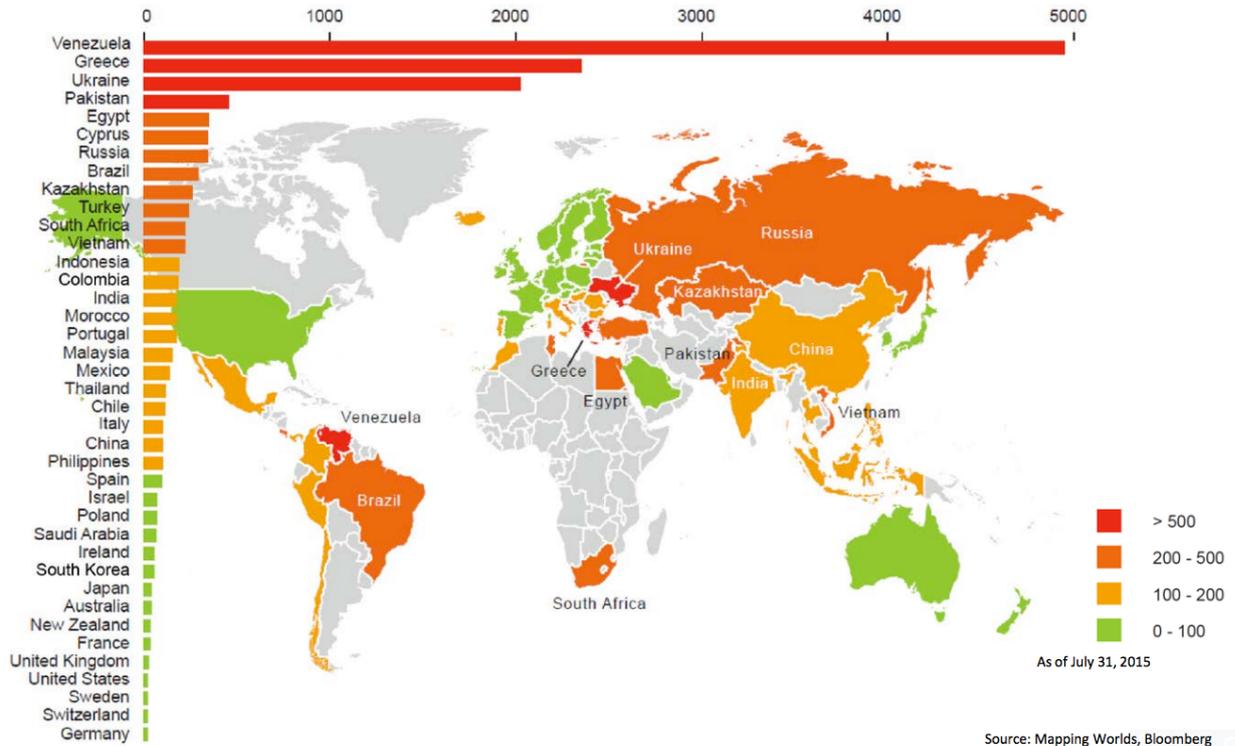
في الاتحاد الأوروبي ، تمثل الأسهم العامة 64٪ من الناتج المحلي الإجمالي - في الأسهم العامة الأمريكية 138٪ من الناتج المحلي الإجمالي ؛

أدوات الدين هي 12.9 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي في الاتحاد الأوروبي - أدوات الدين 40.7 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة

ازداد الدين الخاص كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي بشكل كبير على مدى السنوات الـ 25 الماضية ، من 60 ٪ إلى 195 ٪

Credit Default Risk

Sovereign credit default swap spreads (bps), July 31, 2015



السندات:

تقترض الشركات أو الحكومات من المؤسسات المصرفية أو من المستثمرين مباشرة عن طريق إصدار سندات قابلة للتداول في الأسواق المالية. فعلى سبيل المثال: قد تقوم إحدى الشركات باقتراض مبلغ مليون ريال من أحد المصارف أو تصدر ألف سند، بقيمة اسمية ألف ريال لسند، على أن تلتزم الشركة بدفع كوبون دوري بمعدل ١٠٪ سنويا.

