



مركز الأبحاث الإحصائية و الاقتصادية  
و الاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية



المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب  
البنك الإسلامي للتنمية



الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي

جامعة حمد بن خليفة  
HAMAD BIN KHALIFA UNIVERSITY



كلية الدراسات الإسلامية في قطر  
QATAR FACULTY OF ISLAMIC STUDIES

كلية الدراسات الإسلامية في قطر

جامعة حمد بن خليفة

## المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي (ICIEF)

النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي

9-11 سبتمبر 2013، إسطنبول، تركيا

ورقة بحثية بعنوان:

ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة ليبور كعامل مهدد

لسلامة الاستثمار فيها

دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية

من إعداد:

أ/ ربيعة بن زيد

جامعة ورقلة - الجزائر

rbenzid83@gmail.com

أ.د/ سليمان ناصر

جامعة ورقلة - الجزائر

dr.nacer25@yahoo.com

# ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة لبيور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها

## دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية

أ/ ربيعة بن زيد

جامعة ورقلة

الجزائر

أ.د/ سليمان ناصر

جامعة ورقلة

الجزائر

### مقدمة:

تكتسي صناعة الصكوك الإسلامية أهمية بالغة في هذه المرحلة من تطور الصناعة المالية الإسلامية، وتعد واحدة من المكونات الرئيسية للنظام المالي الإسلامي إذ تمثل ما يقارب 15 % من الأصول المالية الإسلامية عالمياً، والتي استطاعت أن تسد حاجة المجتمع الإسلامي لمصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية، وأن تكون بديلاً مناسباً عن السندات التقليدية المقترنة بفوائد ثابتة، وعلى الرغم من أن هذه الأداة بدأت كإصدارات لمؤسسات ودول إسلامية، فإنها غدت أداة مالية عالمية موازية للأدوات الاستثمارية الأخرى (الأسهم والسندات) في عالم الاستثمار التقليدي.

وفي ظل الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008م، تمكنت الصكوك الإسلامية من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين، أفراداً وشركات وحكومات من مختلف دول العالم، نظراً لقدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات والاحتياجات العامة والخاصة، لذلك شهدت هذه الأداة نمواً استثنائياً في السنوات الأخيرة، حتى أصبحت الشريحة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، حيث نمت سوق إصدارات الصكوك الأولية بنسبة 44,3%<sup>1</sup> منذ بداية عام 2012 وحتى نوفمبر 2012م، وبذلك بلغت إجمالي قيمة الإصدارات حوالي 140 مليار دولار نهاية سنة 2012<sup>2</sup> بنسبة نمو تصل إلى 64.8% مقارنة بسنة 2011، ليبلغ متوسط معدل الإصدار الشهري لهذه السنة مبلغ 11,2 مليار دولار شهرياً، وقد حققت صناعة الصكوك الإسلامية نسبة نمو كبيرة وصلت إلى 246% خلال الفترة 2000 حتى 2011م، وهو ما جعلها أكثر وأشهر أدوات سوق رأس المال الإسلامية حالياً.

وبالرغم من الإنجاز الكبير الذي حققته سوق رأس المال الإسلامية من إصدارات للصكوك، وكذلك الطفرة الهائلة في تطورها واكتساحها للسوق المالية، فقد سجلت هذه السوق صعوبات كبيرة وتراجع واضح في سوق الإصدارات في أواخر عام 2008م، باعتباره أول تراجع في مسيرة صناعة الصكوك الإسلامية، فمن نمو كبير بلغ حوالي 68% عام 2007م<sup>3</sup> يعكس ما قيمته 41,4 مليار دولار تقريباً (قيمة إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً)، إلى نسبة تراجع وصلت إلى حوالي 41% في عام 2008م تمثل ما قيمته 24,6 مليار دولار أمريكي، نتيجة عدة أسباب كان من أبرزها الأزمة المالية العالمية الأخيرة، والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار الأصول العقارية، وانتقال تبعات الأزمة من المنتجات والأوراق المالية التقليدية إلى سوق الصكوك الإسلامية، ما أدى إلى تعثر (إخفاق) بعض الإصدارات وتراجع عوائد البعض الآخر خاصة العالمية منها، لارتباط تسعيرها من الناحية العملية ارتباطاً وثيقاً بمستويات أسعار الفائدة، باتخاذها معدل الفائدة (لبيور أو نظرائه) كسعر مرجعي في تحديد عوائدها، والذي شهد (أي معدل لبيور) تراجعاً حاداً خلال فترة الأزمة المالية العالمية الأخيرة لسنة 2008م.

هذه الانتكاسة الذي شهدتها سوق الصكوك الإسلامية، طرحت عدة تساؤلات حول حقيقة الصكوك الإسلامية على أرض الواقع، ومن عدة جوانب مهمة، منها ما يتعلق بأساليب تسعير الصكوك الإسلامية في الوقت الراهن، والتي من المفروض أن تختلف عن طريقة تسعير السندات التقليدية القائمة على مفهوم الفائدة الربوية، كونها جاءت كبديل عنها، بتحقيقها عوائد ناتجة عن أنشطة استثمارية حقيقية تدعم إصداراتها وقائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة أي مبدأ الغنم بالغرم، فإن لم تكن كذلك سينظر إلى الصكوك على أنها أدوات مديونية تحقق دخلاً ثابتاً لا فرق بينها وبين السندات أو أدوات الدين التقليدية، وبالتالي أداة مالية غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية أي عكس ما قامت عليه.

ففي ظل الاهتمام العالمي بالصناعة المالية الإسلامية والصكوك الإسلامية، وفي ظل العولمة المالية والاستنساخ والتقليد للأدوات المالية التقليدية (المقترنة بمعدل الفائدة) في تسعير كثير من إصدارات الصكوك الإسلامية في وقتنا الراهن، والذي يمثل انحرافاً عن المبدأ الحقيقي الذي تقوم عليه هذه الأداة في احتساب عوائدها، يمكن طرح التساؤل الآتي والذي يمثل مشكلة هذا البحث وهو: **ما مدى نجاعة الاسترشاد بمعدل الفائدة لبيور كسعر مرجعي في تحديد عوائد الصكوك الإسلامية؟ وكيف أصبح عاملاً مهدداً لسلامة الاستثمار في هذه الصكوك؟ وكيف السبيل إلى التخلص من ذلك؟** وهو ما سنحاول دراسته في هذا البحث، وذلك من خلال المحاور الرئيسية الآتية:

- **المحور الأول:** الإطار النظري للمؤشر التسعيري لبيور.

- **المحور الثاني:** تسعير الصكوك الإسلامية من منظور إسلامي وتقليدي.

- **المحور الثالث:** دراسة تطبيقية إحصائية ومقارنة بين إصدارات الصكوك الإسلامية.

- **المحور الرابع:** مقترح للابتعاد عن معدل الفائدة لبيور في تسعير الصكوك الإسلامية.

## 1- الإطار النظري للمؤشر التسعيري لبيور:

بدأ استخدام المؤشرات لتقدير العوائد منذ حوالي عام 1966م<sup>4</sup>، ومنذ ذلك التاريخ انتشر استخدامها على نطاق واسع بهدف قياس الأداء، حيث نجد أسواق السلع والخدمات العالمية تعمل وفق سعر معياري تسترشد به في عملياتها ليكون بمثابة المقياس المثالي الذي يرجع إليه وتقاس به أسعار الصفقات في كل سوق حسب نوع المنتج، لأن هذا يساهم في تحقيق الاستقرار لتلك الأسواق، ففي سوق الذهب مثلاً يمثل سعر زيورخ معياراً لسوق الذهب، وفي سوق النفط يقوم سعر برميل النفط "برنت" بهذا الدور إلى حد كبير، وهكذا الأمر في أسواق التمويل الدولية إذ يقوم بهذا الدور -بصفة غالبية- سعر الفائدة السائد بين البنوك الدولية في لندن والمعروف بـ **Libor**، الذي جرى استخدامه على نطاق واسع كمقياس تسعيري للصفقات التمويلية الآجلة التي تعقدها المؤسسات المالية الدولية.

وسنحاول من خلال هذا المبحث توضيح الإطار المفاهيمي والنظري لمعدلات الإقراض بين البنوك الدولية في لندن والمعروف بمعدلات أو معدل لبيور.

## 1-1- مفاهيم عامة حول المؤشر التسعيري لليبور:

اكتسبت معدلات الإقراض المتبادل بين البنوك الدولية في لندن، والتي اشتهرت باسم معدلات ليبور Libor، قبولاً واسعاً، حتى أصبحت المعدلات المرجعية لأسعار الفائدة الأوسع استخداماً على النطاق الدولي للقروض قصيرة الأجل وفي تسعير العديد من عقود المشتقات المالية، بل أصبحت تستخدم صراحة أو ضمناً في تسعير العديد من المنتجات المالية الإسلامية مثل صكوك الإجارة والمرابحة وغيرها.

إذن فما هو الليبور؟ ومن أين يستمد أهميته؟ وكيف يتم حسابه؟ وما هي المعدلات المناظرة له؟

**1-1-1- تعريف الليبور:** هو المؤشر الرئيسي الذي تستخدمه البنوك ومؤسسات الائتمان والمستثمرون لتثبيت تكلفة الإقراض في أسواق المال في جميع أنحاء العالم، وكلمة ليبور هي اختصار لعبارة London Inter-Bank Offered Rate، أي معدل الفائدة المعروف من قبل البنوك في لندن، وهو يمثل مجموعة معدلات على أسعار الفائدة على القروض المتبادلة بالعملات الرئيسية بين البنوك الدولية في سوق لندن، إذ يجري استخدامه في اتفاقيات الإقراض على المدى القصير، وفي عقود المشتقات المالية المتعلقة بسعر الفائدة كالعقود الآجلة وعقود المبادلات، ويتم تحديد هذا المؤشر (ليبور) يومياً من قبل جمعية المصرفيين البريطانيين (BBA) British Bankers Association، ويعد علامة تجارية مملوكة لها، وقد تعاقدت الجمعية مع وكالة الأنباء "تومسون رويتر" لإدارة عملية حساب ليبور وبثه عالمياً بشكل يومي بعد الساعة الحادية عشر صباحاً بتوقيت لندن، كما يحق لبعض المواقع ووسائل الإعلام نشر معدلات ليبور اليومية بعد الساعة الخامسة مساءً بتوقيت لندن، وتنشر المعدلات في موقع الجمعية (BBA) بعد مرور أسبوع على تحديدها، كما يوجد بالموقع جميع المعدلات التاريخية لليبور منذ إنشائه<sup>5</sup>.

**1-1-2- تاريخ معدل ليبور وأهميته:** أطلقت جمعية المصرفيين البريطانيين (BBA) معدل ليبور رسمياً بحلول عام 1986م بثلاث عملات فقط في البداية هي الدولار الأمريكي، الين الياباني والجنيه الإسترليني.

نشأ معدل ليبور كمقياس معياري موحد لتسعير قروض الشركات بأسعار فائدة متغيرة، وقد تزامن استحداثه مع ظهور الحاجة العامة لمعدل مرجعي يمكن أن يعوّل عليه عند التعامل بالمشتقات المالية القائمة على سعر الفائدة مثل عقود الفائدة الآجلة وعقود مبادلات أسعار الفائدة في الأسواق الدولية، والتي تتطلب مقاييس معيارية موحدة وشفافة لمعدلات الفائدة<sup>6</sup>.

