

آلية التسعير ومنحى العائد لإصدارات الصكوك في المملكة العربية السعودية

أحمد محمد حسن النجار، أنور حسن عبد الله عثمان، عزمان محمد نور، وحبیب الله زكريا

معهد المصرفية الإسلامية والتمويل – الجامعة الإسلامية العالمية – ماليزيا

المستخلص: تهدف هذه الدراسة إلى التحقق من وجود منحى عائد مكتمل للصكوك المصدرة بالمملكة، وبما يمكن اعتباره مؤشراً مرجعياً لتسعير الإصدارات الجديدة. لكون وجود هذا المنحى هو أحد شروط وعوامل نجاح عملية التطوير المستهدفة لسوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية ضمن رؤية ٢٠٣٠م. الأمر الذي يستدعي ابتداءً الوقوف على الآلية المتبعة لتسعير الصكوك – باعتبارها أصلاً مالياً جديداً - عالمياً وفي المملكة العربية السعودية، ومدى اختلافها عن آلية تسعير السندات، ومن ثم بيان إمكانية الاعتماد على الأدبيات نفسها الخاصة بكيفية بناء منحى العائد على السندات لبناء منحى العائد على الصكوك بالمملكة. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لملاءمته للموضوع. توصلت الدراسة إلى عدم وجود اختلاف بين آلية تسعير الصكوك والسندات التقليدية لاعتمادها على مؤشرات أسعار الفائدة المرجعية، كما أنه لا يوجد اختلاف في الاعتماد على مؤشر الليبور (LIBOR) لتسعير الصكوك المصدرة دولياً بين المملكة وغيرها من الدول، ومؤشر السايبور (SIBOR) لتسعير الصكوك المصدرة محلياً. كما توصلت الدراسة إلى بناء منحى العائد للصكوك الحكومية السعودية، بسبب تميزه بتنوع آجال الاستحقاق، وتتابع واستمرارية الإصدارات بشكل شهري. وخلصت الدراسة إلى وجود منحى عائد يأخذ شكلاً طبيعياً، وهو منحى مكتمل للأجال بين عامين و١٥ عاماً.

الكلمات الدالة: الصكوك، تسعير الصكوك، منحى العائد، الليبور، السايبور، المملكة العربية السعودية.

تصنيف JEL: G11, G12, G15

تصنيف KAUJIE: K1, K13, L41

المقدمة

تتنوع الجهات المصدرة للصكوك بين أربع جهات أساسية، هي: ١- الجهات السيادية (الحكومية): التي تصدر الصكوك السيادية (Sovereign Sukuk) مثل: الوزارات والبنوك المركزية. ٢- الجهات شبه السيادية (شبه الحكومية): التي تصدر الصكوك شبه السيادية (Quasi-Sovereign Sukuk) مثل: الهيئات العامة. ٣- الشركات الخاصة: التي تصدر صكوك الشركات (Corporate Sukuk). ٤- المؤسسات المالية: التي تصدر صكوك المؤسسات المالية (Financial institutions Sukuk) مثل: البنوك التجارية، والبنوك الإسلامية، ومؤسسات التمويل الدولية.

على مستوى المملكة العربية السعودية، تتنوع إصدارات الصكوك بين هذه الأنواع الأربعة، فخلال الفترة من بداية إصدار الصكوك بالمملكة في عام ٢٠٠٦م وحتى نهاية عام ٢٠١٩م بلغ مجموع إصدارات الصكوك بالمملكة ١٤٤ مليار دولار، بلغت نسبة الصكوك السيادية منها (٥٠%) من إجمالي إصدارات الفترة، تليها صكوك الشركات بنسبة (٢٧%)، ثم صكوك المؤسسات المالية (١٨%)، وأخيراً الصكوك شبه السيادية بنسبة (٥%) من الإجمالي (قاعدة بيانات آيديل ريتينجز ديتا بيز (Ideal Ratings data Base) للصكوك).

تعود هذه المساهمة الكبيرة للصكوك السيادية من إجمالي الصكوك المصدرة إلى توجه المملكة إلى إصدار الصكوك كأحد بدائل تمويل عجز الموازنة؛ الذي تسبب فيه انهيار أسعار النفط منذ أواخر عام ٢٠١٤م. حيث بدأت وزارة المالية السعودية، ممثلة في مكتب إدارة الدين العام بتاريخ ٢٠ يوليو ٢٠١٧م، بإصدار برنامج الصكوك السيادية بالريال السعودي (غير محدد المدة، أو القيمة) الذي تقوم الوزارة من خلاله بإصدار صكوك سيادية محلية، أو دولية؛ وفقاً لاحتياجات الموازنة العامة للمملكة العربية السعودية (Al-Naggar, 2018, p. 26-27).

منذ ذلك التاريخ (يوليو ٢٠١٧م) قامت وزارة المالية السعودية بإصدار عدة صكوك محلية بأجال متنوعة: ٥ و٧ و١٠، ١٢، ١٥، ٣٠ سنة، ليبلغ عدد الإصدارات ٣٠ إصداراً شهرياً حتى نهاية ديسمبر ٢٠١٩م، بمجموع ١٧٧ مليار ريال سعودي (٤٧,٢ مليار دولار). في حين بلغت الإصدارات الدولية السيادية للمملكة خلال الفترة نفسها ٢٤,٣ مليار دولار أمريكي. لتبلغ إجمالي الإصدارات السيادية (محلية، ودولية) السنوية تفصيلاً: ٢٤,٦ مليار دولار في عام ٢٠١٧م، و١٥ مليار دولار في عام ٢٠١٨م، و٣١,٩ مليار دولار في عام ٢٠١٩م. لتمثل النسبة الغالبة من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك بالمملكة خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠١٩م)، حيث مثلت الصكوك السيادية نسبةً قدرها (٨٦%)، و(٨١%)، و(٩٤%) من إجمالي إصدارات الصكوك بالمملكة للسنوات الثلاث على التوالي. لينتج عن هذا النشاط الظاهر في الإصدارات الحكومية؛ ارتفاعاً ملحوظاً، ولاحظاً للانتباه، في إجمالي قيمة إصدارات الصكوك بالمملكة لتسجل (٢٨,٦)، و(١٨,٥)، و(٣٣,٩) مليار دولار للأعوام ٢٠١٧م، و٢٠١٨م، و٢٠١٩م (قاعدة بيانات آيديل ريتينجز ديتا بيز (Ideal Ratings data Base) للصكوك).

كما نتج أيضاً عن هذا النشاط في الإصدارات السيادية، تقدم المملكة ليأتي ترتيبها في المركز الثاني عالمياً بعد ماليزيا، والأول عربياً، تليها دولة الإمارات العربية المتحدة (IIFM, 2020, p. 53-57).

كما يأتي هذا النمو الظاهر في إصدارات الصكوك بالمملكة منسجماً مع رغبة المملكة في تطوير سوق الصكوك، وزيادة نسبة مساهمته في سوق التمويل، ضمن رؤيتها لتطوير القطاع المالي (أحد برامج رؤية المملكة ٢٠٣٠م). حيث كانت إحدى التحديات التي أشارت إليها

وثيقة برنامج تطوير القطاع المالي: وهو استحواذ التمويل المصرفي على نسبة كبيرة من سوق التمويل بالمملكة، مقارنة بأدوات التمويل الأخرى مثل: الصكوك، والسندات (رؤية المملكة ٢٠٣٠ م، وثيقة برنامج تطوير القطاع المالي، ص ٢٢).

يُعد وجود منحنى عائد مكتمل للصكوك، بما يُسهّل ويضبط من عملية تسعير الإصدارات الجديدة في السوق الأولي أحد العوامل المهمة لنجاح هذا التطوير المنشود لسوق الصكوك، وذلك وفقًا لدراسات تناولت بالتحليل تجربة إصدار الصكوك في ماليزيا باعتبار التجربة الأبرز عالميًا في هذا الجانب، (Ghafoor et al., 2018)، (Bin Mustafa et al., 2011)، (Said et al., 2013)، (Haron et al., 2012).

١. ما هي الآلية المتبعة في تسعير إصدارات الصكوك بشكل عام؟ وفي المملكة العربية السعودية بشكل خاص؟

٢. هل يوجد منحنى عائد مكتمل للصكوك الحكومية السعودية؟ وما هو شكل هذا المنحنى؟

٢- أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة كونها أول دراسة - في حدود ما اطلع عليه الباحثون - تستكشف وجود منحنى عائد مكتمل للصكوك المصدرة في المملكة العربية السعودية، حيث تزداد أهمية القيام بذلك - من الناحية التطبيقية - في ظل التطور والنمو الملحوظ في إصدارات الصكوك بالمملكة بداية من عام ٢٠١٧ م وحتى الآن، إضافة إلى التوجه الحكومي - ضمن رؤية ٢٠٣٠ م - لدعم وتطوير سوق الصكوك بالمملكة، ومن ثم تأتي أهمية القيام بذلك، كأحد العوامل المهمة لتطوير السوق، وضمان صحة وسلامة التسعير للإصدارات الجديدة من الصكوك. علاوة على ذلك تنبع أهمية الدراسة في تفرداها وعدم وجود دراسات سابقة في الموضوع في المملكة.

٣- أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تغطية فجوة معرفية حول الآلية المتبعة في تسعير الصكوك بإعداد عرض متكامل للموضوع من جوانبه المختلفة، إضافة إلى توضيح آلية التسعير المتبعة في إصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية. كما تهدف أيضًا إلى تغطية فجوة بحثية من خلال بناء منحنى العائد على الصكوك الحكومية السعودية المحلية، وبيان شكل هذا المنحنى والتعرف على مدى اكتماله.

١- مشكلة الدراسة:

تنطلق مشكلة الدراسة من التساؤل حول مدى تحقق أحد عوامل نجاح عملية التطوير المستهدفة لسوق الصكوك بالمملكة، وهو وجود منحنى عائد مكتمل للصكوك المصدرة، وبما يمكن اعتباره مؤشرًا تسعيريًا للإصدارات الجديدة. الأمر الذي يستدعي ابتداء الوقوف على الآلية المتبعة لتسعير الصكوك - باعتبارها أصلًا ماليًا جديدًا - في المملكة العربية السعودية، ومدى اختلافها عن آلية تسعير السندات، ومن ثم بيان إمكانية الاعتماد على الأدبيات نفسها الخاصة بكيفية بناء منحنى العائد على السندات لبناء منحنى العائد على الصكوك بالمملكة،

٤- الدراسات السابقة:

تندر الدراسات والأبحاث التي تتناول آلية تسعير الصكوك بشكل عام، والآلية المتبعة لتسعير للصكوك المصدرة في المملكة العربية السعودية بشكل خاص، إضافة إلى ندرة كبيرة في الدراسات التي تتناول منحى العائد على الصكوك، خاصة منحى العائد على الصكوك المصدرة في المملكة. وبعد مراجعة الأدبيات في هذا الجانب، تم التوصل إلى الدراسات السابقة التالية:

الدراسة الأولى بعنوان: The contracts, structures and pricing mechanisms of sukuk: A critical assessment. هدفت الدراسة إلى معالجة موضوع تسعير الصكوك ضمن أدبيات الصكوك التي تركز في الغالب فقط على هياكل الصكوك، وما قد يرتبط بها من أمور شرعية. حيث تبحث هذه الدراسة في العديد من أدوات الصكوك، وتراجع الهياكل القائمة، وتوضح آليات التسعير لأهم هذه الهياكل (الإجارة، المضاربة، المشاركة، المرابحة، الوكالة)، وتناقش القضايا الأساسية لتسعير كل نوع من أنواع الصكوك. كما تتناول الورقة الحلول الممكنة لتلك القضايا التي تمت مناقشتها (Razak et al., 2019).

أما الدراسة الثانية فهي كتاب بعنوان: Term structure of Profit Rates of Sukuk: Matlab Stochastic simulation. حيث عرض الكتاب لمعلومات مفصلة حول الهياكل المستخدمة في إصدارات الصكوك بماليزيا، وكيف يُمكن تسعير هذه الأداة الجديدة في السوق. ثم انتقل بعد ذلك لعرض منحى العائد على كل من الصكوك والسندات التقليدية. ثم عرض نماذج تقييم السندات، مُستخدمًا المحاكاة من خلال أدبيات بناء منحى العائد على السندات لبناء منحى عائد على الصكوك الحكومية الخاصة بماليزيا، وبيان المخاطر المرتبطة بتقلبات هياكل منحى العائد لكل من الصكوك والسندات، والذي يفسر العلاقة

بين تقلب عوائد السندات حتى الاستحقاق والأوقات حتى الاستحقاق (يسمى أيضًا "هيكلاً مصطلح أسعار الفائدة") مع بيان شكل المنحنى الناتج عن ذلك، ومدى اكتماله، أي تعبيره عن مدى أوسع من آجال الاستحقاق (Ganiyat, 2015).