Bond: السند

صك مديونية على الجهة المصدرة قابل للتداول تتعهد بموجبه الجهة المصدرة بسداد مدفوعات دورية و رد القيمة الإسمية لحامل السند في تاريخ الاستحقاق. و يعد السند ورق مالية قابلة للتداول و هو الأمر الذي يعطي للمستثمر المرونة الكاملة لاسترداد أمواله في أي وقت قبل حلول تاريخ الاستحقاق للسند، و يكون ذلك عن طريق طرح السندات التي يمتلكها للبيع في السوق المالية.

أنواع السندات:

١-سندات الشركات:

السندات التي تصدرها الشركات، و يكون السند بمثابة صك مديونية تصدره الشركة بغرض تمويل التوسعات أو التطوير أو إعادة هيكلة ديونها. و تتضمن تلك السندات مخاطر ائتمانية أعلى من سندات الخزنة حيث أن الشركات تتعرض للأعسار أو الإفلاس فلا تتمكن من الوفاء بالتزاماتها فيما يتعلق بالفوائد الدورية أو حتى أصل مبلغ السند، ولذا يطلب المستثمرون معدل عائد أعلى على سندات الشركات مقارنة بالسندات الحكومية.

٢- السندات الحكومية:

السندات التي تصدرها الحكومات لتمويل الإنفاق العام، و قد تكون السندات الحكومية قصيرة الأجل فيطلق عليها مسمى أذون الخزنة، ومن غير المتوقع ألا تفي الحكومات بالتزاماتها و لذا تعد خالية من المخاطر الائتمانية.

٣-السندات الأجنبية:

السندات التي تصدرها الشركات أو الحكومات الأجنبية و غالبا ما تصدر بعملة غير العملة المحلية، ولذا تنطوي على مخاطر تغير أسعار الصرف بالإضافة إلى المخاطر الائتمانية و لذا يرتفع العائد الذي يطلبه المستثمرون على استثماراتهم في تلك السندات مقارنة بسندات الشركات.

تختلف أنواع السندات من حيث العائد:

١- سندات ذات عائد ثابت:

السندات التي تصدر بمعدل فائدة ثابت أو بكوبون ثابت من تاريخ إصدارها حتى تاريخ استحقاقها، و يتم دفع الفائدة أو الكوبون سنويا أو كل نصف سنة أو كل ربع سنة.

٢-سندات ذات عائد متغير:

السندات التي تصدر بمعدل فائدة يرتبط بمؤشر معين مثل معدل التضخم.

٣-سندات صفرية الكوبون:

سندات تستحق الفائدة عنها في تاريخ الاستحقاق، و لذا تباع تلك السندات بقيمة حالية و تدفعها الجهة المصدرة قيمتها الإسمية أو المستقبلية في تاريخ الاستحقاق.

رتبة السند:

رتبة السند AAA : هي أعلى رتبة إئتمانية و تعني أن الجهة المصدرة للسند قادرة على الوفاء بالتزامات الناشئة عنها و أن مخاطر تعسرها منخفضة جدا.

رتبة السند AA:
تعكس قدرة المصدر على الوفاء لكن تواجه هذه الرتبة مخاطر نتيجة للتغيرات في ظروف الشركة تفوق AAA، ظروف الصناعة أو في الظروف الاقتصادية.

رتبة السند A
رتبة السند BBB

طريقة السداد:

- سندات تسدد عند تاريخ الاستحقاق
- سندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك باستدعائها من طرف الجهة المصدرة طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات و سدادها مع تقديم مكافآت لحملتها.

آجال استحقاق السندات:

- قصيرة الأجل، أقل من سنة و تصدر بمعدلا فائدة منخفضة و يتم تداولها في سوق النقد.
- سندات متوسطة الأجل.
- سندات طويلة الأجل.