وتتمتع معدلات ليبور بأهمية كبيرة دولياً للأسباب التالية<sup>7</sup>:

1. تميزت معدلات ليبور بأهمية تاريخية، مكنتها من ترسخ مكانتها خلال العقود الأخيرة، وفرض استخدامها كمعايير مرجعية يُستدل بها في تحديد معدلات الفائدة الأخرى، حتى في الدول الكبرى كالولايات المتحدة الأمريكية؛
2. يوفر حساب معدل ليبور سلة متنوعة من أسعار الفائدة سواء من حيث المدة والعملات الدولية الرئيسية؛
3. يتم الإعلان عن معدل ليبور عالمياً وأنيا عبر أكبر شركات بث المعلومات المالية الدولية؛
4. تتميز الآلية المستخدمة في تحديد معدل ليبور بشفافية عالية تضعف احتمال قيام البنوك المشاركة بالتلاعب في تحديده (نظرياً)؛

5. الوزن النسبي والنشاط الملحوظ للبنوك المشاركة في لجنة تحديد معدل ليبور وتأثيرها في السوق العالمية وأسواق النقد؛

6. التوسع في استخدام معدل ليبور كمرجع يُسترشد به في تحديد عوائد العديد من الأوراق والمشتقات المالية كالسندات والخيارات والمستقبليات، بالإضافة للتمويل (قروض) قصير الأجل في أسواق النقد.... وغيرها.

وبناء على ذلك يمكن أن نستنتج أن أهمية معدل الفائدة ليبور لا ترجع فقط إلى أن البنوك تجري بالفعل المعاملات فيما بينها على أساس السعر المعلن لمعدل ليبور، ولكن تُستمد أهمية معدل ليبور أيضاً من استخدامه على نطاق واسع كمقياس مرجعي لكثير من أسعار الفائدة الأخرى التي تجري المعاملات بالفعل على أساسها، وكذا الاسترشاد به في تحديد عوائد العديد من الأدوات المالية التقليدية وحتى الإسلامية.

ونظراً لأن الدولار الأمريكي هو أهم عملات العالم، فربما كانت معدلات ليبور على الدولار الأمريكي هي الأكثر شيوعاً والأوسع استخداماً، وهناك مجموعة أخرى يتراوح حجمها بين 6 بنوك و 16 بنكاً تقوم بالإبلاغ على أساس يومي عن التكلفة التي يمكن أن تتحملها على القروض قصيرة الأجل في سوق المعاملات بين بنوك لندن بالدولار الأسترالي، والجنيه الإسترليني البريطاني والدولار الكندي والكورونا الدانماركية واليورو والين الياباني والدولار النيوزلندي والكورونا السويدية والفرنك السويسري<sup>8</sup>.

**1-1-3- مرجعية ليبور:** يستخدم معدل الفائدة ليبور كسعر مرجعي في تسعير العديد من الأوراق والمشتقات المالية أهمها<sup>9</sup>:

1. أسعار الفائدة على ودائع العملات الرئيسية: يمثل الاستخدام المباشر لمعدل الفائدة ليبور في تسعير القروض قصيرة الأجل.
2. إتفاقيات سعر الفائدة الآجلة (Forward Rate Agreements (FRA): وهي عبارة عن عقود آجلة، يدفع أحد طرفيها سعر الفائدة ثابت مقابل استلام سعر فائدة متغير مرتبط بأحد معدلات ليبور، ولا تتضمن العقود تبادلاً للقروض خلال مدة العقد، بل تتم التسوية بدفع الفروق بين سعري الفائدة نقداً بعد مقاصتها، وتتم التسوية في بداية المدة الآجلة، ويسبقها بيومين المقاصة اعتماداً على الطريقة المتبعة في تحديد سعر الفائدة لكل عملة.
3. عقود أسعار الفائدة المستقبلية قصيرة الأجل (Futures Short Term Interest Rate (STIR): وهي في الواقع، عقود سعر فائدة آجلة ولكنها نمطية بطريقة تمكن من تداولها في الأسواق المستقبلية المنظمة، في حين تتم عقود سعر الفائدة الآجلة بشكل ثنائي خارج الأسواق المنظمة.
4. عقود المبادلات: وهي عبارة عن محفظة تضم توليفة من عقود سعر الفائدة الآجلة، وتمثل هذه العقود الحصة الأكبر من سوق المشتقات المالية.
5. السندات معومة الفائدة (Floating Rate Notes): وهي عبارة عن سندات تدفع عوائد متغيرة، مرتبطة بأحد معدلات ليبور، ويتكون سعر الفائدة في هذه الحالة من معدل متغير (وهو أحد معدلات الفائدة ليبور) مضافاً إليه معدل ثابت يسمى الفرق (Spread)، (حيث أن معدل الفائدة المتغير يساوي معدل ليبور بالدولار الأمريكي لثلاثة أشهر +

2% مثلاً، عادة ما تدفع أغلب السندات معومة الفوائد (العوائد) إما ربع أو نصف سنوية، وفي حالة الربع سنوية مثلاً يُعتمد معدل ليبور في بداية الفترة (قبل ثلاثة أشهر) وليس معدل ليبور السائد عند الدفع.

6. القروض المجمعـة Syndicated Loan: وهي القروض التي ترتبها مجموعة من البنوك لأحد المستثمرين، والتي يتم تصميمها عادة لتدفع فائدة معومة (متغيرة) تتغير كل ثلاثة أو ستة أشهر بناء على أحد معدلات ليبور، ويتم طرح هذه القروض على المستثمرين في الأسواق الثانوية، وأبرز من يشتريها عادة صناديق الاستثمار، ويتم تصنيف هذه القروض من قبل شركات التصنيف الائتماني لتقييم جدارتها الائتمانية، كما هو الحال بالنسبة لسندات الشركات .
7. القروض العقارية معومة الفائدة Floating Rate Mortgage: وهي قروض بفوائد لتمويل شراء المساكن، غير أن فوائدها متغيرة عادة ما تكون حسب أحد معدلات الفائدة ليبور.
8. الصكوك الإسلامية معومة العائد: وتقوم على مبدأ إعطاء عائد متغير مرتبط بمعدل الفائدة ليبور، شأنها شأن السندات التقليدية معومة الفائدة .

**1-1-4- منهجية حساب معدل ليبور :** يتم في كل يوم عمل رسمي حساب 150 معدلاً لليبور لكل أجل من آجال الاستحقاق الخمسة عشرة، أي يتم حساب 15 معدلاً حسب المدة (يوم، أسبوع، أسبوعين، ومن شهر إلى 12 شهراً)، لعشر عملات رئيسية هي: الجنيه الإسترليني، الدولار الأمريكي، الين الياباني، الفرنك السويسري، الدولار الكندي، الدولار الأسترالي، اليورو، الكورونا الدانمركية، الكورونا السويدية، الدولار النيوزلندي، ويطلق على المتوسط (المعدل)، والذي غالباً ما يشار إليه بصيغة المفرد وإن كان هناك 150 معدل فائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور Libor)، وقد وضعت جمعية المصرفيين البريطانيين BBA منهجية لحساب معدلات ليبور بالتشاور مع كبار المتعاملين في السوق، وتقوم الجمعية (BBA) بمراجعة المنهجية من فترة لأخرى لضمان مواكبتها للتطورات الجديدة في مجال التشريعات وتقنيات الاتصالات والمعلومات، وتتمثل الخطوات المتبعة في تثبيت ليبور ونشره فيما يلي<sup>10</sup>:

✓ **الخطوة الأولى:** تتمثل هذه الخطوة في تحديد المقومين (البنوك المشاركة في تحديد معدلات ليبور)، حيث تقوم كل من جمعية المصرفيين البريطانيين (BBA) وهيئة مستشاري أسواق المال Money Markets Advisory Panel، وبعد مناقشات مع BBA Libor Steering Group، بتحديد مجموعة البنوك لكل عملة (06 بنوك كحد أدنى حالياً)، مهمتها التعبير عن توازن السوق من خلال تحديد معدلات فائدة داخلية بين البنوك، ويتم اختيار تلك البنوك وفق عدة معايير تتمثل في سمعتها وحجم نشاطها في السوق والتي تقدم بشكل سري كل ثلاثة أشهر وخبرتها في العملة ذات العلاقة وتصنيفها الائتماني، كما لا تنتمي جميع البنوك المساهمة في تحديد معدلات ليبور لعملة معينة للدولة المصدرة لها، فمثلاً يتم تحديد أسعار الفائدة على الودائع بالين الياباني من قبل بنوك يابانية وغير يابانية، وتراجع قائمة البنوك المساهمة على الأقل مرة واحدة سنوياً، ويوضح الجدول رقم (01) عدد البنوك المساهمة لكل عملة من العملات العشر، وذلك حسب معطيات موقع جمعية المصرفيين البريطانيين في مايو 2012م، حيث يلاحظ أن عدد البنوك يكون أكبر حسب أهمية العملة على المستوى العالمي.

**جدول رقم (01) : عدد البنوك المساهمة في تحديد معدلات ليبور للعملة العشر**

العملة	عدد البنوك
الدولار الأمريكي USD	18
الجنيه الإسترليني GBP	16
اليورو EUR	15
الين الياباني JPY	13
الفرنك السويسري CHF	11
الدولار الكندي CAD	9
الدولار الأسترالي AUD	7
الدولار النيوزلندي NZD	7
الكرونة الدنماركية DKK	6
الكرونة السويدية SEK	6

**المصدر:** بالاعتماد على معطيات موقع جمعية المصرفيين البريطانيين متاح على الرابط: <http://www.bbalibor.com/panels>

- ✓ **الخطوة الثانية:** تتمثل في قيام كل بنك من البنوك المساهمة بتقديم تقويم يومي لأسعار الفائدة حسب الآجال الخمسة عشر لممثل جمعية المصرفيين البريطانيين ( BBA ) في حساب معدل ليبور وهي شركة رويتر، ويجب أن تلتزم البنوك المساهمة عند تقديم تقويمها لأسعار الفائدة بالتعليمات التي وضعتها الجمعية (BBA)، وتتمثل فيما يلي:
1. يساهم البنك المشارك في هيئة ليبور في تحديد معدل الفائدة الذي يكون مستعداً عنده لاقتراض مبلغ (معقول الحجم)، والذي سيتم على أساسه إقراض الأموال، وعليه القيام بذلك والقبول بالمعدل المعروض في السوق.
  2. يتم تحديد معدل كل بنك باستقلالية عن البنوك المشاركة والعملة الأخرى.
  3. لا بد أن تتوفر في معدلات كل بنك مشارك الشروط التالية :
    - أ - بسيطة وغير ثابتة؛
    - ب - القروض غير مضمونة وخاضعة لقوانين انكلترا وويلز؛
    - ج - تقدم المعدلات بخانات عشرية لا تقل عن اثنين ولا تزيد عن خمس؛
    - د - معمول بها في سوق لندن.
  4. ترسل معدلات البنوك المشاركة لرويتير من خلال الموزع ( Designed Distributor ) بين الساعة (11:00) و(11:10) صباحاً حسب توقيت لندن.

✓ **الخطوة الثالثة:** بعد استلام تقويمات جميع البنوك لأسعار الفائدة المختلفة، تقوم رويتر بترتيب العروض من الأعلى إلى الأدنى، ثم يتم استبعاد أعلى وأدنى معدلات معروضة لتحديد تأثير المعدلات المتطرفة، ويحدد معدل ليبور لذلك اليوم وللآجال الخمسة عشر المختلفة، بحساب المتوسط الحسابي للمعدلات المعروضة المتبقية، وعادة ما تثبت المعدلات المحسوبة للسوق في حدود الساعة 11:45 إلى 12:00 زوالاً، مع ملاحظة أن أسعار الفائدة تستمر في التغير خلال اليوم، وقد تختلف عن معدلات ليبور المعلنة ويوضح الجدول رقم ( 02 ) معدلات ليبور المحسوبة بتاريخ

03 ديسمبر 2012م، وبمجرد الإعلان عن معدلات ليبور المحسوبة يتم إعلان جميع تقويمات البنوك التي استخدمت في حسابها، وذلك لضمان أعلى قدر من الشفافية حول دقة وسلامة عملية التقويم.