أما الدراسة الثالثة فكانت بعنوان: The Moderating Role of Shariah Supervisory Board on Sukuk Pricing Benchmark. والتي كان الهدف الرئيس منها هو توضيح ووصف أهمية المؤشر المعياري الذي تستند عليه عملية تسعير الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى تحديد الآثار المحتملة لدور هيئة الرقابة الشرعية على هذا المعيار، والإفصاح عن مدى موافقته للشرعية. وقام البحث بجمع البيانات من ٥٤ تقريرًا لهيئات الرقابة الشرعية للصكوك في المؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا، التي تمثل عينة عن الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠١٣ م. وباستخدام النماذج الإحصائية، تم التحقق من مدى وجود الإفصاح عن موافقة الصكوك مع الشرعية. كما بيّن البحث أن هناك أدلة تُظهر تأثير هيئة الرقابة الشرعية على العلاقة بين المعيار الذي استندت عليه عملية التسعير والكشف عن موافقة الصكوك لأحكام الشرعية. (Essia et al., 2017)

والدراسة الرابعة بعنوان: Islamic Sukuk: Pricing Mechanism and Rating. وقد هدفت هذه الدراسة إلى توضيح ووصف أهمية آليات التسعير والتصنيف على الصكوك الإسلامية كورقة مالية متوافقة مع الشرعية الإسلامية، ومن ثم فهي جذابة للمؤسسات المالية الإسلامية والصناديق التي تديرها وفق أحكام الشرعية الإسلامية. وتناولت بالعرض للآلية المعمول بها عند تسعير الصكوك وأكدت أنها لا تختلف عن آلية تسعير السندات التقليدية، وأوضحت أن ذلك يرجع إلى عدم وجود سعر

الصناعة المالية الإسلامية ككل، حاولت الدراسة إثبات عدم كفاءة الاعتماد على سعر الفائدة عمومًا، ومعدل الليبور بشكل خاص، بسبب فضيحة التلاعب في أسعار الفائدة المستخدمة في حسابه خلال العشر سنوات الأخيرة، مقابل سلامة وكفاءة التسعير الإسلامي للصكوك الذي يعتمد على مفهوم العائد الشرعي، والذي يرتبط بدوره بقيمة عوائد الأصول الحقيقية التي تمثلها الصكوك. كما أثبتت من خلال الدراسة التطبيقية أن الصكوك التي لا تعتمد على مؤشر الليبور في تحديد عوائدها مثل الصكوك الحكومية السودانية (شهامة، صرح)، تُعد أقل مخاطرة من تلك التي تعتمد على ذلك المعدل مثل الصكوك المدرجة في حساب مؤشر داو جونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية، وذلك من خلال الأرقام والمؤشرات الإحصائية. (ناصر، وابن زيد، ٢٠١٣م).

ما يمتاز به هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

يمكن القول أن ما ستقدمه هذه الدراسة من جديد مقارنة بالدراسات السابقة ما يلي: (١) إعطاء نظرة شاملة ومحدثة لآلية تسعير الصكوك، والعوامل المؤثرة فيها، مع توضيح آلية التسعير المتبعة في إصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية. (٢) بيان شكل منحنى العائد على الصكوك الحكومية السعودية، وإلى أي مدى يمكن القول باكتمال هذا المنحنى؛ نظرًا لعدم وجود دراسات سابقة تتناول منحنى العائد على الصكوك المصدرة بالمملكة.

٥- منهج الدراسة:

اعتمد البحث بصورة رئيسة على المنهج الوصفي التحليلي للملاءمة لطبيعة الدراسة وأهدافها، والذي يقوم على وصف الحقائق الراهنة المتعلقة بالظاهرة من خلال جمع البيانات وتبويبها وتحليلها، واستخلاص النتائج.

مرجعي إسلامي متفق عليه بين المستثمرين والمضربين، ومن ثم يجب الاعتماد على السعر المرجعي لتسعير السندات مثل الليبور أو مشتقاته، إضافة إلى صغر الحجم النسبي لإجمالي سوق الصكوك عالميًا مقارنة بالسندات التقليدية، ومن ثم عدم قدرة المضربين على إيجاد هذا التمايز في آلية التسعير بين الصكوك والسندات. وأوصت الدراسة بأهمية التعاون بين علماء الشريعة والخبراء الماليين للتوصل لآلية مميزة لتسعير الصكوك بعيدًا عن الآلية المعمول بها. (Ries et al., 2014).

الدراسة الخامسة بعنوان: An Investigation of Sukuk Structure Risk. حاولت الدراسة عبر تطبيق الأساليب الإحصائية - بما في ذلك تحليل الانحدار متعدد العوامل - على مجموعة من الصكوك، تقييم مخاطر هيكل الصكوك بشكلٍ صحيح في سوق فعالة. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن عوامل مخاطر اختلاف هياكل الصكوك لا تملك أي قدرة على تفسير عوائد سوق الصكوك، ويعود ذلك إلى أن جزءًا كبيرًا من التسعير ينبني على أساس درجة التصنيف الائتماني للجهة المصدرة - وليس للإصدار نفسه - ومن ثم بيان درجة الاطمئنان إلى تحصيل العوائد المستحقة عن الإصدار بغض النظر عن الهيكل الشرعي للإصدار (وما يرتبط به من مخاطر)، الأمر الذي يشير إلى التشابه بين آلية التسعير الخاصة بالصكوك مع آلية تسعير السندات (Alswaidan, 2017).

أما الدراسة السادسة والأخيرة فكانت بعنوان: ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة الليبور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها. هدفت الدراسة إلى بحث مشكلة تسعير الصكوك بالاعتماد على سعر الفائدة العالمي "الليبور"، وما يصاحب ذلك من مخاطر جمة تهدد سلامة الاستثمار فيها، وبالتالي عمليات الاستثمار في

٦- مؤشرات تسعير منتجات المالية الإسلامية

تُعد آلية التسعير من أهم العوامل التي تؤثر على شرعية المنتجات المالية الإسلامية بشكل عام، والصكوك بشكل خاص، وهو ما دفع عدد من المختصين لاقتراح عدة معايير مرجعية لتسعير منتجات المالية الإسلامية ومن بينها الصكوك.

فمنذ إنشاء أول بنك إسلامي (بنك دبي الإسلامي) في عام ١٩٧٥م، كان هناك سعي من العاملين في مجال التمويل الإسلامي لإيجاد مؤشر معياري (Benchmark) لعملية التسعير يكون مقبولاً من الناحية التطبيقية وفي الوقت نفسه متوافقاً مع الضوابط الشرعية (1) (Farooq, 2014, p. 1). وفي ضوء عدم النجاح في هذه المحاولات توجهت المؤسسات المالية الإسلامية إلى اعتماد عدة مؤشرات للتسعير تقوم جميعها بالاستناد إلى سعر الفائدة كأساس مُعبر عن تكلفة الأموال، وهو ما يتعارض مع الأحكام الفقهية التي تستوجب أن تكون عوامل حساب معيار التسعير خالية من أسعار الفائدة والأنشطة الاقتصادية غير الحقيقية (Ries, et al., 2017, p. 20)

ففي الثلاثة عقود الماضية ظهرت العديد من المحاولات والمقترحات لحساب هذا المعيار، إلا أن هذه المقترحات لم تأخذ مجالاً للتطبيق لعدة اعتبارات، منها ما هو مرتبط بالمعيار المقترح نفسه أو لأسباب أخرى. نذكر من هذه المقترحات المؤشر المعياري: (١) احتساب المعيار على أساس تحليل متوسط الأرباح المحققة في سوق المال الذي تم اقتراحه من قبل الدكتور عبد الحميد الغزالي. (٢) اقتراح الدكتور محمد عبد الحلیم عمر الذي دعا فيه إلى وضع معيار مرجعي يعتمد على الأرباح الموزعة من قبل المصارف الإسلامية على المودعين. (٣) إنشاء سوق للتمويل بين المصارف الإسلامية (Islamic Inter-bank Rate)، وقد اقترح هذا النهج الشيخ محمد تقي عثمانی، والذي يقترح أن يتم

عن طريق تخصيص المصارف الإسلامية لجزء من الاستثمارات على شكل وحدات استثمارية في الأدوات المدعومة بالأصول، مثل المشاركة والإجارة وغيرها، وبعد ذلك يمكن شراء هذه الوحدات وبيعها بين المصارف الإسلامية التي لديها فوائض سيولة وبين تلك التي لديها عجز فيها، على أساس صافي قيمة الأصول (Net Asset Value-NAV) والتي يتم تحديدها بشكل دوري، وقد تكون هذه الوحدات قابلة للتداول بالسوق المالية، وبالتالي تكون قيمة الوحدات بمثابة مؤشر لتحديد الربح في الإجارة (Jallad, 2015, pp. 1774-1776).

في سياق هذه المحاولات الجادة، تم الإعلان في المؤتمر الدولي السنوي الثامن عشر للمصارف الإسلامية المنعقد في البحرين بتاريخ ١٤ نوفمبر ٢٠١١م من قبل ١٧ مصرفاً من خمس دول خليجية بالاشتراك مع طومسون رويترز وعدة جهات منظمة أو داعمة لصناعة التمويل الإسلامي عالمياً، عن إطلاق المؤشر المعياري الإسلامي للتعاملات بين البنوك (Islamic Interbank Benchmark Rate) بالدولار الأمريكي المعروف اختصاراً باسم (IIBR)، بهدف توفير مؤشر لمتوسط التكلفة المتوقعة للتمويل قصير الأجل بين المصارف الإسلامية، على أن يتم حسابه على أساس يومي (Overnight) ويتم إعلانه يومياً في تمام الساعة ١١ صباحاً بتوقيت مكة المكرمة. وكانت البنوك المشاركة من دولة الإمارات العربية المتحدة هي: مصرف أبو ظبي الإسلامي، بنك الهلال، بنك دبي الإسلامي، بنك نور الإسلامي، بنك الشارقة الإسلامي. ومن البحرين: بنك البركة، بنك السلام، بنك البحرين الإسلامي، بنك إثمار، ومن الكويت: بيت التمويل الكويتي، البنك الأهلي المتحد، بنك الكويت الوطني، بنك بروة، ومن قطر: مصرف الريان، بنك قطر

في تحديد (IIBR) هي من دول مجلس التعاون الخليجي فقط، وهو ما يحد من إمكانية استخدامه في بلدان أخرى، نظرًا لاختلافات سعر الصرف، وحجم الاحتياطات من الدولار المتوفرة خارج هذه البلدان. كما أنه حتى من الصعب تطبيقه كمؤشر بديل للعملة المحلية، مثل سعر الفائدة للإقراض المستخدم بين البنوك المحلية أو ما يطلق عليه الإنترنت (Inter-Bank) (مثل مؤشر (SAIBOR) على الريال السعودي) الذي يتأثر بالعرض النقدي المحلي وحجم الائتمان المحلي المطلوب في كل دولة على حده.

العقبة الثانية: هي أن هذا مؤشر (IIBR) يُظهر علاقة طويلة الأجل مع المعدلات التقليدية لحساب أسعار الفائدة وتكلفة التمويل بالطرق التقليدية مثل الليبور وغيره، ويفشل في تحديدها بشكل مستقل وفق معدلات الريح المتوقع كما تم النص عليه في منهجية احتسابه، وفق ما أظهرته نتائج دراسة قياسية على المؤشر (Nechi & Smaoui, 2018, p. 26).

خلاصة القول إنه لم يتم حتى الآن تحويل أي من هذه المقترحات إلى مؤشرات معيارية - باستثناء (IIBR) وإن كانت عليه قيود للاستخدام - ترجع إليها صناعة الخدمات المالية الإسلامية، الأمر الذي يعني أن صناعة التمويل الإسلامي ما زالت تعتمد صراحة أو ضمناً على المؤشرات المرجعية المعتمدة على أسعار الفائدة مثل معدلات الليبور أو نظائره المحلية، باعتبارها مؤشرات معيارية لتسعير منتجات التمويل الإسلامي بما فيها الصكوك.

الإسلامي، ومن المملكة العربية السعودية: مصرف الإنماء، البنك الأهلي التجاري (Azad & Ahsan, 2014, p. 3).

استنادًا إلى ورقة الحقائق (Fact Sheet) حول (IIBR) الصادرة عن طومسون رويترز، فإن ما يُميز هذا المؤشر عن مؤشر الليبور^(*) (LIBOR) أن IIBR يستند إلى الريح المتوقع بينما تستند المؤشرات التقليدية مثل (LIBOR) إلى أسعار الفائدة. حيث يتم ذلك من خلال سؤال البنوك المساهمة في المؤشر صراحة عن تكلفة جمع التمويل المتوافق مع الشريعة الإسلامية. كما أن (IIBR) يستند على العائدات المتولدة من الأصول الإسلامية، وبالتالي يعد معبرًا جيدًا عن مخاطر الاستثمار في الأصول الإسلامية.