مثال:

سامبا طرحت سندات بقيمة ٥٠٠ مليون دولار متوسطة الأجل بعائد ٢.٩٪ و القيمة الإسمية للسند بلغت ٢٠٠.٠٠٠ دولار بمدة استحقاق ٧ سنوات.

وجه المقارنة	السندات التقليدية	الصكوك
ملكية الأصل	<ul style="list-style-type: none">- لا تعطي السندات لحاملها حصة في ملكية الأصل أو المشروع أو النشاط التجاري الذي أصدرت لتموله.- السندات هي مجرد دين مستحق لحامل السند على مصدره.	<ul style="list-style-type: none">- تعطي الصكوك للمستثمر ملكية جزئية في الأصل محل العقد، وذلك بعد تحصيل قيمتها وإغلاق باب الاكتتاب وبدء استخدامها في المشروع أو النشاط الاستثماري أصدرت من أجله.
المعايير الاستثمارية	<ul style="list-style-type: none">- بشكل عام، يمكن استخدام السندات لتمويل أي أصل أو مشروع يتوافق مع القوانين المحلية في أي مكان بالعالم.	<ul style="list-style-type: none">- يجب أن يكون الأصل أو المشروع الذي تستند إليه قيمة الصكوك موافقاً للشريعة الإسلامية.

الصكوك	السندات التقليدية	وجه المقارنة
<p>- يمثل كل صك حصة من الأصل محل العقد، بمعنى أنه يثبت لحامله حق ملكية شائعة في موجودات أو أصول لها عائد.</p>	<p>- يمثل كل سند حصة من الدين</p>	<p>ما تمثله كل أداة</p>
<p>- تستند القيمة الاسمية للصك على القيمة السوقية للأصل محل العقد.</p>	<p>- يستند سعر السند بشكل أساسي على الجدارة الائتمانية للمصدر.</p>	<p>سعر الإصدار</p>
<p>- يحصل أصحاب الصكوك على حصة من الأرباح في الأصول أو الموجودات محل العقد، ويتحملون جزءاً من الخسائر في حال وقوعها.</p>	<p>- يحصل حاملو السندات على مدفوعات منتظمة من الفائدة (وغالباً ما تكون ثابتة) على مدار عمر السند، فضلاً عن ضمانهم الحصول على القيمة الاسمية في موعد الاستحقاق.</p>	<p>مكاسب ومخاطر الاستثمار</p>
<p>- يتأثر حاملو الصكوك بأداء الأصل محل العقد، حيث قد تتم ترجمة ارتفاع تكاليف المشروع أو الأصل إلى انخفاض في أرباح المستثمرين والعكس صحيح.</p>	<p>- لا يتأثر حاملو السندات بتكاليف أو أداء المشاريع أو الأعمال التجارية التي أصدرت تلك الأوراق لتمويلها.</p>	<p>آثار التكاليف</p>

وجه المقارنة	السندات التقليدية	الصكوك
ضمان رأس المال	- في السندات يوفر المصدر ضماناً كاملاً لرأس المال والأرباح التي سيتم اكتسابها.	- لا يوجد لحاملي الصكوك ضمان رأسمالي، ولكن قد يكون هناك طرف ثالث على استعداد لأن يكون الضامن بشكل طوعي، شريطة أن يكون عقد الضمان منفصلاً عن العقد بين طرفي الصك.

الصكوك :

عبارة عن 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 و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، و تعرف هذه الصكوك بالصكوك الاستثمارية تتميز لها عن الأسهم و السندات.

فهي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً في موجودات معينة ومباحة شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية و على أساس المشاركة في الغنم و الغرم و الالتزام بالضوابط الشرعية.

و بالتالي فإن خصائصها ما يلي:

- ١- أوراق مالية متساوية القيمة.
- ٢- وثيقة تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موج،دات.
- ٣- صاحب الصك يستحق المشاركة في أرباح المشروع، فيحصل على نصيبه من العائد و يتحمل نصيب من الخسارة بمقدار حصته.
- ٤- قابلية التداول.
- ٥- الاستثمار من خلال الصكوك في الأنشطة المباحة شرعاً.