ويتم الإعلان من خلال شاشات شركة رويترز وغيرها من الشركات المتخصصة ببث المعلومات المالية مثل (منيت-رايدر وبلمبورغ)، وكان من المفروض أن تضمن هذه الشفافية عدم تعارض مصالح البنوك المساهمة مع المعدلات التي تضعها، خاصة وأن محافظها الاستثمارية قد تتضمن عدداً كبيراً من المشتقات المالية المرتبطة بمعدلات ليبور.

#### جدول رقم (02): معدلات ليبور المحسوبة للعملة العشر والآجال الخمسة عشر في تاريخ 03 ديسمبر 2012م

اليوم / العملة	اليورو	الدولار الأمريكي	الجنيه الإسترليني	الين الياباني	الفرنك السويسري	الدولار الكندي	الدولار الأسترالي	الكورونا الدانماركية	الدولار النيوزلندي	الكورونا السويدية
يوم	0,02071	0,16800	0,47250	0,09286	-0,01400	0,96000	2,98600	-0,03875	2,56800	1,12750
اسبوع	0,02329	0,19270	0,48125	0,10214	-0,01000	1,00000	3,03800	-0,03625	2,59200	1,20250
أسبوعين	0,03357	0,19990	0,49063	0,11357	-0,01000	1,03000	3,09200	-0,02375	2,62400	1,25750
شهر	0,05214	0,20870	0,49313	0,13086	-0,00800	1,05400	3,14200	0,00000	2,64800	1,36250
شهرين	0,09857	0,25350	0,50625	0,14657	-0,00200	1,14500	3,18800	0,08750	2,73000	1,39750
3 أشهر	0,12857	0,30600	0,51500	0,17571	0,01200	1,23500	3,23800	0,14750	2,82800	1,43000
4 أشهر	0,15643	0,36310	0,55625	0,20714	0,02800	1,34200	3,28400	0,23250	2,88000	1,54750
5 أشهر	0,18929	0,43450	0,62750	0,25014	0,04900	1,43500	3,32800	0,32750	2,96200	1,64750
6 أشهر	0,22143	0,50825	0,66688	0,28229	0,06900	1,52300	3,37000	0,39000	3,02000	1,72750
7 أشهر	0,25500	0,57600	0,72000	0,32857	0,09200	1,59300	3,41600	0,44500	3,06200	1,77000
8 أشهر	0,29429	0,63050	0,79125	0,37143	0,11400	1,66600	3,47600	0,50750	3,10800	1,80250
9 أشهر	0,32786	0,68600	0,84375	0,40543	0,14240	1,72600	3,52400	0,56750	3,13800	1,84500
10 أشهر	0,36143	0,73700	0,89250	0,43571	0,17340	1,79000	3,55400	0,59500	3,17400	1,88000
11 شهر	0,39786	0,78750	0,95250	0,46286	0,21340	1,86800	3,62600	0,63000	3,24400	1,91250
12 شهر	0,44000	0,84350	1,01375	0,48714	0,25640	1,94800	3,68200	0,65250	3,33800	1,94250

المصدر: بالاعتماد على معطيات موقع جمعية المصرفيين البريطانيين على الرابط: <http://www.bbalibor.com/panels>

#### 1-1-5- المعدلات المناظرة لليبور:

تستخدم أغلب الدول في العالم ذات النظام البنكي المتطور معدل مشابه لليبور، كمؤشر يستخدم لتسعير فائدة القروض المتبادلة بين بنوكها، حيث نجد أن الحروف الهجائية الأربعة الأخيرة لمصطلح ليبور أي (يبور ibor) استخدمت في تسمية هذه المعدلات، مثلاً: (Sibor) وهذه التسمية لمعدل الفائدة تشترك فيه أكثر من دولة، منها معدلات الفائدة المستخدمة بين البنوك في سنغافورة، والمتبع على نطاق واسع في شرق آسيا، كما يرمز في الوقت نفسه لمعدل الإقراض المستخدم بين البنوك السعودية، ونجد في مصر يطلق عليه كايبور (Caibor)، وفي الكويت كيبور (Kibor)، وفي أمستردام أيبور (Aibor)، وفي الإمارات المتحدة إيبور (Eibor)، وفي زيورخ زيبور (Zibor)، وهكذا.

ونلاحظ أن هناك ارتباطاً كبيراً بين المعدلات التي يتم تحديدها للعملة نفسها في المراكز المالية المختلفة، فعلى سبيل المثال نجد أن معدلات ليبور للين الياباني ترتبط بشكل كبير مع معدلات تيبور (Tibor) معدل الإقراض المتبادل بين البنوك في طوكيو والذي تحدده جمعية البنوك في اليابان، وترجع الفروقات التي يمكن أن تحدث فيما بينها إلى اختلاف مخاطر الائتمان المرتبطة بالبنوك المساهمة في تحديد هذه المعدلات، حيث تدخل علاوة المخاطر الائتمانية في تحديد معدلات ليبور للبنوك اليابانية وغيرها، وتعتبر هذه العلاوة من أهم العناصر في تحديد

تبيور (Tibor) معدل الإقراض المتبادل بين البنوك اليابانية، نظراً لتعرض النظام البنكي الياباني لأزمة في التسعينيات من القرن الماضي أثرت على الملاءة الائتمانية، لذلك برز فارق مخاطر (يعتبر صغيراً) بين لبيور (Libor) وتبيور (Tibor)، وهو ما يطلق عليه بـ (العلاوة اليابانية Japan premium)<sup>11</sup>.

## 1-2-2- مرجعية معدل لبيور في تسعير المنتجات المالية الإسلامية:

يعد اعتماد المؤشرات أمراً ضرورياً وفقاً لمتطلبات الإدارة الحديثة، لتحديد كفاءة الأداء الإداري وقياس نسب نجاحه من فشله، ومع نشأة المؤسسات المالية الإسلامية وفي ظل عدم وجود معيار لتقويم كفاءتها وقياس أدائها وتقييم مستوى الأسعار المستقبلية لمنتجاتها المتوافقة مع الشريعة، وبما أن المؤسسات المالية الإسلامية تعمل في نظم مالية واقتصادية تقليدية تفرض عليها أن تتعامل مع معطيات تلك النظم التقليدية وتحاول أن تتكيف معها بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية، أجاز علماء الشريعة الاستناد إلى مؤشر لبيور كأساس تسعيري لعمليات ومنتجات المؤسسات المالية الإسلامية، طبعاً مع عدم جواز التعامل بألياته، أي الإقراض والاقتراض مقابل فائدة.

وبذلك أصبح استخدام لبيور أمراً معتاداً في تسعير المنتجات الإسلامية وبالذات المرابحات والإجارة والإستصناع والسلم وكذلك الصكوك الإسلامية المبنية على تلك الصيغ، بالرغم من النداء الذي أطلقه المشاركون في ندوة مشاكل البنوك الإسلامية التي نظمها مجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب في الفترة ما بين 10-14 أبريل 1993م بجدة، والذي جاءت التوصية فيه: بـ "ضرورة الإسراع بإيجاد المؤشر المقبول إسلامياً الذي يكون بديلاً عن مراعاة سعر الفائدة الربوي في تحديد هامش الربح في المعاملات"<sup>12</sup>، وبالرغم من هذا النداء فقد ركنت المؤسسات المالية الإسلامية إلى استخدام لبيور مع ترديد مقولة مستمرة وهي أن هذا الاستخدام هو أمر مؤقت إلى حين إيجاد مؤشر إسلامي.

إنّ فما هي الأسباب أو الظروف وراء الاعتماد على معدل الفائدة لبيور في تسعير المنتجات المالية الإسلامية بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص؟

## 1-2-1- أسباب الاعتماد على معدل لبيور في تسعير المنتجات المالية الإسلامية:

هناك عدة أسباب أسهمت في اعتماد المؤسسات المالية الإسلامية على معدل الفائدة لبيور في تسعير منتجاتها المتوافقة مع الشريعة، من هذه الأسباب ما يلي<sup>13</sup>:

1. سعي المؤسسات المالية الإسلامية في تسعير منتجاتها إلى إيجاد مرجعية يمكن من خلالها الارتباط بالأسواق المالية الدولية، ويمثل معدل لبيور أكثر هذه المرجعيات ملائمة من حيث شهرته واتساع نطاق التعامل به، وسهولة الحصول عليه.
2. دخول البنوك الغربية في أسواق التمويل الإسلامي، الأمر الذي أدى إلى استخدام المؤسسات المالية الإسلامية لمعدل لبيور باعتباره المؤشر الذي يعكس تكلفة الأموال التي تستخدمها تلك البنوك، وذلك في ظل غياب معيار مستقل له فعاليات ومبررات غير ربوية في المالية الإسلامية، ولهذا أدرجت البنوك الغربية على معاملة الأموال المستخدمة في التمويل بالصكوك الإسلامية وبصيغ التمويل الإسلامية من مرابحة وإجارة وغيرها من الصيغ الأخرى معاملة القروض المبنية على معدل الفائدة لبيور.

في ظل ازدياد النظام الاقتصادي والمالي في العالم الإسلامي والذي تتنافس فيه المنتجات المالية الإسلامية

مع نظيرتها التقليدية، أصبح الاعتماد على معدل ليبور في تحديد عوائد تلك المنتجات أداة معيارية لجذب أموال المستثمرين .

أدت هذه العوامل وفي ظل عدم وجود بديل إسلامي إلى اعتماد المؤسسات المالية الإسلامية على معدل الفائدة ليبور كسعر مرجعي في تسعير منتجاتها وقياس أدائها، بالرغم من الاختلاف الواضح بين الصناعة المالية الإسلامية والصناعة المالية التقليدية.

### 1-2-2- آليات الاسترشاد بمعدل ليبور في تسعير الصكوك الإسلامية:

رغم أن الصكوك الإسلامية جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية القائمة على مفهوم الفائدة الربوية، بتحقيقها عوائد ناتجة عن أداء أصول استثمارية تدعم إصداراتها وقائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، إلا أنه من الناحية العملية نجد أن تسعير كثير من إصدارات الصكوك الإسلامية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بمستويات أسعار الفائدة باتخاذها معدل الفائدة ليبور أو نظرائه كسعر مرجعي يُسترشد به في تحديد عوائد معظم الصكوك الإسلامية المصدرة في مختلف الدول الحاضنة لهذه الصناعة، ففي صكوك المرابحة أو الإستصناع مثلاً يتحدد هامش الربح (العائد) من خلال السعر المرجعي، وهو في العادة معدل الفائدة ليبور مضافاً إليه هامش مخاطرة (علاوة المخاطرة) ويكون ثابتاً في أغلب الأحيان.

وسعيًا للتقريب بين صيغة الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية حتى تلقى الصكوك الإسلامية القبول العام، اتجه المصدرون إلى ربط عوائدها بسعر الفائدة ليبور، حيث يجري هذا الربط بوحدة من طريقتين:

**الطريقة الأولى:** وفقاً لهذه الطريقة يتم ربط عوائد الصكوك الإسلامية والمتمثل في هامش الربح في حالة صكوك البيوع (المرابحة، الإستصناع، السلم) أو الأجرة في حالة صكوك الإجارة أو حتى تحديد الأرباح في صكوك المشاركات بمعدل الفائدة عادة ما يكون ليبور مع إضافة هامش المخاطرة، وهذا الربط قبلته الهيئات الشرعية استناداً لقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن الربط القياسي<sup>14</sup> والذي نص على: "ولما كان العائد الدوري على الأسهم مصدره الدفعات الإيجارية التي يدفعها المستأجر (مصدر الصكوك)، تغيرت عوائد الصكوك تبعاً لتغيرات الإيجارات المرتبطة بسعر الفائدة فتحقق المطلوب"<sup>15</sup>.