ووفقًا للورقة نفسها، فإنه يمكن اعتبار المؤشر المعتمد في دول مجلس التعاون الخليجي أحد الخطوات نحو سوق مالي إسلامي عالمي ومتكامل اقتصاديًا. حيث سيتم استخدام (IIBR) بشكل أساسي كمعدل سعر مرجعي للأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بما في ذلك تمويل الشركات والأصول الاستثمارية والصكوك وغيرها من أدوات الدخل الثابت المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

ومع ذلك فإن هناك عدة عقبات أمام اعتماد هذا المؤشر ليكون مؤشرًا مرجعيًا لتسعير المنتجات المالية الإسلامية. وأولى هذه العقبات: أن جميع البنوك المساهمة

(*) الليبور (Libor) هو اختصار لعبارة (London Inter-Bank Offered Rate) بمعنى معدل الفائدة المعروض من قبل البنوك في لندن، حيث نشأ هذا المعدل كمؤشر معياري ومرجعي موحد لتسعير قروض الشركات بأسعار فائدة متغيرة، ويتم تحديد المؤشر يوميًا من قبل جمعية المصرفيين البريطانيين ((British Bankers Association (BBA)، وحاليًا، تستخدم أغلب الدول في العالم ذات النظام البنكي المتطور معدل مشابه لليبور كمؤشر لتسعير فائدة القروض المتبادلة بين بنوكها، مثلًا: (SAIBOR) السابوير يرمز لمعدل الإقراض المستخدم بين البنوك السعودية. للمزيد من التفاصيل حول مؤشر ليبور، راجع: جون كيف، (كيف، ٢٠١٢م). . ومما تجدر الإشارة إليه أن العمل بمؤشر الليبور سينتهي مع نهاية عام ٢٠٢١م.

٧- آلية تسعير الصكوك

١.٧. النظريات ذات الصلة بالتسعير:

تطورت النظرية المالية بشكل كبير خلال السبعين عامًا الماضية، حيث كان هناك تفاعل ملحوظ بين النظرية والتطبيق، فقد ساهم البحث الأكاديمي في تعميق الفهم لسلوك المستثمر ولآلية عمل الأسواق المالية. كما حفزت البحوث الأكاديمية أيضًا الابتكار المالي وأدت إلى تطوير أدوات وأسواق مالية جديدة. وحيث تمثل الصكوك منتجًا ماليًا جديدًا من منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي وجدت طريقها ضمن المحافظ المالية لكبرى الشركات، وكذلك ضمن صناديق الاستثمار المحلية والدولية، وعليه، فإن الصكوك، باعتبارها ورقة مالية، وكونها واحدة من مصادر تمويل الشركات والحكومات، فإنها تخضع لكثير من الظواهر التي تم ملاحظتها وتأثيرها ضمن النظرية المالية والاقتصادية مثل آليات التسعير الأنسب لها.

نذكر من بين أهم تلك المجالات التي قام البحث المالي بدراستها، ووضع نظريات علمية حولها: موضوع تسعير الأصول المالية التي تناولتها النظريات التالية: نظرية المحفظة، نظرية تسعير الأصول الرأسمالية، نظرية هيكل أسعار الفائدة. وفيما يلي استعراض سريع لتلك النظريات.

(أ) نظرية المحفظة المالية لـ (Markowitz): تسمى هذه النظرية أيضًا بنظرية إدارة المحفظة الحديثة Modern Portfolio theory أو فرضية تنوع (Markowitz)، حيث نشر (Harry Markowitz) في عام ١٩٥٢م مقالاً في مجلة التمويل (Journal of Finance)، تضمنت مجموعة من المفاهيم التي تهدف إلى بناء محفظة استثمارية أكثر كفاءة، استنادًا إلى أن التطبيق التقليدي لمعايير الاستثمار أحادية المعايير كمعيار صافي القيمة الحالية (NPV) يجب استبداله بمعيارين: معيار العوائد المتوقعة، ومعيار المخاطر التي حددها بأنها تساوي الانحراف المعياري للعوائد الموزعة (Markowitz, 1952, p.77-91).

في العقود التالية، قام (Markowitz) بتوسيع نموذجه واستخدمه في كتابه الشهير (Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments)، وكان السؤال الرئيس الذي طرحه هو: هل حيازة محفظة مالية مؤلفة من عدة أصول مالية ذات عائد ومخاطرة سيضمن ارتفاع العائد الكلي وانخفاض في المخاطرة الكلية أم لا؟ وقد أجاب بأنه يمكن من خلال استخدام التنوع (Diversification) التوصل إلى العائد المتوقع الأمثل ضمن مستوى مخاطر معين. حيث يمكن للمستثمر أن يستفيد من مزايا التنوع وأهمها الحد من مخاطر المحفظة، وذلك من خلال الاستثمار في مجموعة من الأصول ذات مستويات مختلفة من المخاطرة (Markowitz, 1991).

هناك توصية قديمة تقول إنه لا ينبغي وضع البيض كله في سلة واحدة. في عام ١٩٩٠م، تلقى (Markowitz) جائزة نوبل في الاقتصاد لأنه طور أساسًا تحليليًا قويًا لتلك التوصية الحكيمة، التي يمكن أن يتبعها الأفراد والشركات وصناديق الاستثمار المشتركة والمؤسسات الاستثمارية. فتحليل المخاطرة المرتبطة بحيازة الأصول المالية شكل بعد ذلك لب اهتمام نظرية المحفظة المالية (النظرية المعاصرة للاختيارات) التي جاء بها (Markowitz)، معتمداً على إمكانية تشكيل محفظة مالية بمعلومية تقديرات المحللين للعوائد المستقبلية المحتملة للأوراق المالية المكونة للمحفظة، وقد شدد (Markowitz) على ضرورة خضوع كل من العائد والمخاطرة إلى البحث العميق. حيث تم تحديد خمس مؤشرات إحصائية للمخاطر عادة ما يتم الاعتماد عليها في نظرية المحفظة الحديثة، وهي: ألفا (Alpha)، وبيتا (Beta)، والانحراف المعياري (Standard Deviation) و (R Squared)، ونسبة شارب (Sharpe ratio)، وجميعها تهدف إلى مساعدة المستثمرين في تحديد المخاطر الاستثمارية المحتملة.

مستشاري الاستثمار وصناديق الاستثمار المشتركة في جميع أنحاء العالم، جنباً إلى جنب مع غيرها من المؤشرات.

(ج) نظرية هيكل سعر الفائدة: يتعرض أصحاب محافظ السندات (وغيرها من الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة مثل الصكوك في بعض صيغها) للعديد من المخاطر، أنواع المخاطر ذات الصلة هي: مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر التضخم، ومخاطر التخلف عن السداد، أو الائتمان، ومخاطر العملة، والمخاطر السياسية. كما يتعرض أيضاً مصدر السندات لمعظم هذه المخاطر، لكن علامة التأثير المحتمل لأحداث المخاطرة عادة ما تكون معاكسة. حيث يعكس هيكل سعر الفائدة في تاريخ معين التقييم الشامل من قبل المشاركين في السوق لجميع عوامل الخطر هذه. حيث يتم تعريف هيكل مصطلح أسعار الفائدة على أنه نمط أسعار الفائدة على السندات ذات آجال استحقاق مختلفة في وقت معين، وهو ما يعرف بمنحنى العائد على السندات.

خضع هيكل أسعار الفائدة لدراسات من قبل الاقتصاديين البارزين لسنوات عديدة. في ثلاثينيات وأربعينيات القرن العشرين حيث ساهم كل من: (John Maynard Keynes)، و(John R. Hicks)، و(Irwin Fisher)، و(Frederick R. Macauley)، و(Friedrich A. Lutz) في منشورات مهمة. فقد أراد هؤلاء الاقتصاديون شرح هيكل أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكذلك الروابط بين السياسة النقدية والنشاط الاقتصادي الحقيقي. فالبنوك المركزية تعمل بشكل تقليدي في السوق للأدوات قصيرة الأجل، في حين يتم افتراض وجود نشاط اقتصادي حقيقي من خلال السلوك الاستثماري للشركات المرتبطة بأسعار الفائدة طويلة الأجل. لذلك من الضروري فهم العوامل التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية ذات آجال الاستحقاق المختلفة، وهو ما يساهم منحنى العائد في توضيحه.

(ب) نظرية تسعير الأصول الرأسمالية: نشر William F. Sharpe في عام ١٩٦٤م مقالاً في مجلة التمويل (Journal of Finance) استناداً إلى نموذج (Markowitz)، ولكنه استكمل بافتراضات إضافية. حيث تتمثل إحدى صعوبات نموذج (Markowitz) في أنه يتطلب تقدير مصفوفة فروق التباين (A variance-covariance matrix)، التي ستصبح كبيرة جداً إذا كان عدد الأوراق المالية المتاحة للمستثمر كبيرة. كذلك قام (Sharpe) بتبسيط إجراءات التقدير المرهقة من خلال افتراض أن عوائد الأوراق المالية الفردية مترابطة فقط من خلال حساسيتها لعامل مشترك، وعادةً ما يكون هذا العامل المشترك هو عائد مؤشر السوق (Sharpe, 1964, p. 425-442).

افتراض (Sharpe) كذلك أن جميع المستثمرين قادرون على الإقراض والاقتراض بسعر فائدة خالٍ من المخاطر (Risk-free interest rate)، وأن تكاليف المعاملات غائبة. بموجب هذه الافتراضات المبسطة، سيختار جميع المستثمرين مجموعة من محفظة السوق والأصل الخالي من المخاطر (أو الاقتراض بفائدة خالية من المخاطر). تقع جميع المحافظ على "خط سوق رأس المال"، ويشير ميل هذا الخط إلى سعر المخاطرة الذي يحدده السوق.

منذ ذلك التاريخ أصبح نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model -CAPM) بمثابة العمود الفقري لكثير من دراسات تسعير الأصول في الأسواق المالية. كما أصبحت بيتا (BETA) التي تقيس حساسية السهم الفردي لحركات العائد في سوق الأسهم ككل تستخدم على نطاق واسع من قبل المحللين الماليين ووسطاء البورصة. يتم كذلك استخدام ما يسمى "نسبة شارب" (Sharpe Ratio)، التي تُعرف باسم العائد التاريخي للمحفظة مخصصاً منها سعر الفائدة الخالي من المخاطر ومقسومة على الانحراف المعياري لعائد المحفظة، من قبل

الداخلي (Internal Rate of Return) الذي سوف يحصل عليه مشتري السند.

انطلاقاً من النظريات ذات الصلة السابق ذكرها، ومن نظرية التقييم التقليدية للسندات، وبالنظر إلى أن الصكوك ومنذ ظهورها كورقة مالية، وترويجها على أنها بديل للسندات، فإنه يتم معاملتها في كثير من الأحوال والمعالجات كالسندات التقليدية، ومن بين هذه المعالجات المتشابهة تبرز آلية تسعير الصكوك، التي تتشابه إلى حد كبير مع آلية تسعير السندات، التي تقوم بالأساس على التدفقات النقدية المتوقعة من الصك وتوقيتها، وعلى المخاطر المرتبطة بالمصدر والإصدار التي تحدد درجة التصنيف الائتماني للصك.

فالمفهوم العام لتسعير الصكوك هو على غرار تسعير السندات، حيث يتم تلخيص كثير من هياكل الصكوك على أنها تمويل/قرض من حاملي الصكوك (Sukuk holder) إلى مُصدر الصكوك (Sukuk issuer). كما يتم استخدام مفهوم القيمة الزمنية للنقود والقيمة الحالية في تسعير الصكوك. كما أن العائد الموزع على الصكوك قد يكون ثابتاً أو متغيراً (بربطه بأحد المؤشرات) مثل السندات، لذلك تُصنف الصكوك في كثير من الدول – ومنها المملكة العربية السعودية – ضمن أدوات الدخل الثابت (Razak et al., 2019, p. 22).

يحدث ذلك في الواقع العملي بسبب سعي المصدريين إلى تسويق إصداراتهم من الصكوك في الأسواق الدولية، وحيث أن أحد شروط نجاح هذه التسويق هو تسعيرها وفق مرجعية دولية معترف بها، فإنهم يلجؤون في العادة إلى الاعتماد على آلية تسعير السندات الدولية، التي تستند على أحد مؤشرات الفائدة المرجعية، ولعل أشهر مؤشرات الفائدة الأكثر استخداماً في عملية التسعير هو مؤشر الليبور أو أحد مشتقاته، حيث يكون الليبور أو أحد مشتقاته

قام كل من (B.G.Malkiel) و (Angelo Melino)، في عامي ١٩٦٦م و ١٩٨٨م على التوالي، بنشر نظرة عامة – ذات قيمة علمية مميزة – على تطور نظرية هيكل أسعار الفائدة. وفقاً لنظرية فرضية التوقعات. حيث يتم تحديد أسعار الفائدة الآجلة وفقاً لتوقعات المشاركين في السوق فيما يتعلق بالتطور المستقبلي في أسعار الفائدة قصيرة الأجل بالإضافة إلى علاوة المخاطرة المناسبة (Malkiel, 1966)، (Melino, 1988).