فكرة الصكوك:

تقوم فكرة الصكوك على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل و فقا للقاعدة الشرعية {الغنم بالغرم} أي المشاركة في الربح و الخسارة و ذلك على منوال الأسهم العادية في شركات الاستثمار و نظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض و لها شخصية معنوية مستقلة تتولى هذه الشركة إصدار الصوك اللازمة للتمويل و طرحها للإكتتاب العام للمشاركين، و قد تكون الجهة المصدرة لهذه الصكوك أحد المسترف الإسلامية أو أي بيت تمويل إسلامي أو الحكومات.

تتفق أسهم الشركات المساهمة و الصكوك في أن كلا منهما شركة تتكون بطريقة يحددها القانون، برأس مال مقسم إلى أجزاء متساوية و يسمى كلا منها سهماً أو صكاً يكتب فيه، و لكن تختلف الصكوك عن الأسهم في أن صاب السهم له الحق في المشاركة في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة ، أما صاحب الصك فليس له حق المشاركة في الإدارة.

أهمية الصكوك:

- الصكوك الإسلامية أصبحت أهم الأدوات المالية خلال العشر سنوات الماضية و ذلك للأسباب التالية:
- تساهم في إنعاش الاقتصاد و ذلك بالاستفادة من رؤ،س الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول تربوياً.
 - تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية و التنموية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة و الدين العام.
 - تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية و الشركات و مراكزها المالية و ذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية و لا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها و إدارتها.
 - بديل شرعي لشهادات الاستثمار و السندات.
 - الصكوك كانت البوابة للدخول للسوق لأوروبية، حيث انتشر إصدار الصكوك كأداة استثمار في السوق الأوروبي بعد الأزمة المالية العالمية كبديل عن أدوات الدين.

أنواع الصكوك الإسلامية:

تتنوع الصكوك وفقاً لاعتبارات مختلفة، منها ما يكون وفقاً للإستمرارية أو الجهة التي أصدرتها أو للتخصيص أو استثمار حصيلتها أو من حيث آجالها.

صكوك الاستثمار:

١- صكوك الإجارة: و تنقسم إلى

- 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 و استيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

-صكوك ملكية المنافع:
هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة و استيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

٢- صكوك الإستصناع:

وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، و يصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.

٣- صكوك السلم:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

٤- صكوك المراجعة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة و تصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

٥-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 ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، و تدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار.

٦-صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

مثال : سوق الصكوك و السندات السعودي يحتوي على صكوك و أدوات الدين الحكومية و غير الحكومية:

https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/sukuk-%26-bonds/market-watch-today!/ut/p/z0/04_Sj9CPyKssy0xPLMnMz0vMAfljo8zi_Tx8nD0MLIy8DTyMXAwcV9vV2cTY0MXM30gxOL9A/!!uyHRUBGJTbIA

تمثل نشرة الإصدار الدعوة التي يوجهها إلى المكتتبين و يمثل الاكتتاب في الصك الإيجاب، ، ugiهناك عدة ضوابط لابد أن تراعي في نشرة الإصدار من أهمها:

١- أن تتضمن شروط التعاقد و بيانات كافية عن المشاركين في الإصدار و صفاتهم الشرعية و حقوقهم و اوجباتهم و ذلك مثل وكيل الإصدار و مدير الإصدار، منظم الإصدار و أمين الاستثمار و متعهد التغطية.

٢- أن تتضمن تحديد طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كالأستصناع أو المراجعة أو غيرها.

٣- أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفيا لأركانه و شروطه.

٤- الالتزام بأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية.

٥- استثمار حصيلة الصكوك و ما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.

٦- اشتراك حملة الصكوك في المغام و المغارم بنسبة ما يحملونه منها.