وتوضيحاً لما سبق، فإن العائد على الصكوك الإسلامية وفقاً لهذه الطريقة يكون متغيراً بتغير سعر الفائدة المرجعي، عادة يتمثل في معدل ليبور للأجل (محدد لثلاثة أو ستة أشهر مثلاً) زائد علاوة ثابتة، وفي هذه الحالة تدفع الجهة المصدرة لحملة الصكوك مبلغاً يعادل معدل ليبور لأجل ما زائداً علاوة معلومة، فعلى سبيل المثال جهة إصدار ما تدفع لحملة صكوكها عائداً يقدر بمعدل الفائدة ليبور لستة أشهر مضافاً إليه هامشاً يقدر بـ 100 نقطة أساس (1%)، أي (معدل ليبور لستة أشهر + 1%)، وعلى افتراض أن معدل ليبور في تلك الفترة كان مثلاً 3%، فذلك يعني أن المستثمر سيحني 400 دولار أمريكي والذي يقابل (4%) من صكوك تبلغ قيمتها الاسمية 10.000 دولار أمريكي.

**الطريقة الثانية:** وتستخدم هذه الطريقة عندما تكون عوائد الصكوك ثابتة غير متغيرة بمؤشر، مثلاً حالة الأجرة الثابتة في صكوك الإجارة.

تتولى في هذه الحالة الجهة المسؤولة عن تحصيل الإيجارات وتوزيعها على حملة الصكوك وتتمثل عادة في أمين الإستثمار (الوكيل عن مصدر الصكوك للقيام بذلك)، بإيداع الإيجارات عند تحصيلها في حساب مخصص ثم يدفع لحملة الصكوك عائداً مرتبباً بأسعار الفائدة يتمثل عادة في معدل ليبور، فإن كانت الأجرة التي وقع تحصيلها أكثر من المبلغ المطلوب دفعه لحملة الصكوك بعد ربط العائد بمعدل ليبور لتلك الفترة، أودع ما زاد في حساب احتياطي يستخدم فيما بعد، وفي حال كون المبلغ المحصل من الأجرة أقل من المبلغ المطلوب دفعه (العائد الدوري) إلى حملة الصكوك بعد الربط بالمؤشر (معدل ليبور) ففي هذه الحالة يتم اللجوء إلى المبالغ المودعة في الحساب الاحتياطي، فإذا لم تكن كافية طلب من المصدر أن يوفر الأموال اللازمة بناءً على تعهده عند الإصدار بتوفير السيولة الكافية لهذا الغرض على سبيل القرض الحسن الذي يسترد في الفترات التالية، وفي حالة عدم توفر الأموال الكافية لاسترداد القرض طوال مدة العقد فإنه يُحسم من ثمن الشراء في نهاية العقد<sup>16</sup>. وتجدر الإشارة أن هذه الطريقة يمكن أن تستخدم كذلك مع مختلف أنواع الصكوك الإسلامية الأخرى، حتى إذا كانت تدر عوائد متغيرة.

وبناء على ما سبق يلاحظ، أنه رغم الاختلاف بين صناعة الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، والذي يتمثل في أن الفائدة هي زيادة مشروطة في الدين الربوي حالة السندات التقليدية، في حين نجد مثلاً أن هامش الربح (العائد) في صكوك البيوع كالمرابحة والإستصناع هو جزء من ثمن بيع صحيح، رغم ذلك نجد أن الصكوك الإسلامية تستند في تحديد عوائدها على أسعار الفائدة العالمية.

## 2- تسعير الصكوك الإسلامية من منظور إسلامي وتقليدي:

### 2-1- تسعير الصكوك الإسلامية من منظور إسلامي:

يرتبط تسعير الأوراق المالية الإسلامية بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص بأداء وقيمة ما تمثله من موجودات، التي قد تكون أعياناً أو منافع أو خدمات أو ديوناً في ذمة الغير في بعض مراحل استثمار المال الذي يمثل الصك فيه حصة شائعة، كما يمكن أن تكون مشروعاً استثمارياً يشمل خليطاً من الأعيان والمنافع والديون، وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط، بهذه الخاصية يتميز الصك الإسلامي عن السند الربوي، حيث أن هذا الأخير يمثل ديناً في ذمة المصدر مقابل فوائد محددة سلفاً يستحقها حامله، وهذا ما يجعل العائد على الصك مشروعاً، على أساس تحمل حامل الصك كافة المخاطر التي قد تلحق بهذه الموجودات، بخلاف السندات التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط، دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات، ويستحق بذلك نسبة محددة من الربح سلفاً دون أن يتحمل شيئاً من تبعات الهلاك، وهذا غير مقبول في المنظور الشرعي الذي يقرر بأن استحقاق الربح يكون بمقدار الاستعداد لتحمل المخاطرة على أساس القاعدة الشرعية "الغنم بالغرم"، ويترتب على ذلك أن يتم تسعير الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة (كالأسهم مثلاً) إذا توفرت فيها الضوابط الشرعية) المتداولة في الأسواق المالية وفق آلية شرعية لتقدير قيمتها الحقيقية، تختلف عن تسعير السندات التقليدية التي تعتمد مفهوم الفائدة الربوية، وهذا يعيد الأمر إلى مفهوم تقييم الأشياء من الوجهة الشرعية، والتي تتضمن مفهوم ضوابط استحقاق العائد من خلال ما يلي:

1 - يعطي الصك الاستثماري الإسلامي لحامله حصة من الربح: إذ يراعى في ذلك سلامة رأس المال قبل تقسيم الربح بحسب الاتفاق، حيث يتم تحديد عائد الصك بنسبة شائعة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقاً من القيمة الاسمية، وتحدد هذه النسبة وقت التعاقد أي في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب أو في الصك المالي نفسه، وتأخذ عوائد الاستثمار الذي يحققه المستثمر (حامل الصك) فعلاً من امتلاكه أو بيع للصك الاستثماري، الأشكال التالية<sup>17</sup>:

أ - توزيعات الأرباح: تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق تدر عائداً دورياً في صورة غلة أو ريع توزع أثناء مدة الإصدار، وقد يكون ثابتاً نسبياً كصكوك الإجارة، وقد يكون متغيراً كصكوك المشاركات.

ب - الأرباح الرأسمالية: وهو الزائد عن الرأسمال الذي ينتج عن إعادة بيع الأصول المالية، وتتمثل في حالة الصكوك الاستثمارية الإسلامية ارتفاع القيمة الاسمية للصك (القيمة السوقية)، والتي تنتج عن إعادة بيع الصك (أثناء تداول الصكوك في السوق الثانوية)، وحامل الصك إذا استطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو الربح الرأسمالي (الذي يساوي الفرق ما بين قيمة الشراء للصك وقيمة الصك عند التخلي عنه).

أما الحالة الأخرى تكون عند تصفية الصكوك (الإطفاء) وإنهاء صفحتها الاستثمارية وتحويلها إلى سيولة (نقدية) فإن مقدار الربح الرأسمالي وهو الزائد عن رأس المال، يعرف إما بالتنضيق الفعلي أو الحقيقي ببيع ما تمثله الصكوك من موجودات عينية لطرف خارجي، أو ما زاد عن رأس المال عند التقويم أو التنضيق الحكمي وأيلولتها لمصدر الصكوك بالبيع إن رغب في ذلك، وعندها يوزع الثمن على حملة الصكوك باعتبارهم ملاك هذه الموجودات العينية.

2 - يلزم الصك الإسلامي صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة: يلتزم مالك الصك بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة<sup>18</sup>، وفي حدود مساهمته في المشروع، سواء أكانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوط في القيم وغيرها من المخاطر التي قد تتعرض فيها ملكيته للموجودات المتمثلة في الصك<sup>19</sup>، ويكون ذلك في حدود المبالغ التي أكتتب بها في المشروع<sup>20</sup>، فيتحمل حامل الصك بحصته أية خسارة يتعرض لها المشروع بسبب لا يد للمضارب فيه، لأن حملة الصكوك (أرباب المال) يملكون المشروع ملكية مشتركة، وتلف المال وهلاكه وخسارته على مالكة انطلاقاً من المبدأ الذي تقوم عليه كافة المشاركات في القواعد المالية الإسلامية، وهو نفس المبدأ الذي يقوم على أساسه إصدار وتداول الصكوك الإسلامية<sup>21</sup>، من حيث العلاقة بين المشتركين فيها، بالاشتراك في تحمل الخسارة مقابل استحقاق الربح، وهو مبدأ "الغنم بالغرم" أو "الخراج بالضمن" أي الكسب بالمخاطرة وذلك في حدود مساهمة حامل الصك في المشروع<sup>22</sup>، وهذا يوضح وجود ضوابط لاعتبار المخاطر وسيلة لتحقيق العائد، كما يتوجب حفظ الأموال من خلال قدرة أصحاب المشروع الاستثماري على إدارة المخاطر بما يمنع التقصير والتعدي.

ولو نظرنا إلى تقييم العائد تبعاً لما سبق، لاتضح أن هناك ضوابط لتقييم سعر صكوك الإسلامية في الأسواق المالية، وهنا يظهر سعرها الحقيقي، مثال: صكوك شركة لاستخراج الفوسفات، فإن قيمة الورقة المالية من صكوك أو أسهم سترتفع تبعاً لما يلي<sup>23</sup>:

1 - ارتفاع هامش الربح على المبيعات بسبب الطلب؛

2 - زيادة قيمة موجودات الشركة أو عقد الاستخراج التي تمثلها الصكوك ؛

3 - زيادة العائد الناتج عن تحمل المخاطر بسبب الظروف السياسية في المنطقة التي تستخرج منها مادة الفوسفات، أو تغيير سعر الصرف بقبض الثمن مؤجلاً، أو زيادة قيمة السلع البديلة كالبوتاسيوم في تصنيع المنتجات الزراعية وغيرها.

## 2-2- واقع معدل الفائدة لبيور ونقد كفاءة التسعير (الاسترشاد) به:

### 2-2-1- فضيحة التلاعب بمعدل الفائدة لبيور لعام 2012م:

من التحديات والمشاكل المباشرة التي واجهت مصداقية لبيور بشكل كبير في الوقت الراهن ، هو قيام مجموعة من البنوك المشاركة في تحديد سعر الفائدة بالتلاعب وبشكل متكرر وروتيني بأسعار الفائدة المستخدمة لحساب لبيور في الفترة (2005-2012م)، كان على رأسها البنك البريطاني (باركليز Barclays) وكذلك بنوك أخرى مثل (بنك ستاندرد تشارترد Standard Chartered Bank) و (بنك يو بي أس Union Bank Of Switzerland-UBS) و (بنك آر بي أس Royal Bank of Scotland-RBS) و (بنك رابو Rabo bank) وغيرها، بالتلاعب بأسعار الفائدة بالاتجاه الذي يجعل عقودها مربحة لها وعلى حساب الجهات المقابلة لها في هذه العقود، ووفقاً لخبراء الصناعة المالية؛ فإن هناك سببان رئيسان وراء هذا التلاعب هما: أولاً، عندما يقوم البنك بتخفيض سعر الفائدة الذي يفصح عنه بقيمة أقل من قيمته الحقيقية فإنه يظهر قوة غير حقيقية تتمثل بانخفاض مخاطره (\*)، وأنه بنك قوي (أقوى مما هو عليه حقيقة)، ويستطيع أن يفترض بأسعار فائدة منخفضة ، من المعروف أنه كلما انخفضت قدرة البنك على دفع التزاماته (منها القروض) يقوم المقرضون برفع أسعار الفائدة على هذا البنك عند اقتراضه منهم والعكس صحيح ، وثانياً، أن هذه البنوك قد تكون هي الطرف الذي يتسلم سعر الفائدة الثابت ويدفع سعر الفائدة المتغير (Libor) في عقود المبادلات، لذلك فعندما يقوم البنك بتخفيض سعر لبيور فإنه يحصل على الفرق بين سعر الفائدة الثابت (الأعلى) وسعر لبيور الأقل مضروباً بقيمة عقد التبادل الافتراضية، والتي تكون عادة بمئات الملايين أو حتى المليارات.