٢,٧. عوامل تسعير السندات والصكوك

تقوم نظرية التقييم التقليدية على أن سعر أي أصل هو مجموع التدفقات النقدية المستقبلية المخصومة المستحقة من هذا الأصل (Reilly & Brown, 2012, p. 17). وهو ما ينطبق على تسعير السندات، حيث يتم تسعير السندات وفق المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^N \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{M}{(1+y)^N}$$

حيث تشير C إلى التدفقات النقدية من التوزيعات الدورية (الكوبون Coupon) التي سيتلقاها حاملو السندات في الوقت t، ويشير y إلى العائد حتى الاستحقاق Yield To Maturity (YTM)، و M إلى القيمة الاسمية للسند Par or face value، و N إلى عدد الفترات حتى تاريخ استحقاق السند (Gottschalk, 2018, p. 4). حيث توضح المعادلة السابقة أن سعر السند هو عبارة عن حاصل جمع القيمة الحالية للتدفقات النقدية من التوزيعات الدورية (Coupons) والقيمة الحالية من استرداد القيمة الاسمية للسند في نهاية المدة. وهو ما يشير إلى أن أحد العوامل الأساسية في تحديد القيمة الحالية لهذه التدفقات هو العائد حتى الاستحقاق، الذي يعنى أيضاً معدل العائد

ومحدد لا يتم تغييره عندما تحدثت تغيرات في هذا المؤشر، كما أجاز المعيار اتخاذ المؤشر كأساس لتحديد العائد في الأجرة المتغيرة في عقد الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك (المعيار رقم ٨) معيار المربحة - البند ٦/٤، والمعيار رقم (٤٧) ضوابط حساب ربح المعاملات - البند ١/٦ و ٢/٦، والمعيار رقم (٢٧) المؤشرات - البند ٣/٥ و ٤/٥). وبناء على ذلك يتغير العائد على الصكوك صعودًا وهبوطًا بتغير سعر العائد المرجعي وهو معدل الليبور (المعايير الشرعية، ٢٠١٧م).

وبالرغم من هذا الجواز الذي أشارت إليه المعايير الشرعية، وكذلك قبول الهيئات الشرعية لهذه الآلية - تحت بند الضرورة - إلا أن هذه الإجازة ليست على إطلاقها، بل لها قيود على الاستخدام، كما أشار معيار المؤشرات تفصيلًا. كما أنها لا تنطبق على تسعير كافة هياكل الصكوك. فمثلا صكوك المشاركة والمضاربة، يجب أن تستند - أثناء تسعيرها - على عوائد الأصول والمشروع محل المشاركة، لا على مؤشرات أسعار الفائدة المرجعية، إلا أن الواقع العملي يشير إلى أن آلية التسعير يتم تطبيقها على جميع هياكل الصكوك دون تفرقة.

٣,٧. معادلة تسعير الصكوك ودور التصنيف الائتماني
كما ذكر سابقًا، فإن المصدريين وفي سعيهم إلى تسويق إصداراتهم من الصكوك عالميًا، وتحقيقًا لأحد شروط نجاح هذا التسويق وهو تسعيرها وفق مرجعية دولية معترف بها، فإنهم يقومون بربط عوائد الصكوك المتمثل في هامش الربح الموزع على الصكوك المصدرة (العائد) بالسعر المرجعي، وهو في العادة معدل الفائدة الليبور مضافًا إليه هامش مخاطرة (علاوة المخاطرة) أو ما يسمى بآلية (Libor +)، حيث يكون الليبور هو الجزء المتغير في السعر، بينما يكون هامش المخاطرة (Spread) ثابتًا في أغلب الأحيان.

بمقام العائد حتى تاريخ الاستحقاق (YTM) وفقا لمعادلة تسعير السندات السابق ذكرها (عيسى، ٢٠٠٧م، ص ١٠). وقد استمر العمل بهذه الآلية لتسعير الصكوك لعدة أسباب، لعل أهمها: (١) عدم وجود آلية أو نظام مرجعي لتسعير الأصول المالية الإسلامية (Islamic benchmark rate) مطبق ومتفق عليه بين المستثمرين والمصدريين - كما تم إيضاحه سابقًا -، مما أدى إلى الاعتماد على آلية التسعير المرجعية لتسعير السندات التي تعتمد على مؤشرات سعر الفائدة المرجعية مثل الليبور أو أيا من مشتقاته. (٢) الصغر النسبي لإجمالي سوق الصكوك عالميا مقارنة بالسندات التقليدية، ومن ثم عدم قدرة المصدريين على إيجاد هذا التمايز في آلية التسعير بين الصكوك والسندات (Ries et al., 2014, p. 641)، حيث إن سوق السندات يفوق بكثير سوق الصكوك عالميًا، فقد بلغ حجم سوق السندات عالميًا ١٠٢,٣ ترليون دولار بنهاية عام ٢٠١٨م (SIFMA, 2019, p. 2) مقابل حجم سوق الصكوك عالميًا حيث بلغ ٨٧,٨ مليار دولار في العام نفسه (IIFM, 2020, p. 92).

إضافة لسبب آخر متعلق بسيطرة البنوك الدولية على ترتيبات طرح الصكوك - خاصة الإصدارات الدولية منها - وميلهم إلى توجيه السوق لتقريب كافة الآليات المستخدمة في الصكوك من تلك الآليات المعمول بها في السندات، بما في ذلك آليات التسعير، وكذلك التصنيف الائتماني للصكوك المصدرة.

في هذه النقطة، وعلى مستوى القبول الشرعي لهذه الآلية، أشار المعيار رقم (٢٧) من المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة - معيار المؤشرات - إلى جواز اتخاذ المؤشرات مثل الليبور أو غيره أساسًا لتحديد الربح في الوعد بالمربحة شريطة إبرام عقد المربحة على ربح واضح

فالتصنيف الائتماني هو عملية تقييم لملاءة المقترض من قبل إحدى الوكالات المتخصصة، الذي يعني إبداء رأي حول مخاطر الاقتراض، التي تركز على قدرة المقترض على الوفاء بالالتزامات المتفق عليها، والخصائص المحددة للاقتراض مثل: الطبيعة القانونية للضمانات المقدمة (Vernimmen, 2009, p.139-140).

وبمعنى آخر، فإن التصنيف الائتماني يهدف إلى توفير معلومات ذات موثوقية بشأن ملاءة الجهات المقترضة، ومدى قدرتها على الوفاء بالالتزامات المترتبة على الاقتراض، أي أنه يعبر عن الجودة الائتمانية لورقة مالية ما. كما أنه لا يعد توصية بشراء، أو بيع الأوراق المالية، ولا يعبر عن رأي مطلق، بل هو رأي قابل للتغير في ضوء التغيرات الداخلية، أو الخارجية التي تؤثر سلبًا أو إيجابًا على الجهة المقترضة (غربي، ٢٠٢٠م، ص ٢٠٦-٢٠٧). ومن ثم يعتبر أحد الأهداف الرئيسية لعملية التصنيف الائتماني للصكوك هو محاولة الوصول إلى درجة دقة أعلى في عملية التسعير، حيث تؤثر عملية التصنيف الائتماني للصكوك بشكل كبير على درجة التحقق من الحصول على عوائد الصكوك في المستقبل، ومن ثم عملية التسعير (Othman & Amri 2020, p. 24).

فقد أثبتت كثير من الدراسات السابقة أن هناك علاقة عكسية بين عملية التصنيف الائتماني للصكوك، وتسعير الصكوك، فإذا كان التصنيف الائتماني للإصدار بدرجة مرتفعة؛ فإن ذلك يعكس مستوى منخفض للمخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون، وبالتالي فإن العائد (السعر) الذي سيقبل به مُصدر الصكوك وكذلك المستثمرون سيكون منخفضًا كذلك والعكس، فإذا كانت درجة التصنيف الائتماني للإصدار منخفضة؛ فإن ذلك يعكس ارتفاع مستوى المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون، وبالتالي: فإن العائد (السعر) المقدم من مصدر الصكوك لابد وأن يكون مرتفعًا كذلك. حيث تقدم المؤسسات ذات

حيث يمكن بيان المعادلة التي يتم على أساسها تسعير الصكوك، التي هي معادلة تسعير السندات نفسها، كما يلي: (Othman & Amri, 2020, p.50):

$$\text{Sukuk Price} = f(\text{Benchmark rates} + \text{Credit Spread})$$

فسعر المؤشر المرجعي (Benchmark rates) هو العامل الأول في عملية التسعير، فإذا كانت صكوكا دولية، فإنه يتم مراجعة سعر الليبور، وإذا كانت صكوكًا محلية فإنه يتم مراجعة المقابل المحلي لمؤشر الليبور، فمثلًا إذا كانت الصكوك ستصدر في السعودية فإنه يتم مراجعة سعر "SAIBOR"، وإذا كانت ستصدر في ماليزيا؛ فإنه يتم مراجعة سعر "KLIBOR" .. وهكذا. وهذا المؤشر المرجعي يعبر عن تكلفة الأموال، التي تتغير من وقت لآخر وفقًا لعدة عوامل، ومن ثم يكون الليبور أو ما يقابله هو الجزء المتغير في سعر الصك.

أما العامل الثاني في عملية التسعير فهو هامش المخاطر (Credit Spread)، وهو الجزء الثابت في معادلة التسعير، والذي يعكس المقابل الذي سيتم دفعه مقابل الاستثمار في هذه الصكوك، وهذه المخاطر تشمل: مخاطر الائتمان، ومخاطر السيولة، والمخاطر المرتبطة بهيكل الإصدار نفسه. ويتم تحديد هذا الهامش في ضوء درجة التصنيف الائتماني الممنوحة للإصدار، واتجاهات منحى العائد للإصدارات من الجهات الشبيهة (Othman, & Amri, 2020, p. 50).

حيث يُعدّ التصنيف الائتماني أحد المراحل المهمة التي تمر بها عملية تسعير الصكوك والسندات ضمن مراحل أخرى عديدة. كما تساعد هذه المرحلة على دقة عملية التسعير، من خلال قياس المخاطر المرتبطة بالمصدر والإصدار، حيث تتولى وكالات التصنيف الائتماني تغطيتها عبر عمليات وتقارير التصنيف الائتماني التي تمنحها هذه الوكالات للإصدار، والتي على أساسها يتم تقدير المخاطر المتعلقة به، وبالتالي: يتم التسعير وفقًا لذلك.

يقيسه التصنيف الائتماني على تسعير نوعين من هياكل الصكوك هما: الصكوك القائمة على الأصول (Assets-based Sukuk) والصكوك المدعومة بالأصول. (Assets-backed Sukuk).

نبدأها أولاً ببيان الفرق بينهما من خلال الجدول التالي (Hidayat, 2013, p. 26):

الصكوك القائمة على الأصول	الصكوك المدعومة بالأصول
لا يتم تسجيل ملكية أصول الصكوك قانوناً باسم حملة الصكوك وتبقى مسجلة باسم الجهة المنشئة	تكون أصول الصكوك مسجلة قانوناً باسم حملة الصكوك
يكون لحملة الصكوك ملكية شرعية ولا تكون لهم ملكية قانونية كاملة، وتنحصر فقط فيما يسمى بالملكية النفعية Beneficial Ownership	يكون لحملة الصكوك بجانب الملكية الشرعية ملكية قانونية كاملة Title – Legal Ownership
ليس لحملة الصكوك الحق في التصرف بالأصول إلا ببيعها للجهة المنشئة	لحملة الصكوك الحق في التصرف بالأصول بأي تصرف والتنفيذ المباشر عليها باعتبارهم مالكيها في مواجهة القانون
يكون التركيز على الكفاءة الائتمانية للجهة المنشئة	يكون التركيز على كفاءة الأصول

يتم تطبيقها على الصكوك القائمة على أصول، والصكوك المدعومة بأصول (Moody's Investors Service, 2006).

وقبل ختام هذه الجزئية، يمكن توضيح آلية التسعير التي تتم في الواقع العملي بالمثال التالي: نفترض أن إحدى الشركات بإحدى الدول ستقوم بإصدار صكوك دولية بقيمة معينة. فإنه عند تسعير الإصدار يتم النظر ابتداءً إلى سعر الليبور في هذا التوقيت^(*)، وليكن (٢%)، بعدها يتم القيام بالجولة الترويجية (Roadshow) حسب الأسواق المستهدفة التي يتم فيها عملية بناء سجل الأوامر (Book Building) التي يرى فيها المستثمرون إضافة (٣%) مثلاً كهامش إضافي على سعر الليبور مقابل المخاطرة،

التصنيف الائتماني المنخفض عائدًا (سعرًا) أكبر؛ حتى تعمل على جذب المستثمرين كمقابل لارتفاع درجة المخاطر. وهو الأمر نفسه الذي ينطبق على تأثير التصنيف الائتماني للسندات التقليدية على عائدات (تسعير) السندات (Melzattia & Doktorlina, 2018, p.107).

فعلى مستوى الصكوك، تجدر الإشارة إلى أهمية التفرقة في هذا الإطار بين تأثير اختلاف المخاطر الذي

بالنسبة للصكوك القائمة على الأصول، ترى وكالة Moody's" للتصنيف الائتماني أن هذا النوع من الصكوك يعتمد في تصنيفه على مخاطر المنشئ/الجهة الراعية، كما هو مستخدم في تصنيف السندات التقليدية، وأن انتقال ملكية الأصول في هذا النوع من الصكوك من المصدر إلى حملة الصكوك هو مجرد حدث شكلي وليس جوهري. أما بالنسبة للصكوك المدعومة بالأصول، فإن تصنيفها يعتمد بشكل مبدئي على تحليل مخاطر أداء الأصول محل التعاقد، كما ترى أن انتقال ملكية الأصول في هذا النوع من الصكوك هو أمر مؤثر، وليس أمرًا شكليًا، ومن ثم فهناك ضرورة لتقييم مخاطر الأصول محل الإصدار (Mesddi & Naifar, 2013. p. 265). وقد أصدرت الوكالة في إبريل عام ٢٠٠٦م منهجيات تصنيف إصدارات الصكوك

(*) يكون في العادة - وفقًا للواقع العملي - سعر الليبور لأجل ٣ أو ٦ أشهر.