٧- ألا تشتمل أي نص يضمن به مصدر الصك يضمن به مصدر الصك القيمة الإسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، و لا قدرا معيناً من الربح.

٨- أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك و يكون الالتزام من متعهد الاكتتاب على أساس الوعد الملزوم و لا يجوز أن يتقاضى المتعهد عمولات مقابل ذلك التعهد.

٩- أن تصدر الصكوك لأجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية و قد تكون دون تحديد أجل و ذلك حسب طبيعة العقد.

١٠- أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر أو التخفيف من تقلبات العوائد الموزعة.

حالة تطبيقية من السوق السعودي:

إن هيئة السوق المالية صدور قرارها المتضمن الموافقة لـ "شركة العربي الوطني للاستثمار" على طرح وحدات "صندوق المبارك للصكوك السيادية السعودية" طرحاً عاماً .

إن قرار الاستثمار من دون الاطلاع على الشروط والأحكام للصندوق ودراسة محتواها، قد ينطوي على مخاطر عالية. لذا يجب على المستثمر الاطلاع على شروط وأحكام الصندوق، التي تحتوي على معلومات تفصيلية عن الصندوق واستراتيجية الاستثمار وعوامل المخاطرة، ودراستها بعناية للتمكن من تقدير مدى جدوى الاستثمار من عدمه في ظل المخاطر المصاحبة، وفي حال تعذر فهم محتويات الشروط والأحكام، فإنه يفضل الرجوع لمدير الصندوق لمزيد من المعلومات. يجب أن لا ينظر إلى موافقة الهيئة على طرح الصندوق على أنها مصادقة على جدوى الاستثمار في الصندوق، حيث إن قرار الهيئة بالموافقة على الطرح يعني أنه قد تم الالتزام بالمتطلبات النظامية بحسب نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

حالة تطبيقية ثانية : صندوق الراجحي للصكوك

<https://cma.org.sa/Market/imf/Documents/MF-0599.pdf>

حالة تطبيقية ثالثة:

بنك الرياض يقرع جرس افتتاح بورصة لندن احتفالاً بإدراج صكوك من المستوى الثاني بقيمة 1,5 مليار دولار

تعد هذه الصفقة من الصفقات الجديدة من نوعها لأنها أول صكوك من المستوى الثاني المتوافقة مع اتفاقية بازل 3 في المنطقة، وهي أول صكوك من المستوى الثاني بالدولار الأمريكي تصدر من السعودية، ويعد هذا الإصدار الأكبر حجماً من الصكوك التي تطرح للمرة الأولى من المنطقة، وتعد الأسعار التي تحققت واحدة من أدنى الإصدارات مقارنة بأدوات الفئة الثانية على مستوى العالم. ويأتي بنك الرياض ليكون البنك السعودي الوحيد الذي يمتلك صكوكاً متداولة من المستوى الثاني، والمقومة بالدولار الأمريكي في السوق، مما يمهد الطريق لمصدري الأسهم السعوديين الآخرين، ويضع معياراً لإصدارات الفئة الثانية في المنطقة.

وكان معدل طلب المستثمرين على الصكوك من بين أعلى المعدلات التي شهدتها مصدرو الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث وصل سجل الطلب على الاكتتاب إلى 8.3 مليارات دولار، وهو ما يفوق قيمة الاكتتاب بنحو 5.5 مرات.

حالة تطبيقية رابعة:

صندوق الإنماء و صندوق البلاد للصكوك الحكومية:

حجم الصندوق ١٢٥٠ مليون ريال مقسمة على ١٢.٥ مليون وحدة بقيمة إسمية ١٠٠ ريال للإنماء، توزيعات سنوية ٣٢ مليون ريال مقسمة على ٣.٢ وحدة بقيمة إسمية ١٠ ريال، توزيعات شهرية.

صندوق البلاد المتداول للصكوك السيادية السعودية.

<http://www.albilad-capital.com/Pages/AR/Fund/FundInformation.aspx>