ونتيجة لذلك يمكن تصور تأثير ذلك التلاعب في معدل لبيور، فهو يعني أن أسواق المال دُفعت للاعتقاد بأن المخاطر وتكلفة الاقتراض أقل مما هي عليه، وذلك يعني أن المؤسسات المالية في أنحاء العالم قد تكون أقرضت بأسعار فائدة منخفضة وسعرت منتجاتها المالية المختلفة والمرتبطة بمعدل لبيور بأقل من قيمتها وربما سجلت خسائر كبيرة، مما قد يؤدي إلى وجود الكثير من الخاسرين الذين بنوا مواقعهم استناداً الى سعر فائدة لبيور مزيف، لكن الخاسر الأكبر اليوم هو المصدقية والثقة في أسواق المال وبشكل خاص مصداقية مركز لندن المالي، وهو الأكبر بين المراكز المالية العالمية.

وإذا فقد المقرضون والمقترضون والمحللون والسلطات المالية ثقتهم بمعدل لبيور، فسنكون بمواجهة أزمة ثقة كبيرة، قد تتحول الى أزمة عالمية، وقد تؤدي إلى حركة نزوح واسعة بعيداً عن كل الأصول والأدوات المالية بما فيها المنتجات المالية الإسلامية المرتبطة بأسعار فائدة لبيور، وباختصار فإن الأزمة يمكن أن تؤدي الى أزمة مالية عالمية كبرى.

ويمكن القول أن القضية الأساسية اليوم هي أن أسعار فائدة لبيور نظام غير متماسك وفيه عيوب كثيرة، وهو يعتمد على التقديرات، والتقديرات أمر في غاية الصعوبة، خاصة حين تصاب الأسواق بالتوتر والهلع وانحسار السيولة<sup>24</sup>.

**2-2-2- نقد الكفاءة الاقتصادية والاجتماعية لمعدل الفائدة<sup>25</sup>:** رغم أن مؤشر معدل الفائدة لبيور هو السائد والمعتمد عليه لدى الأغلبية من البنوك والمؤسسات المالية والاقتصادية في القطاع المصرفي والمالي والاقتصادي، إلا أن معدل الفائدة بشكل عام خضع لعمليات نقد قاسية من كثير من الباحثين والدارسين الغربيين أنفسهم.

ففي دراسات ميدانية قام بها كل من (أنزلر J. Enzler) و(كونراد W. Canrad) و(جونسون L. Johnson)، توصلوا فيها إلى حقيقة أن الرأس المال في الاقتصاديات المعاصرة قد أسيء تخصيصه إلى حد خطير بين قطاعات الاقتصاد وأنواع الاستثمارات أساساً بسبب معدل الفائدة، واعتبروه أداة رديئة ومضللة في تخصيص الموارد، تتحيز بصفة رئيسية للمشروعات الكبيرة بحجة ملاءتها فتتحصل على قروض أكبر وسعر فائدة أقل، بينما العكس تماماً يحدث بالنسبة للمشروعات المتوسطة والصغيرة التي يمكن أن تكون ذات إنتاجية أعلى وكفاءة أكبر، فتحصل هذه المشروعات على قروض أقل بكثير من احتياجاتها، وبأسعار فائدة أعلى بكثير من طاقتها.

وقد أكدت الاستقصاءات التي قام بها كل من (أندروز وميد - Meade & Andrews) أن سعر الفائدة ليس له عامل يذكر في تحديد مستوى الاستثمار، أي أن الطلب على الاستثمار يعد غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة، لسببين: الأول، أن معدل الفائدة يمثل نسبة ضئيلة من نفقة إحلال الاستثمار الجديد خاصة في حالات التقادم التقني السريع، والثاني، اعتماد المشروعات على التمويل الذاتي لما له من فوائد، مما يجعل أثره كنفقة ضمنية على المال المستثمر محدوداً.

وبالنسبة لعرض الأموال القابلة للاستثمار أي الادخار، يرى جمهور من الاقتصاديين مع كينز إلى عدم وجود ارتباط إيجابي كبير بين معدل الفائدة والادخار، مع وجود دراسات إحصائية تثبت ذلك، ويؤكد (سامولسن P Samuelson) أن بعض الناس يقل ادخارهم بدل أن يزيد حينما تزيد أسعار الفائدة، وأن كثيراً من الناس يدخرون المبلغ نفسه تقريباً بغض النظر عن مستوى سعر الفائدة، وأن البعض الآخر يميلون إلى خفض استهلاكهم إذا وُعدوا بأسعار أعلى.

وليس الوضع أفضل حالاً إذا ما تغيرت أسعار الفائدة، إذ يقع الظلم نتيجة توزيع العائد بين المدخرين (المقرضين) والمستثمرين (المقترضين)، والذي يتم من خلال الوساطة المالية للبنوك بسبب تغير أسعار الفائدة سواء بالارتفاع أو الانخفاض، ومن ثم يؤدي ذلك في النهاية إلى تباطؤ التكوين رأسمالي.

وكإجراء مصحح للاختلالات الهيكلية (تضخماً كانت أو انكماشاً) يتفق معظم الاقتصاديين على أن درجة فعالية سعر الفائدة (محدودة) خاصة في حالة الانكماش. فالسياسة النقدية والائتمانية باتفاق الاقتصاديين، هي جوهر عمل البنك المركزي، وتعني ببساطة عملية التحكم في العرض الكلي للنقود، وذلك للتحكم في الائتمان بما يتفق واحتياجات مستوى النشاط الاقتصادي المرغوب فيه، حيث يتم تسهيل وتشجيع الحصول على القروض خصوصاً قصيرة الأجل في حالة الانكماش، وتقيد وعدم تشجيع منح هذه القروض في حالة التضخم، من خلال تغيير سعر الفائدة، ويتم هذا

التغيير بطريقة مباشرة، من خلال سعر الفائدة الذي يقرض البنك المركزي على أساسه مجتمع البنوك التجارية، أو بطريقة غير مباشرة، من خلال أدوات كمية ونوعية ومعنوية أخرى معروفة.

ومحدودية فعالية هذه السياسة عملياً في التأثير على حجم ونوع الائتمان وبالتالي مستوى النشاط الاقتصادي، ترجع في حالة التضخم إلى أن سعر الفائدة غير كافي كعنصر تكلفة للحد من التوسع في الائتمان.

أما في حالة الانكماش فهذه المحدودية أكثر وضوحاً ، ويرجع ذلك إلى أن كافة المتعاملين من بنوك ومشاريع وأفراد لا يتوفر لديهم الحافز على الاقتراض، وهو إمكانية تحقيق ربح فوق تكلفة الائتمان بشروط مشجعة في حالة الكساد الحاد، لكي يقبل المتعاملون على استخدامه فعلاً.

إذن فمن حيث أثاره السلبية على عملية التكوين الرأسمالي وعدم فعاليته في معالجة الاختلالات التضخمية والانكماشية، يعد سعر الفائدة في رأى العديد من المنظرين والمفكرين الغربيين من أهم عوامل عدم الاستقرار في الاقتصاديات المعاصرة، ومن أسباب الخلل الاجتماعي.

### 2-2-3- سلبيات ومخاطر الاعتماد على معدل ليبور في تسعير الصكوك الإسلامية:

هناك اتفاق على أن استخدام معدل ليبور في تسعير الصكوك وأدوات التمويل الإسلامية ليس محظوراً من حيث المبدأ، ما دام العقد بين مصدر الصك وحامل الصك متوافقاً مع الشريعة، إلا أن ذلك يؤثر بشكل سلبي على الصورة الذهنية لصناعة الصكوك الإسلامية لدى جمهور المتعاملين بها، ويرسخ الاعتقاد لدى البعض أن الصكوك الإسلامية لا تختلف جذرياً عن السندات التقليدية، مما يوحي بعدم وجود اختلاف بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي الربوي، ويشير إلى عجز الصناعة المالية الإسلامية عن إيجاد مؤشر بديل لمعدل الفائدة ليبور في تسعير الصكوك وأدوات التمويل الإسلامية يأخذ في الاعتبار التكلفة التي يتحملها حملة الصكوك ويعبر عن الربحية الحقيقية للمشاريع الاستثمارية الممولة بالصكوك الإسلامية.

ومن بين أهم المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية عند ربط عوائدها بالسعر المرجعي (الذي يتمثل عادة في معدل ليبور أو أحد نظائره)، ما يلي:

- 1- مخاطر الثقة: يمكن أن تفقد الصكوك الإسلامية مصداقيتها، خاصة عندما لا يستطيع المستثمر تلمس الفوارق بينها وبين السندات التقليدية.
- 2- المخاطر التجارية المنقولة: يعتبر هذا النوع من المخاطر إحدى تبعات ربط عوائد الصكوك الإسلامية بسعر الفائدة، وقد يضطر مصدر الصكوك تحت ضغط السوق إلى دفع عائد يفوق العائد الذي حققته فعلاً موجودات الصكوك، إذا كانت عوائد الصكوك الإسلامية دون المستوى مقارنة بمعدلات المنافسين، وقد يقرر مصدر الصكوك التنازل عن حقوقه في كل أو جزء من حصصه في أرباح المشروع لإرضاء حملة الصكوك والاحتفاظ بهم كشركاء دون التخلي عن صكوكهم، وتنشأ المخاطر التجارية المنقولة نتيجة لضغوط تنافسية بين المؤسسات المالية لجذب مستثمرين (حملة الصكوك) والاحتفاظ بهم<sup>26</sup>.

## 2-3- كفاءة تسعير الأوراق المالية من منظور إسلامي:

تعكس الأوراق المالية قيمة أصول الشركات التي تطرحها، فقد ظهرت أهمية تسعير الأوراق المالية بوضع سعر عادل لها نظراً لما يلي<sup>27</sup>:

- 1 - ينظر إلى الأسعار اقتصادياً بأنها المحدد الأساسي لمستوى المبيعات من المنتجات، وعلى المستوى الحكومي فإن أسعار المنتجات تخضع للمراجعة الدائمة بسبب تأثير الأسعار بالتضخم مما يؤثر على رفاهية المواطنين، كما يؤثر السعر على الربحية حيث يحدد السعر مدى تحقيق العائد، وحساب الربح؛
- 2 - السعر أحد العوامل المؤثرة في تحليل العملاء لتكلفة ومردودية البدائل المتاحة وتقييمه، ويعتبر أحد المدخلات في تحليل المخاطر المرتبطة بكل بديل استثماري؛
- 3 - يعتبر السعر مؤشراً على قوة الأداء المالي للشركة.

وتحديد أسعار الصكوك الإسلامية يحكمها تحقيق العائد من المصادر المعتبرة شرعاً، والتي سبقت الإشارة لها، والذي يختلف باختلاف نوع العقود الإسلامية التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها، وذلك تبعاً للأمر التالي<sup>28</sup>:

أولاً- يتطلب تعدد صيغ مضمون الصكوك الإسلامية أساساً محاسبية لقياس العائد لكل نوع، إضافة للأسس المحاسبية الإسلامية العامة.

ثانياً- تأثيره باختلاف نشاط المشروع الممول عن طريق الصكوك ومدى نمو القطاع الذي ينشط فيه، مما يسبب اختلافاً في توقيت تحقيق العوائد وتحصيلها، وبالتالي توقيت تحقق الربح وتوزيعه.

ثالثاً- قرار تحديد السعر يحدد مدى تعظيم قدرة مُصدر وحامل الصك على الاستفادة مما يتيح البيئة من فرص وتقادي التهديدات، فالسعر العادل هو الذي يعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية تبعاً لمستوى المخاطر والعائد الذي يتوقع تحقيقه، والعائد السائد في السوق.