بمعدلات ثابتة وفق مؤشرات الفائدة المعروضة بالسوق (وزارة المالية، مذكرة معلومات برنامج إصدار الصكوك الحكومية السعودية، ٢٠١٧م، ص ٣٧).

فالسايبور (SAIBOR) هو اختصار للمؤشر المعياري (Saudi Arabian Interbank Offered Rate) ويعني معدل الإقراض المستخدم بين البنوك السعودية "الإنتربنك". ففي ٢٠ نوفمبر ٢٠١٦م تمت الموافقة من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي على أن تكون (Thomson Reuters) هي المسؤولة عن حسابه وإعلانه. ويصدر السايبور بست آجال: ليلة واحدة، أسبوع، شهر، ٣ أشهر، ٦ أشهر، ١٢ شهرًا. ويتم إعلانه يوميًا من الأحد إلى الخميس (باستثناء أيام الإجازات الرسمية) في تمام الساعة ١١ صباحًا بتوقيت المملكة، ويقتصر حساب السايبور على البنوك النشطة في المملكة العربية السعودية، بعد أن يُقدّم كل مصرف من هذه المصارف سعر الفائدة الذي يطلبه للإقراض، ثم يتم بعدها استبعاد أعلى وأقل رقمين، وحساب المتوسط الذي يكون هو سعر السايبور المعلن (REFINITIV, 2020, p. 4-5).

ويعد السايبور هو المعيار الذي يتم على أساسه تحديد سعر الفائدة للإقراض الاستهلاكي والتجاري في المملكة، كما أن هناك عدة عوامل تؤثر على سعر السايبور لعل أهمها: سعر الريبو (Repo Rate) (سعر اتفاقية إعادة الشراء)، والريبو المعاكس (Reverse Repo) (سعر اتفاقية إعادة الشراء العكسية)، ومتوسط أسعار الفائدة على الودائع بالدولار الأمريكي لمدة ثلاثة أشهر، كما يؤثر في تحديده مدى توافر السيولة بالجهاز المصرفي السعودي، فكلما توافرت السيولة قلت تكلفة الأموال، وبالتالي انخفضت معدلات السايبور والعكس، إضافة إلى اتجاهات وحجم الطلب المحلي على الائتمان (Algahtani, 2015, p. 3).

ويتحدد السعر النهائي بعد تلقي كافة العروض من المستثمرين المستهدفين بالطرح، فإذا كانت معدل ٣% هو المعدل الذي تم الاتفاق عليه كمقابل مخاطر، فإن التسعير النهائي سيكون (Libor+3%). أي أن سعر الاكتتاب العام الأولي للإصدار سيكون عند (٥%)، وتتغير قيمة المدفوعات الدورية لحملة الصكوك وفقا لتغير سعر الليبور، على اعتبار أنه الجزء المتغير في المعادلة.

٨- آلية تسعير الصكوك بالمملكة

نظرًا لترابط أسواق إصدارات الصكوك، خاصة الصكوك المصدرة دوليًا فإنه لا يوجد اختلاف بين الآلية المعمول بها في عملية تسعير الصكوك بين الدول، حيث يكون تسعير إصدارات الصكوك الدولية للمملكة مرتبطًا بأحد مؤشرات أسعار الفائدة المرجعية، الذي يكون غالبًا سعر الليبور (Libor) أو معدل العائد على سندات الخزنة الأمريكية (US Treasury bond) أو أحد المؤشرات الأخرى التي تقيس تكلفة الأموال مثل اتفاقيات عقود المبادلة SWAP.

أما الإصدارات المحلية، فتتبع في العادة سعر الفائدة للإقراض المستخدم بين البنوك المحلية، أو ما يطلق عليه الإنتربنك (Inter-Bank)، ففي إصدارات الصكوك المحلية بالمملكة العربية السعودية؛ فإنها تعتمد في التسعير على سعر السايبور (Saibor)، أو أحد مؤشرات الفائدة الأخرى. كمثال على ذلك: نصت مذكرة معلومات برنامج إصدار الصكوك الحكومية الصادرة عن وزارة المالية السعودية على إعطاء الجهة المسؤولة عن الطرح (مكتب إدارة الدين العام)، الحق في التسعير لكل إصدار على حده، على أن يكون التسعير إما معتمدًا على سعر الفائدة المعروض بين البنوك السعودية (SAIBOR) كسعر مرجعي، أو التسعير

٩- منحى العائد على الصكوك

من خلال العرض السابق تبين أن آلية تسعير الصكوك لا تختلف كثيراً عن آلية تسعير السندات، حيث يعتمد كلاهما على المعادلة نفسها والعوامل التي تم توضيحها سابقاً، التي تتكون من شقين، الأول: هو مؤشر سعر الفائدة الذي يقيس تكلفة الأموال سواء كان الليبور، أو غيره، أو نظائره المحلي، إضافة إلى الشق الثاني من معادلة التسعير الذي يعتمد على مقابل درجة مخاطر المصدر والإصدار والتدفقات النقدية التي يقيسها التصنيف الائتماني. ومن ثم يمكن عرض مفهوم منحى العائد على الصكوك وكيفية بناءه منطلقين من البحوث السابقة عن منحى العائد على السندات.

١,٩. تعريف وأهمية منحى العائد:

يُعرف منحى العائد Yield Curve بأنه مخطط بياني Chart يوضح العوائد Yields على ورقة مالية (أو لأسعار الفائدة أو غيرها)، وفق آجال استحقاق Maturities مختلفة في تاريخ معين. وهو وصف للعلاقة بين العائد على ورقة مالية (الصكوك مثلاً) ذات أجل استحقاق قصير وبين العوائد على الورقة نفسها لآجال استحقاق أطول، على أن تكون العوائد على المحور الرأسي، بينما يتم وضع آجال الاستحقاق على المحور الأفقي (3, p. 2015, Oladunni).

يُعد استخدام منحى العائد مهماً للغاية مع تزايد عدد الأدوات المالية من سندات وصكوك ومشتقات مالية وغيرها، حيث يتم استخدامه على نطاق واسع في مجال التمويل لتقدير المسار المستقبلي للاقتصاد وكذلك لتقييم المنتجات المالية. كما يستخدم منحى العائد لتسعير السندات والصكوك، وخصم التدفقات النقدية المستقبلية، وتسعير المشتقات المالية، وبناء أسعار الفائدة الآجلة وتحديد علاوة المخاطر المرتبطة بشراء سندات أو صكوك لآجال الاستحقاق المختلفة (2, p. 2014, Venekamp et al.).

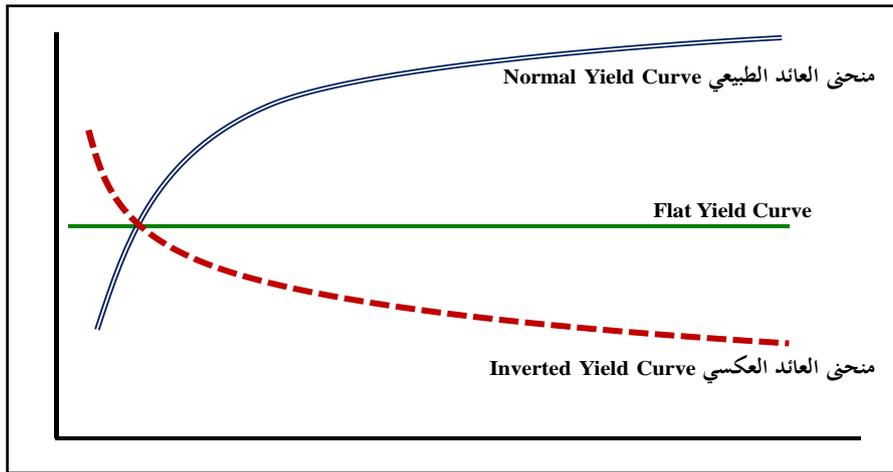
كما تنبع أهمية منحى العائد على الصكوك في استخداماته المختلفة، ولعل أهم تلك الاستخدامات أنه قد يُستخدم في تسعير أدوات الدين الأخرى المشابهة في السوق، حيث يُحدد منحى العائد بشكل أساسي تكلفة التمويل وفق كل أجل استحقاق. مثال على ذلك نجد أن عائدات الصكوك الحكومية بأجال الاستحقاق المختلفة من الأقصر إلى الأطول هي المعيار المرجعي لعوائد جميع الصكوك الأخرى المصدرة في السوق. فمثلاً، إذا تم تداول الصكوك الحكومية ذات أجل الخمس سنوات بعائد (٥,٠٠%)، فإن جميع الصكوك الخمسية الأخرى، أيًا كانت الجهة الصادرة عنها (شركات أو جهات أخرى غير الحكومة)، ستصدر بعائد يزيد عن ٥,٠٠%. حيث تعرف النسبة الزائدة تلك بالهامش Spread (أو علاوة المخاطر) الذي يقابل الفرق بين العائد على الصكوك الحكومية التي تتصف بأنها عديمة المخاطر Risk Free - خاصة من مخاطر التعثر والتوقف عن السداد - وبين مخاطر المصدرين الآخرين الذين قد يكونون شركة أو جهة أخرى غير الحكومة (114, p. 2006, Choudhry).

٢,٩. أشكال منحى العائد

يأخذ منحى العائد ثلاثة أشكال أساسية، هي: منحى العائد الطبيعي (Normal Yield Curve)، الذي يكون ذات ميل موجب (Positively Sloped)، حيث تكون فيه العوائد أعلى على آجال الاستحقاق الأطول، وتقل كلما كانت آجال الاستحقاق أقصر، الذي يكون متماشياً مع القاعدة التي تقول بارتفاع درجة المخاطر كلما كان آجال الاستحقاق أطول نظراً لزيادة درجة عدم التأكد (Uncertainty)، ومن ثم يطلب المستثمرون عوائد أعلى كلما طال أجل الاستحقاق. وعندما يكون منحى العائد على سعر الفائدة طبيعياً فإن ذلك يعكس توقعات إيجابية لنمو الاقتصاد.

أما الشكل الثالث لمنحنى العائد فيكون أفقيًا (Flat Yield Curve)، ويكون مستقيمًا (Flat)، ويحدث عندما تتساوى العوائد المستحقة عند كل آجال الاستحقاق، وهو يعني أن حساسية تغيير العوائد تقترب من الصفر مهما تغيرت آجال الاستحقاق، وغالبًا ما يظهر في المرحلة الانتقالية للاقتصاد من النمو للتباطؤ أو العكس، ومن ثم تتساوى العوائد المطلوبة من المستثمرين لمختلف الآجال نظرا لضبابية المشهد. كما أن هناك عدة أشكال أخرى لمنحنى العائد، ولكنها أقل حدوثًا، مثل منحنى العائد المحذب (The Humped Yield Curve) (Oladunni, 2015, p. 5-12). ويمكن بيان أشكال هذه الأنواع الثلاثة الأكثر انتشارًا لمنحنيات العائد كما في الشكل التالي، شكل رقم (١)

أما الشكل الثاني، فهو عكس النوع السابق، ويعرف بمنحنى العائد العكسي (Inverted Yield Curve)، الذي يكون ميله سالبًا (Negatively Sloped)، حيث تكون العوائد عند آجال الاستحقاق الأقصر أعلى من آجال الاستحقاق الأطول، وهو ما يعكس خوف المستثمرين من المستقبل، والتوقعات تكون سلبية لنمو الاقتصاد، وهو ما يعني طلبهم لمعدلات عائد أعلى في الآجال الأقصر، ومعدلات أقل في الآجال الأطول لاعتقادهم بأنه في الأجل الطويل، ومع التوقعات بتباطؤ الاقتصاد، فإن انخفاض معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) ستعكس معدلات تضخم منخفضة، ومن ثم ستكون عندها معدلات العائد المطلوبة في الأجل الطويل - التي تبدو حاليًا منخفضة - ستكون مناسبة، وسيكون سعر الفائدة/العائد الحقيقي موجبًا.



شكل (١). أشكال منحنى العائد.
المصدر: من إعداد الباحثين.

بناءً على الاتجاهات المستقبلية المتوقعة لتغيرات الاقتصاد الكلي مثل: معدلات التضخم، ومعدلات النمو الاقتصادي وغير ذلك من المؤشرات الكلية (Awaludin & Masih, 2019, p. 4). كما يمكن أن يكون منحنى العائد نفسه أداة تنبؤ بالنمو الاقتصادي في المستقبل (Anga et al., 2006, p. 361).