وبناءً على ما سبق نستنتج أن هناك فروقاً في تسعير الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية وتتمثل بما يلي:

- 1 - عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بُنيت هيكله الصكوك عليها؛ فلو كان الصك صك أعيان مؤجرة فعائد الصك متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإن كان صك مضاربة فعائد الصك يتحقق من ريع المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله، بينما عوائد السندات إنما هي التزام من المقترض (مصدر السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها؛ وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض<sup>29</sup>.

2 - يعتمد تسعير الصكوك الإسلامية على مفهوم العائد الشرعي وهذا يرتبط بقيمة عوائد الأصول الحقيقية التي تمثلها الصكوك والتي تتأثر بالمخاطر، والعرض والطلب، في حين أن تسعير السندات التقليدية قائم على مفهوم الفائدة والتي ترتبط بالقيمة الزمنية للنقود.

3 - هناك ضوابط شرعية تحكم صحة التسعير بسبب ضبط التعامل بالصكوك الإسلامية تبعاً لنوع العقد الذي تمثله كالبيع والإجارة والمشاركة والمضاربة، بما يكفل تحقيق مصلحة المتعاملين.

4 - الذي يميز كفاءة تسعير الصكوك الإسلامية عن تسعير السندات التقليدية في السوق المالي التقليدي هو ارتباطها بقيمة الأصول التي تمثلها، والتي يفترض حسابها عند البيع حيث يتضح مدى ربحها أو خسارتها، وهي بذلك أضمن بتحديد السعر الحقيقي<sup>30</sup>.

### 3- دراسة تطبيقية إحصائية ومقارنة بين بعض إصدارات الصكوك الإسلامية:

حاول من خلال هذا المحور إجراء مقارنة بين عينة من إصدارات الصكوك الإسلامية التي تعتمد على معدل الفائدة ليبور (Libor) كسعر مرجعي في تحديد عوائدها وعينة من الإصدارات التي لا تسترشد بمعدل الفائدة في احتساب عوائدها، خلال الفترة (2006-2010م)، باستخدام بعض الأدوات الإحصائية المناسبة لقياس درجة حساسية متغيرات الدراسة (عينة الصكوك الإسلامية) تجاه معدل الفائدة ليبور واختبار العلاقة بينهم، ومن ثمة قياس مخاطرها، بهدف الإجابة العملية على الإشكالية الرئيسية للبحث، وقبل كل ذلك نحاول إعطاء تصور حول تصميم الدراسة.

#### 3-1- الإطار العام للدراسة الإحصائية:

نتعرض في هذا المطلب إلى تصميم الدراسة من حيث المنهجية المطبقة، والتعرف على متغيرات الدراسة وأساليب التحليل الإحصائي المستخدمة، ومصادر الحصول على بيانات العينة والحدود الزمنية للدراسة، لقياس الحساسية واختبار مدى العلاقة بين مردودية الصكوك الإسلامية محل الدراسة ومعدل الفائدة ليبور، باعتباره السعر المرجعي لتحديد العوائد الدورية للعديد من إصدارات الصكوك الإسلامية خاصة العالمية منها.

#### 3-1-1- منهجية الدراسة وأدواتها:

بعد الأخذ بالمنهج التطبيقي أي دراسة حالة، اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي لوصف وتحليل متغيرات الدراسة، بقياس درجة الحساسية واختبار علاقة الصكوك الإسلامية محل الدراسة مع معدل الفائدة ليبور، وقياس المخاطر الكلية لتلك الإصدارات، حيث اعتمدنا على البرنامج الإحصائي Eviews لقياس درجة الحساسية وقياس المخاطر الكلية، واختبار علاقة الارتباط بين المتغيرات تم الاعتماد على برنامج الرزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

#### 3-1-2- متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة:

إشتملت الدراسة الإحصائية على أربعة (04) متغيرات، حيث حدد المتغير المستقل لحساب معامل الحساسية بيتا ( $\beta$ ) في معدل الفائدة ليبور، والمتغير التابع الذي يتمثل في معدل المردودية لكل من: شهادات المشاركة الحكومية السودانية (شهادة)، وصكوك الاستثمار الحكومية السودانية (صرح)، وفي المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية.

حيث تتمثل كل من مردودية صكوك (شهامه) و(صرح) السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، في عينة الدراسة لإصدارات الصكوك الإسلامية التي لا تسترشد بمعدل الفائدة لبيور في تحديد عوائدها، أما مردودية المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية، فيمثل مردودية إصدارات الصكوك الإسلامية التي تعتمد على معدل الفائدة لبيور في تحديد عوائدها.

ولقياس درجة الحساسية والمخاطر الكلية واختبار الارتباط، تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

- 1 - حساب معامل الحساسية ( $\beta$ ) معامل معادلة خط الانحدار البسيط المستخرج بطريقة المربعات الصغرى، لقياس درجة الحساسية بين المتغير المستقل (مردودية سعر الفائدة لبيور) والمتغير التابع الذي يتمثل في معدل المرودية لكل من: شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) ، وكذا مردودية المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية
- 2 - حساب معامل الارتباط وتفسير الدلالة الإحصائية بين التغير في سعر الفائدة لبيور ومعدل المرودية لكل من صكوك (شهامه وصرح)، ودراسة نوع وقوة الارتباط بين مردودية المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية والتغير في سعر الفائدة لبيور، لاختبار مدى العلاقة بين تلك المتغيرات.
- 3 - حساب الانحراف المعياري لمردودية كل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) والمؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية وسعر الفائدة لبيور، لقياس المخاطر الكلية لكل منها، والمقارنة بينها.

### 3-1-3- مصادر الحصول على البيانات:

لغاية تحقيق أهداف هذه الدراسة تم جمع البيانات الأساسية المتعلقة بمتغيراتها من عدة جهات، بالنسبة لسعر إغلاق شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) من التقرير السنوي لعام 2010م ونشرات التداول الشهرية الصادرة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية، وعلى الموقع الإلكتروني لبنك المملكة المتحدة المركزي لتحميل معدل الفائدة لبيور (Libor)، وعلى موقع زاوية (المنصة العالمية لرصد صناعة الصكوك الإسلامية) لتحميل سعر إغلاق المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك (Dow Jones Citi Group Sukuk Index).

### 3-1-4- مجتمع الدراسة وعينتها:

تتمثل في استخدام أسعار الفائدة لبيور خلال الفترة (2006-2010) ، وأسعار الإغلاق الشهرية لكل من:

- 1 - الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة ما بين ( 2006-2010م)، وتتمثل في شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، دون شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)، نظراً لإدراجها وتداولها في آخر شهر من فترة الدراسة (ديسمبر 2010م).

- 2 - المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية.

ونظراً لعدم وجود معلومات حول أسعار إغلاق المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك في الأشهر الأولى من فترة الدراسة (من جانفي إلى مارس 2006م)، تم الاقتصار على (55 مشاهدة) لكل من متغيرات الدراسة، وتم احتساب معدل المردودية (R) والذي نقصد به التغير أو مقدار النمو في الثروة بين فترتين زمنيتين، أما معدل العائد فهو نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة (d) إلى السعر (P)، وعليه يمكن القول أن معدل المردودية (R) هو معدل العائد (R<sub>d</sub>) عندما (d=0)، وتتمثل التوزيعات المدفوعة (d) في الصكوك الإسلامية في متوسط العوائد السنوية المدفوعة لحملتها، ويتم حساب معدل المردودية والعائد على النحو التالي:

$$R_d = \frac{d + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

حيث:

R<sub>d</sub>: تمثل معدل العائد ما بين الفترة t و t-1، وتمثل معدل المردودية R عندما (d=0).

d: التوزيعات المدفوعة وتتمثل في متوسط العائد السنوي على صكوك شهامة وصرح.

P<sub>t</sub>: سعر الإغلاق (القيمة السوقية) في اليوم (t).

P<sub>t-1</sub>: سعر الإغلاق في اليوم (t-1).

**3-1-5- الحدود الزمنية للدراسة:** تتمثل في الفترة الممتدة ما بين (أفريل 2006 وديسمبر 2010)، ذلك أن هذه الفترة شهدت عدة أحداث عالمية أثرت على صناعة الصكوك الإسلامية وعلى القطاع المالي العالمي بشكل عام.

### **3-2- الإطار المفاهيمي لمتغيرات الدراسة:**

نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على متغيرات الدراسة وإطارها النظري، وذلك بالتعرف على عينة

إصدارات الصكوك الإسلامية التي تعتمد على معدل الفائدة ليبور (Libor) كسعر مرجعي في تحديد عوائدها والإصدارات التي لا تسترشد بمعدل الفائدة في احتساب عوائدها.

### **3-2-1- تعريف المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك (Dow Jones Citi Group Sukuk Index):**

الهدف من عمل المؤشر هو قياس أداء الصكوك الإسلامية المدرجة بالأسواق المالية العالمية (الإصدارات العالمية) والمصدرة بالدولار الأمريكي، والمصنفة ائتمانيا (ذات جدارة ائتمانية) من قبل جهات وهيئات تصنيف معترف بها عالمياً.

تتبع طريقة حساب هذا المؤشر معايير وفرضيات حساب المؤشر العريض داوجونز سيتي غروب للدخل الثابت، و عدة مؤشرات أخرى من عائلة داوجونز سيتي غروب (DJ Citi Group)، كما يتبع المؤشر نفس المبادئ المنهجية الكمية لحساب مؤشر داوجونز للأسواق المالية الإسلامية (DJ Islamic Market Index) بهدف ضمان التوافق

المستمر مع الشريعة الإسلامية، حيث يضم المؤشر حالياً عشرون إصداراً عالمياً (\*\*\*) للصكوك الإسلامية أغلبيتها ذات عائد ثابت، من الإمارات العربية المتحدة وماليزيا والبحرين<sup>31</sup>.

أ- أهم خصائص المؤشر:

جدول رقم (3): خصائص المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك (DJ Citi Group Sukuk-I-)

التعيين	الخصائص
مكوناته	يتضمن الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين (AAOIFI)
نوع العائد (المحدد)	المتغير والثابت
الحد الأدنى لعمر الإصدار	سنة واحدة على الأقل
الترجيح (الوزن)	القيمة السوقية (على أساس المشاهدات الشهرية)
الحد الأدنى لقيمة الإصدار	200 مليون دولار أمريكي
الحد الأدنى لرتبة التصنيف الائتماني	BBB أو BBB-، وأن يكون التقييم من قبل موديز أو ستاندر أند بورز أو أي وكالة تصنيف ائتمانية معترف بها عالمياً
منحنى العائد	نموذج منحنى خزانة سيتي غروب
التردد الحسابي	يومي
التسعير	سعر الإغلاق في السوق المحلية
التذبذب	10%
القاعدة التاريخية لحساب المؤشر	أكتوبر 2005م

المصدر: Dow Jones Index, guide to the Dow Jones.OP .Cit. p3

ب- الوصف الإحصائي للمؤشر: موضح ذلك في الجدول رقم (4) أدناه

الجدول رقم (4): أهم الخصائص الإحصائية لمؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك (DJ Citi Group Sukuk-I-)

البيان	عدد الصكوك	القيمة السوقية (مليون دولار)	متوسط العائد (الكوبون)	متوسط العمر (سنوي)	الجدارة الائتمانية	العائد عند الاستحقاق	موعد الاستحقاق الفعلي موزون بمعدل ليبور
مؤشر الصكوك	20	15.732,61	4,15	4,25	A	3,22	3,68
AAA	3	2.159,25	2,55	3,83	AAA	1,78	3,63
AA	2	1.608,53	4,59	3,09	AA	2,77	2,84
A	10	8.576,05	4,13	4,49	A-	3,09	2,02
BBB	5	3.388,77	5,04	4,46	BBB	4,67	3,28
3-1 سنوات	5	4.095,28	4,52	2,72	A	2,56	2,48
5-3 سنوات	12	8.991,10	3,70	4,12	A+	2,93	3,78
7-5 سنوات	2	1.802,92	5,34	5,72	BBB-	5,76	3,97
10-7 سنوات	1	843,31	4,65	9,77	A-	4,10	7,93