وقبل الانتقال إلى نقطة أخرى فمن المهم الإشارة إلى أن توقعات العائد تتأثر بمجموعة متنوعة من العوامل، حيث يتأثر الجزء المعبر عن الآجال القصيرة على منحنى العائد بسياسة سعر الفائدة التي يتبناها البنك المركزي. أما الجزء المعبر عن الآجال الأطول، فيتم تشكيل التوقعات الخاصة بها

١٠- منحى العائد على الصكوك المحلية بالمملكة

يعد تنوع آجال الاستحقاق، وتتابع واستمرارية الإصدارات أحد الشروط المهمة لتكوين منحى عائد مكتمل للصكوك، الأمر الذي سيجعل اختيار منحى العائد بالسوق السعودي محددًا بهذين الشرطين (Francis *et al.*, 2004, p.9) وعند تطبيق هذين الشرطين نجد أن أقربهم للتحقيق هو برنامج الصكوك الحكومية المصدرة محليًا بالمملكة، الذي بدأ في شهر يوليو ٢٠١٧م وهو مستمر بشكل منتظم، إذ يصدر شهريًا منذ ذلك التاريخ. كما أنه يتميز بتعدد آجال الاستحقاق، حيث يصدر بآجال مختلفة ٥، ٧، ١٠، ١٢، ١٥، و٣٠ سنة.

يتبين ذلك بمراجعة قاعدة بيانات أيديل ريتينجز ديتا بيز (Ideal Ratings data Base) للصكوك، الذي توضح أن الإصدارات المحلية الأخرى داخل المملكة العربية السعودية – باستثناء الصكوك الحكومية – ليست منتظمة. وينطبق الأمر نفسه على الإصدارات الدولية سواء كانت حكومية أو صكوك شركات أو جهات دولية كالبنك الإسلامي للتنمية وغيره، فهي ليست منتظمة وليست بآجال الاستحقاق نفسها المتنوعة المتوفرة في برنامج الصكوك الحكومية السعودية.

لذا فإنه يمكن استخدام منحى العائد على الصكوك الحكومية المحلية كمنحى عائد معياري لتسعير الصكوك الجديدة المصدرة من الشركات والجهات الأخرى داخل المملكة، وذلك لما لوجود هذا المنحى المكتمل من أهمية لبيان المدى الذي يتم التسعير به، ومعرفة إلى أي مدى يتم التسعير هل يتم وفقًا للتوقعات المبنية على منحى العائد الحالي، أم أن التسعير قد تم بهامش يتعد (بأكبر أو أقل) من ذلك.

كما تجدر الإشارة إلى ملاحظة مهمة وهي أن منحى العائد يتم احتسابه على أساس يومي (Daily Bases)، ومن ثم فإنه يتغير من يوم إلى آخر في ضوء تغير آجال الاستحقاق بمرور الزمن (من تاريخ الإصدار إلى تاريخ الاستحقاق للإصدارات القائمة)، كما أنه يتغير بوجود إصدارات جديدة بآجال استحقاق وعوائد جديدة. ولكن الاتجاه العام (Trend Line) لهذا المنحى يأخذ وقتًا حتى يحدث تغير في الميل الخاص به، ومن ثم يمثل المنحى فائدة أساسية في معرفة الاتجاه العام للعوائد مع آجال الاستحقاق.

١٠،١. تحليل آجال الاستحقاق للصكوك المصدرة

محليًا بالمملكة

للتحقق ابتداء من تنوع آجال الاستحقاق للصكوك الحكومية المصدرة محليًا بالمملكة، فقد تم الرجوع إلى البيانات المنشورة عن برنامج الصكوك الحكومية على موقع وزارة المالية السعودية، وكذلك قاعدة بيانات (Ideal Ratings Data Base) للصكوك، وذلك للحصول على آجال الاستحقاق والعوائد الخاصة بهذه الصكوك المصدرة محليًا داخل المملكة العربية السعودية، منذ أول إصدار في ٢٦ يوليو عام ٢٠١٧م، وصولًا لآخر إصدارات عند التحليل في شهر إبريل ٢٠٢٠م. حيث تبين تنوع آجال الاستحقاق للصكوك الحكومية، فخلال الفترة صدرت صكوك بآجال ٥، ٧، ١٠، ١٢، ١٥، و٣٠ سنة. وهو ما يمكن بيانه في الجدول التالي، جدول رقم (١).

جدول (١) آجال وعوائد إصدارات الصكوك الحكومية خلال الفترة: يوليو ٢٠١٧م - إبريل ٢٠٢٠م.

رقم الإصدار	٥ سنوات	٧ سنوات	١٠ سنوات	١٢ سنة	١٥ سنة	٣٠ سنة	التاريخ
1	2.95%	3.25%	3.55%	-	-	-	يوليو ٢٠١٧م
2	2.70%	3.20%	3.50%	-	-	-	أغسطس ٢٠١٧م
3	2.75%	3.25%	3.45%	-	-	-	سبتمبر ٢٠١٧م
4	2.95%	3.20%	3.65%	-	-	-	أكتوبر ٢٠١٧م
5	2.90%	3.20%	3.65%	-	-	-	نوفمبر ٢٠١٧م
6	3.00%	3.25%	3.65%	-	-	-	ديسمبر ٢٠١٧م
7	3.25%	3.45%	3.85%	-	-	-	يناير ٢٠١٨م
8	3.25%	3.50%	3.65%	-	-	-	فبراير ٢٠١٨م
9	3.25%	3.45%	3.80%	-	-	-	مارس ٢٠١٨م
10	3.40%	3.50%	3.75%	-	-	-	إبريل ٢٠١٨م
11	3.40%	3.50%	3.75%	-	-	-	مايو ٢٠١٨م
12	3.40%	3.40%	3.75%	-	-	-	يونية ٢٠١٨م
13	3.50%	3.62%	3.80%	-	-	-	يوليو ٢٠١٨م
14	3.50%	3.59%	3.79%	-	-	-	أغسطس ٢٠١٨م
15	3.57%	3.76%	3.90%	-	-	-	سبتمبر ٢٠١٨م
16	3.68%	3.88%	4.06%	-	-	-	أكتوبر ٢٠١٨م
17	3.53%	3.80%	4.08%	-	-	-	نوفمبر ٢٠١٨م
18	3.27%	3.52%	3.78%	-	-	-	ديسمبر ٢٠١٨م
19	3.17%	3.75%	3.90%	-	-	-	يناير ٢٠١٩م
20	3.10%	3.78%	4.10%	-	-	-	فبراير ٢٠١٩م
21	-	-	3.49%	-	4.01%	-	مارس ٢٠١٩م
22	2.75%	-	3.29%	-	3.97%	4.64%	إبريل ٢٠١٩م
23	-	-	3.18%	-	3.67%	-	مايو ٢٠١٩م
24	-	-	2.90%	3.24%	3.52%	-	يونية ٢٠١٩م
25	-	2.38%	2.90%	-	3.40%	-	يوليو ٢٠١٩م
26	2.03%	-	2.45%	-	2.94%	-	أغسطس ٢٠١٩م
27	-	-	2.63%	2.93%	-	3.86%	سبتمبر ٢٠١٩م
28	2.17%	-	2.69%	-	3.05%	3.96%	أكتوبر ٢٠١٩م
29	2.17%	-	2.63%	2.81%	-	-	نوفمبر ٢٠١٩م
30	2.17%	-	2.69%	-	4.01%	4.64%	ديسمبر ٢٠١٩م
٣١	-	2.47%	2.69%	-	-	-	يناير ٢٠٢٠م
٣٢	-	2.47%	-	-	3.00%	-	فبراير ٢٠٢٠م
٣٣	2.17%	-	2.69%	-	-	3.68%	مارس ٢٠٢٠م
٣٤	-	2.47%	-	-	3.00%	-	إبريل ٢٠٢٠م
٣٤	٢٧	٢٦	٣٢	٣	١٠	٥	عدد الإصدارات

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادًا على البيانات المنشورة عن برنامج الصكوك الحكومية على موقع وزارة المالية السعودية، وكذلك قاعدة بيانات أيديل ريتينجز ديتا بيز (Ideal Ratings data Base) للصكوك.

ورغبة من مكتب إدارة الدين بوزارة المالية السعودية في تنوع آجال الإصدار لبناء منحى عائد مُعبّر ومكتمل للصكوك المحلية، فقد أصدرت صكوكا بأجال استحقاق أخرى، وكانت بالترتيب: أجل استحقاق ١٥ سنة (١٠ إصدارات)، أجل استحقاق ٣٠ سنة (٥ إصدارات)، أجل استحقاق ١٢ سنة (٣ إصدارات). وعلى صعيد توزيع قيم الإصدارات الحكومية بين آجال الاستحقاق المختلفة، يمكن بيان ذلك من خلال الجدول التالي، جدول رقم (٢).

يتضح من الجدول السابق أن الصكوك المصدرة بأجال استحقاق ١٠ سنوات هي الأكثر إصدارًا حيث تم إصدارها شهريًا بشكل منتظم طوال المدة (باستثناء شهري فبراير وإبريل ٢٠٢٠م)، تليها الصكوك المصدرة بأجال ٥ سنوات بعدد إصدارات قدره ٢٧ إصدارًا من أصل ٣٤ إصدار شهري. تليها الصكوك ذات أجل استحقاق ٧ سنوات بعدد إصدارات قدره ٢٦ إصدارًا من أصل ٣٤ إصدار شهري، وهو ما يشير إلى أن شهية المستثمرين المحليين المكتتبين في الصكوك تميل أكثر إلى هذه الأجال.

جدول (٢). نسبة قيمة الإصدارات وفقا لأجال الاستحقاق للصكوك الحكومية المصدرة خلال الفترة: يوليو ٢٠١٧م - إبريل ٢٠٢٠م.

إجمالي قيمة الإصدارات	القيمة بالمليون ريال	% نسبة قيمة الإصدارات بالأجال
قيمة الإصدار لأجل ٥ سنوات	62,399	30%
قيمة الإصدار لأجل ٧ سنوات	37,347	18%
قيمة الإصدار لأجل ١٠ سنوات	48,867	23%
قيمة الإصدار لأجل ١٢ سنة	1,610	1%
قيمة الإصدار لأجل ١٥ سنة	20,557	10%
قيمة الإصدار لأجل ٣٠ سنة	38,602	18%
الإجمالي	209,381	100%

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادًا على البيانات المنشورة عن برنامج الصكوك الحكومية على موقع وزارة المالية السعودية، وكذلك قاعدة بيانات أيديل ريتينجز ديتا بيز (Ideal Ratings data Base) للصكوك.

الصكوك التي أجل استحقاقها ٧ سنوات بقيمة إجمالية خلال الفترة قدرها ٣٧,٣ مليار ريال سعودي.

٢,١٠. استنتاج الأجال والعائد حتى تاريخ الاستحقاق

لأغراض بيان منحى العائد على الصكوك الحكومية المصدرة محليًا داخل المملكة يوم ٣٠ إبريل ٢٠٢٠م، فإنه يلزم أولاً الحصول على العائد حتى تاريخ الاستحقاق Yield to Maturity، والأجال المقابلة لكل عائد من هذه العوائد.

حيث يتضح التوافق إلى حد كبير بين قيم الإصدارات للشرائح ذات الأجال الأكثر إصدارًا مع قيمة الصكوك المصدرة منها، حيث حققت شريحة الصكوك التي أجل استحقاقها ٥ سنوات القيمة الأكبر بحوالي ٦٢,٤ مليار ريال سعودي، تلتها شريحة الصكوك التي أجل استحقاقها ١٠ سنوات بقيمة إجمالية خلال الفترة قدرها ٤٨,٩ مليار ريال، تليها الصكوك التي أجل استحقاقها ٣٠ سنة بقيمة إجمالية خلال الفترة قدرها ٣٨,٦ مليار ريال سعودي، ثم

سيقع مداها بين شهر واحد إلى ٣٤ شهرًا. أما القسم الثاني فهو الفترة المتبقية في أجل الإصدار التي سيتم توزيع عوائد مستقبلية عليها (التي تم افتراض أنها ثابتة وفق المعلن من وزارة المالية السعودية) وسيتم احتسابها عن طريق المعادلة التالية: الأجل حتى تاريخ الاستحقاق لكل إصدار = ((الأجل الأصلي للإصدار × ١٢ شهر) - الفترة المنقضية من تاريخ الإصدار حتى نهاية إبريل ٢٠٢٠) ÷ ١٢ شهر.