المصدر: Dow Jones Citi Group , Sukuk Index, Fact sheet,30/09/2011, p1

ج- نموذج حساب معدل عائد المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك : تتمثل صيغة حساب معدل عائد المؤشر فيما يلي<sup>32</sup>:

$$\text{معدل عائد المؤشر (\%)} = \left[ \frac{\text{قيمة المؤشر في نهاية الفترة}}{\text{قيمة المؤشر في بداية الفترة}} - 1 \right] \times 100$$

**3-2-2- تعريف صكوك (شهامة) و (صرح):** باعتبار أن إصدارات الصكوك الحكومية السودانية تمثل عينة الدراسة للإصدارات التي لا تسترشد بمعدل الفائدة لبيور في تحديد وتوزيع عوائدها، ونظراً لعدم وجود مؤشر لقياس التغير الذي قد يطرأ على أسعار الصكوك الحكومية السودانية، ويعكس في نفس الوقت أداءها في السوق، قمنا بحساب مردودية كل إصدار من إصدارات الصكوك الحكومية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية على حده، وتتمثل في الصكوك الحكومية التالية<sup>33</sup>:

1 - **شهادات المشاركة الحكومية (شهامة):** قامت وزارة المالية والاقتصاد الوطني في 08/05/1999م، بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية (شهامة) عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، وهي الشركة التي تعمل وكياً ومروجاً للأوراق المالية الحكومية، استندت هذه الشهادة على ملكية الدولة للأسهم في بعض الشركات والمؤسسات الربحية، وتصدر هذه الشهادات أيضاً استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهي قابلة للتداول بين الجمهور والمصارف والمؤسسات، وتهدف إلى تمويل عجز الموازنة العامة لتخفيف الاستدانة بالعجز (الاستدانة من النظام المصرفي)، كما أنه يمكن تداولها في السوق الثانوي.

2 - **صكوك الاستثمار الحكومية (صرح):** عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية محددة بالجنيه السوداني تتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، عن طريق عقود الإجارة والمرابحة والإستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، وهي ذات آجال متوسطة وطويلة نسبياً من 5 إلى 7 سنوات، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية، تم إصدارها لأول مرة في مايو 2003م، وكان من بين أهم أهدافها تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الاستثمار، وإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.

### 3-3- دراسة أثر معدل الفائدة لبيور على إصدارات الصكوك الإسلامية محل الدراسة:

نحاول من خلال هذا المطلب الإجابة عملياً على الشق الأول والثاني من إشكالية البحث، بقياس حساسية إصدارات الصكوك الإسلامية محل الدراسة تجاه معدل الفائدة لبيور، والتأكد من مدى العلاقة بين معدل لبيور ومردودية صكوك (شهامة) و(صرح) باعتبارها إصدارات لا تستدل بمعدل لبيور في تسعيرها، على العكس بعض الصكوك التي يضمها مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك ذات العائد المتغير ، واعتمادها على معدل الفائدة لبيور (صراحة) في تحديد عوائدها، وكخطوة مولية نحاول قياس المخاطر الكلية لجميع الإصدارات (سواء التي تستند أو لا تستند في تحديد عوائدها على معدل الفائدة لبيور) والمقارنة بينها.

### 3-3-1- قياس حساسية إصدارات الصكوك محل الدراسة تجاه مؤشر الفائدة لليبور:

يعد المعامل بيتا ( $\beta$ ) من أهم المقاييس المستخدمة لقياس حساسية عائد ورقة مالية ما نتيجة لتغير عائد مؤشر ما (محفظة سوق الأوراق المالية مثلاً والمعبّر عنه بعائد مؤشر السوق).

لذلك يمكن الاعتماد عليه (المعامل بيتا) باعتباره مدخلاً مناسباً لقياس حساسية التغير في مردودية الصكوك الإسلامية محل الدراسة نتيجة التغير في مؤشر ليبور.

وبناءً على ذلك، قمنا بحساب هذا المعامل ( $\beta$ ) لقياس التغير الحاصل في مردودية كل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) ومؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية (Dow Jones Citi Group Sukuk Index)، نتيجة التغير في سعر الفائدة لليبور.

ويتم حساب المعامل بيتا ( $\beta$ ) تبعاً للصيغة الآتية:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_L)}{\delta^2_L}$$

حيث:

$\hat{\beta}_i$ : معامل بيتا المقدر (المحسوب) للصكوك

$R_L$ : معدل مردودية (تغير) مؤشر ليبور

$R_i$ : معدل مردودية الصكوك

$\delta^2_L$ : تباين معدل مردودية مؤشر ليبور.

$\text{cov}(R_i, R_L)$ : التغيرات أو التباين المشترك (Covariance): وهو حاصل ضرب معامل الارتباط ( $\rho$ ) بين مردودية

الصك ( $R_i$ ) ومردودية مؤشر ليبور ( $R_L$ ) مضروب في الانحراف المعياري لمردودية مؤشر ليبور ( $\delta^2_L$ ) والانحراف المعياري لمردودية الصك ( $\sigma_i$ ).

ويوضح الجدول رقم (5) قيمة المعامل بيتا ( $\hat{\beta}_i$ ) للصكوك الحكومية السودانية لكل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) ومؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك مع معدل الفائدة لليبور.

الجدول رقم (5): قيم المعامل بيتا ( $\hat{\beta}_i$ ) لمردودية إصدارات الصكوك الإسلامية محل الدراسة مع معدل الفائدة لليبور

اسم الصك	قيمة بيتا ( $\hat{\beta}_i$ )
صكوك شهامة	-0,004
صكوك صرح	0,003
مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك	0,007

أظهرت النتائج الإحصائية وحسب ما هو موضح في الجدول رقم (5) أن قيمة معامل الحساسية ( $\hat{\beta}_i$ ) بالنسبة لشهادات المشاركة الحكومية (شهامة) بلغت (-0,004)، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مردودية مؤشر لیبور يقابله انخفاض (نقصان) في مردودية صكوك (شهامة) بقيمة (0,004)، أي أن اتجاه تحرك مردودية صكوك (شهامة) معاكس لاتجاه تغيرات أسعار الفائدة لیبور خلال فترة الدراسة، وبما أن القيمة أقل من الواحد ( $1 > \hat{\beta}_i$ )، نستنتج أن مخاطرة صكوك (شهامة) أقل من مخاطرة مؤشر لیبور.

أما بالنسبة لقيمة المعامل ( $\hat{\beta}_i$ ) لصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) فقد بلغت (0,003)، وهذا يعني أن الزيادة بنسبة واحدة في مردودية مؤشر لیبور يقابله زيادة في مردودية صكوك (صرح) بقيمة (0,003)، وبما أن القيمة أقل من الواحد ( $1 > \hat{\beta}_i$ ) فهذا يدل على أن تقلبات مردودية صكوك (صرح) أقل من تقلبات أسعار الفائدة لیبور، أي أن مخاطرة صكوك (صرح) أقل من مخاطرة مؤشر لیبور.

وبالنسبة لقيمة المعامل ( $\hat{\beta}_i$ ) لمؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك فقد بلغت (0,007)، وهذا يعني أن الزيادة بنسبة واحدة في مردودية مؤشر لیبور يقابله زيادة في مردودية إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية المعبر عنها بمؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك بقيمة (0,007)، وبما أن القيمة أقل من الواحد ( $1 > \hat{\beta}_i$ ) هذا يدل على أن تقلبات مردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك أقل من تقلبات أسعار الفائدة لیبور، أي أن مخاطرة الاستثمار في إصدارات الصكوك العالمية والتي يضمها مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك أقل مخاطرة من مردودية الاستثمار في السندات التقليدية والمعبر عنها بمؤشر لیبور، رغم أن هناك بعض الإصدارات في مؤشر داوجونز سيتي غروب تسترشد بمعدل الفائدة لیبور في تحديد عوائدها ذات العائد المتغير، إلا أن النتائج أظهرت بأن هذا المؤشر أقل مخاطرة من مؤشر لیبور، ويمكن أن يرجع ذلك إلى أن مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك يضم بالإضافة للإصدارات متغيرة العائد إصدارات ذات عوائد ثابتة وهي الأغلب ضمن 20 إصداراً الذي يضمها المؤشر، كما أن الإصدارات التي تستند إلى معدل الفائدة لیبور تعتبره كسعر مرجعي لا تعتمد عليه (100%) في تحديد عوائدها الدورية، بل يتم إضافة هامش مخاطرة ثابت نسبياً إلى معدل الفائدة لیبور عند تحديد عوائدها الدورية.

وبشكل عام نستنتج أن الاستثمار في الصكوك الإسلامية أقل مخاطرة من الاستثمار في السندات التقليدية خلال فترة الدراسة المعبر عنها بمؤشر لیبور باعتباره العائد الفرصي للمستثمر في الاقتصاد التقليدي، ومعدل العائد على السندات معومة الفائدة خاصة منها أدونات الخزنة (T.Bill) والسندات الحكومية التقليدية.

ولكن عند المقارنة بين إصدارات الصكوك الإسلامية التي لا تسترشد بمعدل الفائدة في تحديد عوائدها، وتتمثل في (صكوك شهامة وصرح) مع إصدارات الصكوك التي تستند في تحديد عوائدها على معدل الفائدة والمعبر عنها هنا بمؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك، نجد أن صكوك (شهامة) و(صرح) تتميز بمستوى تقلب للمردودية أقل والذي يساوي (-0,004) و(0,003) على التوالي من تقلبات مردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك والذي يساوي (0,007)، وبالتالي فإن إصدارات الصكوك الإسلامية التي لا تعتمد على معدل الفائدة في تحديد عوائدها أقل مخاطرة (من حيث المخاطرة النظامية) من الصكوك الإسلامية التي تسترشد بمعدل الفائدة كسعر مرجعي في تحديد عوائدها.

### 3-3-2- اختبار العلاقة بين إصدارات الصكوك الإسلامية محل الدراسة ومعدل الفائدة لليبور:

تجدر الإشارة أنه في دراستنا لا نختبر العلاقة بين معدل الفائدة لليبور ومؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك المعبرة عن الصكوك الإسلامية التي تسترشد بمعدل الفائدة لليبور، فهي مثبتة، وإنما نختبر قوة ونوع العلاقة (الارتباط)، نظراً لأن إصدارات الصكوك الإسلامية ذات العائد المتغير والتي يضمها هذا المؤشر، تستند صراحة في نشرات إصدارها إلى معدل الفائدة لليبور مضافاً إليه هامشاً ثابتاً في تحديد عوائدها الدورية، وكمثالٍ على ذلك نجد من بين الإصدارات التي تدخل في قاعدة حساب مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك، الإصدار الثاني لبنك البحرين المركزي (CBB International Sukuk Company (SPC))<sup>34</sup> بقيمة إصدار تقدر بـ 350 مليون دولار أمريكي، والذي استحق في 2013/03/18 م، حيث حددت عوائده الدورية السنوية بـ (بمعدل الفائدة لليبور + 75%)، ونفس الشيء بالنسبة لإصدار (MBB SUKUK INC)<sup>35</sup> لبنك مايب انك (Maybank) الماليزي بقيمة إصدار وصلت إلى 300 مليون دولار أمريكي، يستحق في سنة 2017م، ذو عائد متغير نصف سنوي يساوي إلى (معدل لليبور لسته أشهر + 33%).