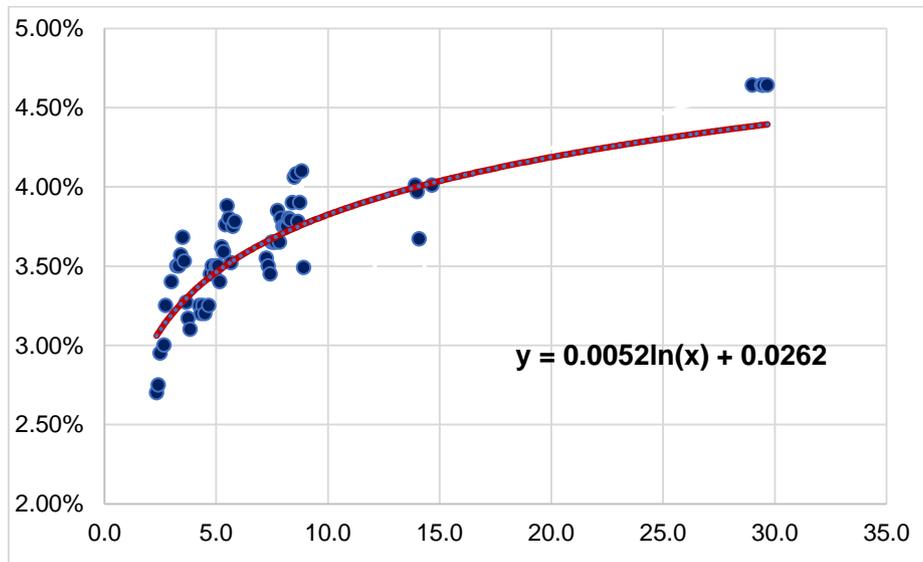
٣,١٠. الرسم البياني لمنحنى العائد على الصكوك الحكومية

المصدرة محليًا بالمملكة

بناء على البيانات المتحصل عليها في الخطوة السابقة (استنتاج الأجل والعائد حتى تاريخ الاستحقاق)، يمكن التوصل إلى الرسم البياني لمنحنى العائد على الصكوك الحكومية المصدرة محليًا بالمملكة يوم ٣٠ إبريل ٢٠٢٠ م، وذلك كما يتضح في الشكل رقم (٢).

بالنسبة للعائد حتى تاريخ الاستحقاق (YTM)، وفي ضوء معدلات العائد (نوع معدل الربح) المعلنة لنتائج الطرح الشهرية للصكوك ضمن برنامج صكوك المملكة المحلية بالريال السعودي ذات المعدلات الثابتة وليست المتغيرة، فإن العائد حتى تاريخ الاستحقاق سيتساوى مع العائد المعلن عند بداية الإصدار (مذكورة معلومات برنامج إصدار الصكوك الحكومية، ٢٠١٧ م، ص ٣٧).

أما الأجل المقابلة لكل عائد (الأجل حتى تاريخ الاستحقاق) فإنه للحصول عليها فقد تم تقسيم الأجل إلى قسمين، القسم الأول هو الفترة المنقضية من تاريخ الإصدار حتى تاريخ بيان منحنى العائد في ٣٠ إبريل ٢٠٢٠ م، وبناء على أن أول إصدار كان في يوليو ٢٠١٧ م وآخر إصدار كان في ٣٠ إبريل ٢٠٢٠ م فإن إجمالي المدة سيكون ٣٤ شهرًا (نظرًا لأن إعلان نتائج الطرح يكون في العادة في نهاية الشهر الميلادي)، أي أن المدة المنقضية لجميع الصكوك المصدرة



شكل (٢). منحنى العائد على الصكوك الحكومية المصدرة محليًا بالمملكة في يوم ٣٠ إبريل ٢٠٢٠ م.

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادًا على البيانات المتحصل عليها عند استنتاج الأجل والعائد حتى تاريخ الاستحقاق.

أما بالنسبة لدرجة اكتمال منحنى العائد، فكما يتضح من الرسم البياني، نجد أن هناك اكتمال لمنحنى العائد للأجل بين عامين إلى ١٥ عام تقريبًا، إلا أنه لا زالت هناك فجوة تسعير للأجل بين ١٥ إلى ٣٠ عامًا.

١١- أهم النتائج والتوصيات

١.١١. النتائج:

١. عدم وجود مؤشرات معيارية إسلامية معمولًا بها ومتفق عليها لتسعير المنتجات المالية الإسلامية، واستمرارية اعتماد صناعة التمويل الإسلامي – صراحة أو ضمنا – على معدلات الفائدة التي تقيس تكلفة الأموال كمؤشر معياري للتسعير مثل: الليبور أو نظائره المحلية.

٢. عدم وجود اختلاف في الطريقة التي يتم بها تسعير الصكوك عن السندات التقليدية، استنادًا إلى المؤشرات التي تعتمد على سعر الفائدة مثل الليبور ومشتقاته.

٣. لا تختلف آلية تسعير الصكوك في المملكة العربية السعودية عن غيرها من الدول، اعتمادًا على مؤشرات سعر الفائدة "الليبور" لتسعير الصكوك المصدرة دوليًا، والسايبور لتسعير الصكوك المصدرة محليًا.

٤. إمكانية بناء منحنى عائد معياري للصكوك المصدرة محليًا بالمملكة العربية السعودية، وهو منحنى العائد على الصكوك الحكومية المصدرة محليًا، حيث تتميز إصدارات هذه الصكوك بتنوع آجال الاستحقاق، وتتابع واستمرارية الإصدارات بشكل شهري.

٥. أن منحنى عائد الصكوك الحكومية المصدرة محليًا بالمملكة العربية السعودية يأخذ شكل منحنى العائد الطبيعي (Normal Yield Curve)، وهو ما يعني أن العوائد على الصكوك ذات الاستحقاقات طويلة الأجل أعلى من تلك القصيرة الأجل، والعكس صحيح.

في الرسم البياني السابق فإن كل نقطة من النقاط الموضحة تمثل العائد حتى تاريخ الاستحقاق لصك مُصدَر (المحور الرأسي) مع الأجل المقابل لهذا العائد Time to Maturity أي عدد السنوات المتبقية من آجال الإصدار (المحور الأفقي).

ومن أجل بيان شكل منحنى العائد فقد تم إضافة الاتجاه (Trend Line) لمنحنى العائد على الصكوك الحكومية السعودية، حيث تم رسم هذا المنحنى من خلال تطبيق معادلة الانحدار الخطي البسيط مع أخذ الصيغة اللوغاريتمية (Logarithmic)، نظرًا لأن معادلة المنحنى تأخذ شكل الانتشار كما يتضح من الرسم، وهو ما أنتج المعادلة التالية:

$$Y = 0.0052\ln(x) + 0.0262$$

يتضح من المعادلة السابقة أن ميل المنحنى (Slop) ذو ميل موجب قدره ٠,٠٠٥٢، أي أن المنحنى يأخذ شكل منحنى العائد الطبيعي (Normal Yield Curve)، وهو ما يعني أن العوائد على الصكوك ذات الاستحقاقات طويلة الأجل أعلى من الصكوك ذات الاستحقاقات القصيرة الأجل، والعكس صحيح.

كما يُظهر الرسم البياني وجود بعض التشوهات في التسعير، حيث يلاحظ من خلال النظر إلى النقاط المعبرة عن العائد/الأجل وجود بعض التشوهات في التسعير، بمعنى وجود بعض العوائد حتى تاريخ الاستحقاق لأجل أقصر تكون أعلى من عوائد ذات آجال أطول، وهو ما يسمى بتشوه منحنى العائد (Distortion to Yield Curve)، وهو ما قد يعود إلى تغيير العوائد المقدمة أثناء الطرح حيث إن هناك اختلاف في مواعيد الطرح الأساسي لكل إصدار. إلا أن هذا التشوه في الغالب يتم معالجته تدريجيًا من خلال استمرارية وتتابع الإصدارات، وكذلك تنوع آجال الإصدار.

العوائد الناتجة عنها، ويقوى من درجة اعتمادها على ضمان هذه العوائد من قبل المصدر، وبالتالي يتحول الأمر في النهاية إلى قرض بفائدة يأخذ ظاهرياً شكل صك إسلامي.

٢. التوصية بمعالجة فجوة التسعير في الآجال بين ١٥ إلى ٣٠ عاماً تدريجيًا من خلال استمرارية وتتابع الإصدارات الحكومية، وكذلك تنوع آجال الإصدار، واقتراح إصدار صكوك حكومية محلية بآجال بينية مثل أجل ٢٠ و ٢٥ عامًا، كأحد الحلول المقترحة لمعالجة فجوة التسعير.

٣. الإعلان اليومي عن منحى العائد على الصكوك الحكومية السعودية على موقع شركة السوق المالية "تداول"، وتحديثه بشكل دوري، واعتباره مؤشرًا تسعيريًا معياريًا للصكوك المصدرة من الجهات الأخرى غير الحكومية من الشركات والمؤسسات.

٦. اكتمال منحى العائد على الصكوك الحكومية المصدرة محليا بالمملكة العربية السعودية للآجال بين عامين إلى ١٥ عام تقريبًا، ولكن ما زالت هناك فجوة تسعير للآجال بين ١٥ إلى ٣٠ عامًا.

٢,١١. التوصيات:

١. دعوة الباحثين والخبراء لإيجاد بديل للبيور مقبول شرعًا، ليكون أساسًا لتسعير المنتجات المالية الإسلامية ومن بينها الصكوك، خاصة وأنه قد تم الإعلان عن انتهاء العمل بالبيور في نهاية العام الجاري ٢٠٢١ م. والبيور وإن كان مجازًا من قبل الهيئات الشرعية (تحت قاعدة الضرورة) كأساس للتسعير، إلا أنه يؤثر سلبيًا على الصورة الذهنية للصكوك ومدى كونها أداة تمويل إسلامية، ويؤكد محاكاة المنتجات المالية الإسلامية للأدوات التقليدية. كما أنه يُضعفُ تدريجيًا من اعتماد تسعير الصكوك على

المراجع

أولاً: المراجع العربية

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (٢٠١٧م) المعايير الشرعية، نسخة إلكترونية، البحرين، نوفمبر ٢٠١٧م.

ناصر، سليمان وبن زيد، ربيعة (٢٠١٣م) ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة الليبور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي (ICIEF) والمنعقد في إسطنبول، تركيا في الفترة من ٩-١١ سبتمبر ٢٠١٣م.

وزارة المالية السعودية (٢٠١٧م) مذكرة معلومات برنامج إصدار الصكوك الحكومية السعودية.

رؤية المملكة ٢٠٣٠م، وثيقة برنامج تطوير القطاع المالي، متاح على الموقع الإلكتروني للرؤية:

(www.vision2030.gov.sa/ar/v2030/vrps/fsdp)

عيسى، موسى آدم (٢٠٠٧م) المؤشرات البديلة عن معدل الفائدة - أهمية الموضوع ومبرراته والجهود السابقة والجوانب التي تتطلب التطوير، بحث مقدم إلى مؤتمر الأسواق المالية الإسلامية نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة، والمنعقد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، ٢-١ مايو ٢٠٠٧م.

غربي، عبدالحليم عمار (٢٠٢٠م) الصناعات التصنيعية الإسلامية، مطبوعات Kie Publications، الإصدار الأول - كتاب إلكتروني.

كيف، جون (٢٠١٢م) عودة إلى الأسس. ما هو ليبور؟، مجلة التمويل والتنمية، مجلة فصلية تصدر عن صندوق النقد الدولي، عدد ٤٩ رقم ٤، ديسمبر ٢٠١٢م.

ثانيًا: المراجع الأجنبية

- Algahtani, Goblan** (2015), Impact of Rising Interest Rate on Saudi Economy, Saudi Arabian Monetary Agency, *Working Paper: WP/15/4*, May 2015.
- Al-Naggar, Ahmed Mohamed Hassan** (2018), Saudi Arabia's sovereign Sukuk: Looking to the future, *Islamic Finance news*, Vol. 15, Issue 48, 28th November 2018, pp. 26-27.
- Alswaidan, Mohammed Waleed** (2017), An Investigation of Sukuk Structure Risk, Ph.D Dissertation, Portsmouth University, United Kingdom.
- Anga, A., Piazzesib, M. and Weid, M.** (2006), What does the yield curve tell us about GDP growth? *Journal of Econometrics* 131, pp. 359-403.
- Awaludin, Fadhlee and Masih, Mansur** (2019), *Sukuk pricing dynamics - factors influencing yield curve of the Malaysian*. September 2019. Available from: https://www.researchgate.net/publication/3357_90214_Sukuk_pricing_dynamics_factors_influencing_yield_curve_of_the_Malaysian_Sukuk [accessed Apr 30, 2020].
- Azad, ASM Sohel and Ahsan, Amirul** (2014), *IIBR-LIBOR Relationship and the Nature and Determinants of Islamic Premium*, Paper submitted to Islamic Banking & Finance Conference, Lancaster, UK.
- Bin Mustafa, Nakoo** (2011), *Sukuk in Malaysia: Evolution, Performance and Potential*, A dissertation submitted in fulfilment of the requirement for the degree of Doctor of Philosophy in Economics, Kulliyah of Economics and Management Sciences, International Islamic University, Malaysia.
- Choudhry M.** (2006), Understanding and appreciating the yield curve. In: *Bonds*. Palgrave Macmillan, London, pp. 111-136 https://doi.org/10.1057/9780230627260_6
- Essia, R., Aminul I. and Tariq T.,** (2017), The Moderating Role of Shariah Supervisory Board on Sukuk Pricing Benchmark, *International Journal of Excellence in Islamic Banking and Finance*, ISSN: 2220-8291, Vol. 6, Issue 2, pp. 1-32.
- Farooq, Mohammad Omar** (2014), Islamic Interbank Benchmark Rate (IIBR): Discussion Note, *Journal of Islamic Business and Management* Vol. 4, pp.155-158.
- Francis, X., Diebold, J. and Canlin Li** (2004), A Three-Factor Yield Curve Model: Non-Affine Structure, Systematic Risk Sources, and Generalized Duration, Penn Institute for Economic Research, PIER Working Paper 06-017, University of Pennsylvania, Philadelphia, March 9, 2004.
- Ganiyat, Adesina-Uthman** (2015), Term structure of Profit Rates of Sukuk: Matlab Stochastic simulation; Cambridge Scholar Publishing.
- Ghafoor, S., Saba, I., Kouser, R.** (2018), Sukuk Issuance in Malaysia: Lessons for Pakistan, *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, Volume 4: Issue 2, pp. 159-176.
- Gottschalk, Sylvia** (2018), *A closed-form formula for pricing bonds between coupon payments*, arXiv:1801.06028v2.
- Haron, Razali and Ibrahim, Khairunisah** (2012), The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence, *Journal of Islamic Finance*, Vol. 1 No. 1, pp. 1-12.
- Hidayat, Sutan Emir** (2013), A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant? *International SAMANM Journal of Accounting and Finance* ISSN 2308-2356, July 2013, Vol. 1, No. 2, pp. 24-31. <https://tinyurl.com/3krscftw> [accessed Apr 28, 2020]. <https://tinyurl.com/f8avur5n> [accessed Apr 29, 2020]
- Ideal Ratings data Base** (www.idealratings.com/sukuk-screening)
- International Islamic Financial Market -IIFM** (2020), Sukuk Report, July 2020, 9th Ed.
- Jallad, Raafat** (2015), What is Missing in Pricing Sukuk Securities? *European Academic Research*, Vol. III, Issue 2, May 2015, pp. 1763-1785.
- Malkiel, B.G.** (1966), *The Term Structure of Interest Rates: Expectations and Behavior*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Markowitz, H.M.** (1952), Portfolio Selection, *Journal of Finance*, Vol 7, pp. 70-96.
- Markowitz, H.M.** (1991), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, 2nd Ed., Basil Blackwell, Cambridge MA & Oxford, UK.
- Melino, A.** (1988), The Term Structure of Interest Rates: Evidence and Theory, *Journal of Economic Surveys*, Wiley Blackwell, vol. 2(4), pp. 335-366.
- Melzatia, Shinta and Doktorlina, Caturida** (2018), Yield Sukuk: Maturity Rating and Value of Emission, *Research Journal of Finance and Accounting*, ISSN 2222-1697(Paper) ISSN 2222-2847(online), www.iiste.org, pp. 106-112.

- Mesddi S. and Naifar, N.** (2013), Rating methodology and evaluating the issuer of sukuk, *International Journal of Management Science and Engineering Management*, Taylor & Francis, pp.262-275.
- Moody's Investors Service** (2006), *Shari'ah and sukuk: A Moody's primer*.
- Nechi, Salem and Smaoui, Houcem** (2018), Interbank offered rates in Islamic countries: Is the Islamic benchmark different from the Conventional benchmarks? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, May 2018, pp. 1-29.
- Oladunni, Sunday** (2015), *Understanding the Yield Curve*, Central Bank of Nigeria, Understanding Monetary Policy Series No. 49, pp. 1 – 29.
- Othman, Zakariya and Amri, Mero** (2020), *Sukuk Pricing*, Centre for Research and Training (CERT).
- Razak, Siti S.; Buerhan S. and Yusuf, D.** (2019), *The contracts, structures, and pricing mechanisms of sukuk: A critical assessment*, Borsa _Istanbul Review 19-S1 (2019) pp. S21-S33.
- REFINITIV Benchmark Services Limited-UK** (2020), *Saudi Arabian Interbank Offered Rate (SAIBOR) Methodology*, 02 March 2020.
- Reilly, F. and Brown, K.** (2012), *Investment analysis & portfolio management*, Mason, OH: South-Western Cengage Learning, 10th ed.
- Transliteration of Arabic References**
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions** (2017). *Shari'ah Standards*. Author.
- Gherbi, 'Abd al-Ḥalīm 'Ammār** (2020). *Al-Ṣinā'ah al-Taṣnīfīyah al-Islāmīyah* [The industry of Islamic Credit rating] (1st ed., e-book). Kie Publications.
- 'Īsá, Mūsá Ādam** (2007). *Al-Mu'shirāt al-Badīlah 'an Mu'addal al-Fā'idah – Ahammīyā' al-Mawḍū' wa Mubarrirātuhū wa al-Juhūd al-Sābiqah wa al-Jawānib allatī Tataṭallab al-Taṭwīr* [Alternative indices for the rate of interest – importance of the matter, reasons, earlier efforts and aspects which require development]. Paper presented at the Conference of Islamic Financial Markets towards financial indices as an alternative to interest margins, Imam Muhammad bin Saud Islamic University, Riyadh, Kingdom of Saudi Arabia, 1-2 May 2007.
- Ries, E., Aminul I. and Tariq T.** (2014), *Islamic Sukuk: Pricing Mechanism and Rating*, Journal of Asian Scientific Research, 2014, 4 (11), pp. 640-648.
- Ries, E., Aminul I. and Tariq T.** (2017), The Moderating Role of Shariah Supervisory Board on Sukuk Pricing Benchmark, *International Journal of Excellence in Islamic Banking and Finance*, ISSN:2220-8291, Vol. 6, Issue 2, pp.1-32.
- Said, Ali and Grassa, Rihab** (2013), The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk? *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 3 No. 51, pp. 251-267.
- Sharpe, W.F.** (1964), Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3, pp. 425- 442.
- SIFMA** (2019), *Capital Markets Fact Book*.
- The International Islamic Financial Market** (2020), *IIFM Annual Sukuk Report 2020*, July.
- Venekamp, D. et al.** (2014), *Construction of the Yield Curve*, Erasmus University Rotterdam, Financial Case Studies FEM21019-13, March 11, 2014.
- Vernimmen, Pierre et. Al.** (2009), *Corporate Finance – theory and Practice*, John Wiley & Sons Ltd., Second Edition.
- Kiff, John** (2012). 'Awdah ila al-Usus: Mā Huwa LIBOR [Back to the basics: What is LIBOR?]. *Majallat al-Tamwīl wa al-Tanmiyah* (periodic magazine issued by IMF), 49(4).
- KSA Vision 2030** (2016). *Financial Sector Development Program Document*. https://www.vision2030.gov.sa/media/ud5micju/fsdp_eng.pdf
- Nacer, Sulaiman, & Bin Zayd, Rabi'ah** (2013). *Irtibāt Tas'ir al-Ṣukūk al-Islāmīyah bi Mu'addal al-Fā'idah al-Libor ka 'Āmil Muḥadid li Salāmat al-Istithmār fihā* (The correlation of Islamic sukuk pricing with the LIBOR interest rate as a factor threatening the security of investment in them). Paper presented at the Ninth International Conference on Islamic Economics and Finance (ICIEF), Istanbul, Turkey, 9-11 September, 2013.
- Saudi Ministry of Finance** (2017). *Information Memorandum of SAR Denominated Sukuk Program* (Issuance under the Saudi Arabian Government). <https://bit.ly/2ZMhoRv>.

أحمد محمد حسن النجار، يعمل حاليًا مديرًا للاستثمار في إحدى الشركات بالمملكة العربية السعودية، كما يعمل مستشارًا ماليًا لعدة شركات بالمملكة وخارجها، كما عمل مستشارًا لعدة وزراء للمالية بمصر. لديه خبرة تفوق العشرين عامًا في مجال التحليل الاقتصادي وصنع السياسات الاقتصادية، وكذلك في مجال الاستثمار والتمويل بما في ذلك التقييم ودراسات الجدوى وإعادة الهيكلة المالية والتمويل الإسلامي. أثناء عمله بوزارة المالية المصرية كان المسؤول الأول عن إعداد قانون الصكوك بمصر، يحمل النجار درجة الدكتوراه في التمويل والمصرفية الإسلامية من الجامعة الإسلامية العالمية في ماليزيا، ودكتوراه أخرى في الاقتصاد، وله عدة كتب وبحوث منشورة. البريد الإلكتروني: alnaggar567@gmail.com

أنور حسن عبد الله عثمان، الأستاذ المساعد بمعهد المصرفية والمالية الإسلامية بالجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، ويعمل كنائب للعميد لشؤون البحث والابتكار في المعهد. وكان سابقًا باحثًا بعد الدكتوراه في نفس الجامعة. يعمل كمحرر لمجلة التمويل الإسلامي ومحرر المجلة التركية للاقتصاد الإسلامي ومحرر مشارك في المجلة الدولية لمجلة التراث للثروة والتمويل الإسلامية. عمل محاضرًا في جامعة UKM بماليزيا، وفي كلية جامعة لينكولن - ماليزيا. وله العديد من البحوث المنشورة في مجلات محكمة ومُصنفة عالميًا. الدكتور أنور عضو في العديد من المنظمات البحثية. كما شارك في العديد من المؤتمرات المحلية والعالمية. كما أنه يتمتع بمهارات قوية في تحليل البيانات باستخدام نماذج وبرامج إحصائية مختلفة. بالإضافة إلى ذلك، يشرف الدكتور أنور حاليًا على العديد من المرشحين لدرجة الدكتوراه في معهد IIUM للمصرفية والتمويل الإسلامي. البريد الإلكتروني: anwarhasan@iiu.edu.my

عزمان محمد نور، الأستاذ المشارك بمعهد المصرفية والمالية الإسلامية بالجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، عميد معهد المصرفية والمالية الإسلامية سابقًا، له العديد من البحوث والمنشورات في المجالات العلمية العالمية، كما شارك في العديد من المؤتمرات العالمية، قدم عشرات المحاضرات والندوات وورش أعمال للأكاديميين والمهنيين. من منشوراته: تطبيقات التورق في سوق السلع الماليزية دراسة نظرية تطبيقية، استراتيجيات تطوير الأوقاف في سنغافورة، تجربة استثمار أموال الوقف في ولاية سلانجور ماليزيا، تطبيقات عقود البوت، وهو عضو في عدة هيئات شرعية للمصرفية والمالية الإسلامية. أشرف على العديد من الرسائل الجامعية ماجستير والدكتوراه، كما حكّم عدة الرسائل الجامعية والعلمية. البريد الإلكتروني: azmann@iiu.edu.my

حبيب الله زكريا، الأستاذ المساعد بمعهد المصرفية والمالية الإسلامية بالجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، ورئيس قسم ماجستير والدكتوراه في المصرفية الإسلامية، مُحكّم لعدد من المجالات العلمية العالمية، ومدير التحرير لمجلة الحكمة للدراسات الإسلامية والعلوم الإنسانية. ومحرر للمجلة الدولية في التراث للثروة والمالية الإسلامية. شارك في العديد من المؤتمرات العالمية والمحلية. له منشورات في المجالات العلمية المحكمة منها: أثر التضخم في العلاقات الدائنية والمديونية، والتضخم النقدي وسياسة البنك المركزي الماليزي، والجهالة في عقود المقاولات وغيرها. أشرف على العديد من الرسائل الجامعية ماجستير والدكتوراه، كما حكّم عدة الرسائل الجامعية والعلمية. البريد الإلكتروني: habzak@iiu.edu.my

Pricing Mechanism and Yield Curve for *Sukuk* Issuances in Saudi Arabia

**Ahmed Mohamed Hassan Alnagar,
Anwar Hasan Abdullah Othman, Azman Mohd. Noor
and Habeebullah Zakariyah**

*IIUM Institute of Islamic Banking & Finance (IiBF)
International Islamic University Malaysia*

ABSTRACT: The study aims to examine the existence of a completed yield curve for the issued *sukuk* in the Kingdom of Saudi Arabia, which may then be considered as a benchmark for pricing new *sukuk* issuances. The existence of this curve is one of the main factors and conditions for the success of the targeted development process of the *sukuk* market in the Kingdom of Saudi Arabia in the light of vision 2030. This requires first to identify the mechanism used for pricing *sukuk*, as a new and emerging financial asset, globally as well as in Saudi Arabia, and how it differs from the bond pricing mechanism, and then to look into the possibility of relying on the same literature on how to build the yield curve for bonds to build the yield curve for *sukuk* in the Kingdom. The study used the analytical descriptive approach as it is the most appropriate for the subject matter. The study found that there are no differences between the mechanism used for *sukuk* pricing and the mechanism used for bonds pricing, due to its reliance on benchmarked interest rate indices. Also, there is no difference in the reliance on the LIBOR index for pricing internationally issued *sukuk* between the Kingdom and other countries, and the SIBOR index for pricing the locally issued *sukuk*. The study has also built a yield curve for Saudi sovereign *sukuk* due to the diversity of their maturity tenures, as well as the continuity and the sequence of *sukuk* issuances on a monthly basis. The study has concluded that there is a normally distributed yield curve which is a complete curve for tenures between two and 15 years.

KEYWORDS: *Sukuk*, *Sukuk* pricing, yield curve, LIBOR, SAIBOR, Saudi Arabia.

JEL CLASSIFICATION: G11, G12, G15

KAUJIE CLASSIFICATION: K1, K13, L41