ولتحديد نوع وقوة العلاقة بين المتغيرين (مردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك ومعدل الفائدة لليبور)، نعتمد في ذلك على معامل الارتباط (Correlation coefficient)، باعتباره أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في مردودية الصكوك التي تعتمد على معدل الفائدة كسعر مرجعي في تحديد عوائدها (المعبر عنها بمردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك) نتيجة التغير في مستوى أسعار الفائدة لليبور، والذي يحسب وفق الصيغة التالية:

$$\rho_{im} = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i) (R_m - \bar{R}_m)}{\sqrt{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2} \sqrt{\sum (R_m - \bar{R}_m)^2}} = \frac{cov(R_i, R_m)}{\sigma_i \sigma_m}$$

ويمكن الحكم على قوة العلاقة بين مردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك ومعدل الفائدة لليبور من حيث درجة قربها أو بعدها عن (±1)، حيث أن قيمة معامل الارتباط تقع في المدى  $-1 < \rho < 1$ ، فكلما اقتربت قيمة معامل الارتباط ( $\rho$ ) من 1 أو -1، كان الارتباط بين مردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك ومعدل الفائدة لليبور قوي، وإذا كانت القيمة موجبة فالارتباط طردي، وإذا كانت القيمة سالبة فالارتباط عكسي، وإذا كانت القيمة صفر فهذا يدل على عدم وجود علاقة بين مردودية الاثنين، وقد أظهرت النتائج المتحصل عليه، أن معدل معامل الارتباط خلال فترة الدراسة (2006-2010م)، وصل إلى (0,236)، بإشارة موجبة (طردياً) أي أن التغير في مستوى أسعار الفائدة لليبور بوحدة واحدة يقابله زيادة في معدل مردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك بـ (0,236)، ويعبر هذا المقدار عن أن قوة الارتباط دون المتوسط (شبه ضعيف)، نظراً للاسترشاد في تحديد العوائد الدورية بمعدل الفائدة لليبور كسعر مرجعي مضافاً إليه هامش ثابت في أغلب الأحيان، وهو ما يقلل من قوة الارتباط بينهما.

أما بالنسبة لاختبار العلاقة بين معدل الفائدة لليبور وعوائد الإصدارات (عوائد صكوك شهامة وصرح) التي لا تعتمد على معدل الفائدة في تحديد عوائدها، يتطلب أولاً اختبار الدلالة الإحصائية للعلاقة، قبل اختبار نوع وقوة الارتباط، خاصة وأن هذه الصكوك تعاني من مشكلة عدم الثقة (مخاطر فقدان الثقة) في المدة الأخيرة، حيث يشكك

البعض ومن داخل السودان في شرعيتها من عدة نواحي، منها أن توزيعات الأرباح تتم بالاسترشاد إلى معدل الفائدة لليبور.

وللتأكد من مدى ارتباط وتأثر العائد على صكوك (شهامه) و(صرح) بمعدل الفائدة لليبور، انطلقنا من الفرضية الآتية:

$H_0$ : تتخذ الصكوك الحكومية السودانية معدل الفائدة لليبور كسعر مرجعي في تحديد عوائدها، وذلك بوجود علاقة طردية بينهما، وذات دلالة إحصائية.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين معدل الفائدة لليبور وعوائد الصكوك الحكومية السودانية (شهامه وصرح)، كما هو موضح في الجدول رقم (6) أدناه.

**الجدول رقم (6): تحديد العلاقة بين سعر الفائدة لليبور وعوائد صكوك شهامة وصرح**

إسم الصك	معامل الارتباط	مستوى الدلالة * Sig
شهامه	0,00	0,997
صرح	-0.064	0,640

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: بالإعتماد على بيانات الدراسة وإستخدام برنامج Spss

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين التغير في سعر الفائدة لليبور والتغير في عوائد الصكوك الحكومية (شهامه وصرح) لأن قيمة مستوى الدلالة الإحصائية لكل من صكوك (شهامه) و(صرح) والتي تساوي ( sig=0,997 ، sig=0,640 ) على التوالي أكبر من ( 0,05 مستوى الدلالة )، وبالتالي لا يتخذ معدل الفائدة لليبور كسعر مرجعي في تحديد عوائد صكوك شهامة وصرح، وهذا يؤكد عدم صحة الفرضية الأولى، وعليه ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة (لا تتخذ صكوك شهامة وصرح معدل الفائدة لليبور كسعر مرجعي في تحديد عوائدها).

وبناء على النتائج المتحصل عليها، نستطيع القول أن الصكوك الحكومية السودانية (شهامه وصرح) لا تسترشد بمعدل الفائدة لليبور (كسعر مرجعي) في تحديد عوائدها، إحدى أهم العوامل التي ساهمت في استقرار عوائد وقيمة إصداراتها خاصة أثناء الأزمة المالية العالمية 2008م، على عكس واقع العديد من إصدارات الصكوك الإسلامية خاصة العالمية والخليجية منها.

#### **4- مقترح للابتعاد عن معدل الفائدة لليبور في تسعير الصكوك الإسلامية:**

بناءً على النتائج المتوصل إليها في دراستنا التطبيقية من عدم نجاعة الاسترشاد بمعدل الفائدة لليبور كسعر مرجعي في تحديد عوائد الصكوك الإسلامية مقارنة مع الصكوك الإسلامية التي تتحدد عوائدها استناداً إلى الأرباح التي تتحقق فعلاً من أداء الأصول الحقيقية التي بنيت هيكله الصكوك عليها وتقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

وبناءً على ما تناولناه في الجانب النظري حول التحديات المباشرة التي واجهت مؤخراً مصداقية معدل الفائدة لليبور، نتيجة فضيحة تلاعب بنوك عالمية كبرى في تحديده، والتي أثرت وبشكل خاص على درجة الثقة فيه، وأصبح بذلك معدل ليبور موضوع انتقاد كبير، وكذلك الانتقادات الموجهة حول الكفاءة الاجتماعية والاقتصادية لمعدلات الفائدة بشكل عام من قبل الكثير من الباحثين والدارسين الغربيين أنفسهم.

إضافة إلى ذلك كله، فإن معدل الفائدة لليبور حتى وإن كان مجرد نسبة مئوية صماء، فهو يعتبر الرمز الأساسي للنظام الربوي، فكيف يُسترد به في تسعير المنتجات المالية الإسلامية؟، كما أن الاسترشاد بمعدل الفائدة لليبور يحمل دليلاً واضحاً على عدم وجود معيار حقيقي يُحتكم إليه في تحديد عوائد الصكوك وأدوات التمويل الإسلامية. لهذه الأسباب وغيرها، أصبحت هناك ضرورة ملحة للبحث عن معيار بديل لمعدل الفائدة لليبور كسعر مرجعي، يمكن اعتماده في تحديد معدل أو نسبة الربح المقبولة، ويتم على أساسه تسعير أدوات التمويل والاستثمار الإسلامية. تجدر الإشارة إلى أنه لم يتم لحد الآن الاتفاق حول تحديد معيار تسعيري بديل لمعدل الفائدة لليبور يكون متسقاً مع الأساس المنهجي الذي تقوم عليه الصكوك الإسلامية، شأنها شأن غيرها من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، رغم أن هناك العديد من المقترحات والمحاولات الجادة المقدمة في هذا المجال من قبل الباحثين الإسلاميين لاقتراح بديل لليبور.

ونرى أنه من بين أسباب الفشل في تحويل تلك المقترحات المطروحة لإيجاد مؤشر معياري معتمد من قبل الصناعة المالية الإسلامية، الاستثمار وبشكل كبير في الأدوات المالية والصكوك الإسلامية المبنية على صيغ المداينة (أدوات الدين) بدلاً من المشاركات والمضاربات، مما أدى إلى تشابه هيكل العائد والمخاطرة للصكوك الإسلامية مع نظيراتها السندات التقليدية، رغم أن المخاطر المحسوبة في سعر الفائدة للسندات التقليدية تختلف عن طبيعتها في التمويل بالصكوك الإسلامية ولو تم ذلك عن طريق صكوك المداينات، وأن المسار المؤدي إلى بديل لمعدلات الفائدة لليبور يبدأ من المؤسسات المالية الإسلامية نفسها، من اعتمادها على صيغ المشاركات في بنية الصكوك الإسلامية باعتبارها الأقرب من حيث عدالة التسعير، وتميزها عن المؤسسات المالية التقليدية التي تعتمد في الأساس على الاقتراض، وبذلك توفر اللبنة الأساسية لتطوير مؤشرات مالية إسلامية بديلة عن المؤشرات المرتبطة بمعدلات الفائدة لليبور ونظيراتها هذا من ناحية.

ومن ناحية إيجاد مؤشر تسعيري مقترح بديل لسعر الفائدة لليبور في تسعير الصكوك والأدوات التمويلية الإسلامية فإن اقتراحنا ينطلق من نتائج دراستنا التطبيقية.

ففي ظل عدم وجود معيار إسلامي موحد ومتفق عليه يعكس هوية الصناعة المالية الإسلامية ويُسترد به في تحديد عوائد أدوات التمويل الإسلامية بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص، نقترح الاستفادة من تجربة الصكوك الحكومية السودانية في آلية تحديد عوائدها، باعتبارها إصدارات تتحدد عوائدها اعتماداً على الأرباح المحققة فعلاً من أداء موجودات الصكوك، وبناءً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، ونرى أنه نتيجة لذلك استطاعت الصكوك الحكومية السودانية أن تنجو من براثن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م، ولم تسجل أي تراجع في قيمة عوائدها مقارنة مع سوق الصكوك الإسلامية العالمي بدراستنا لمؤشر الصكوك العالمي داوجونز سيتي

غروب، وسوق العائد الثابت بدراستنا لمعدل الفائدة لبيور باعتباره العائد على السندات الحكومية التقليدية، كما لم يشهد السودان أي إخفاق أو تعثر في إصدارته نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م، ونرجع ذلك لأحد أهم العوامل التي ساهمت في ذلك وهي عدم ربط عوائدها بالسعر المرجعي والمتمثل في معدل الفائدة لبيور أو بأحد نظرائه

ولتعميم هذا المقترح لآبد من تضافر الجهود على المستوى المؤسسي، تساهم فيه السلطات الإشرافية والمؤسسات المالية الإسلامية للدول ومؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية والمؤسسات العلمية والبحثية، ونقترح في هذا الإطار تشكيل لجنة تضم خبراء وباحثين وأساتذة جامعيين مختصين في الصناعة المالية الإسلامية تحت إشراف البنك الإسلامي للتنمية وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، تتولى إجراء دراسات وبحوث معمقة ومستفيضة في آلية تحديد معدلات عوائد إصدارات الصكوك الحكومية السودانية مع الاستعانة بخبرة العلماء السودانيين، نظراً لحجم الأدبيات المتوافرة لديهم إضافة إلى الخبرة الميدانية عبر مراحل العمل المالي الإسلامي، بهدف توسيع نطاق هذا المقترح كمعيار تسعيري ل لصكوك وللأدوات التمويلية الإسلامية وتطبيقها على المستوى الجزئي والكلي.

ونشير إلى أن اشتقاق معيار تسعيري إسلامي لصناعة الصكوك الإسلامية يعتمد على آلية الربح، كما هو الحال عند احتساب عوائد الصكوك الحكومية السودانية، يعتبر مؤشراً عملياً ومعياراً سليماً للتمويل الإسلامي يحقق المقاصد الشرعية بمثالية، فالربح هو المحرك الأساسي لقرارات المستثمرين، ليس فقط كمعيار لجاذبية الاستثمار وإنما أيضاً لأنه مصدر تمويل مهم، وقد أيدت نتائج دراسة قام بها (ميلر) على 127 مشروعاً هذا الرأي بشكل مباشر، إذ وجد أن نحو 77 % من هذه المشروعات استخدمت مفهوم معدل الربح عند اتخاذ قراراتها الاستثمارية<sup>36</sup>.

و يؤكد (تيرفي R.Turvey) أن السعر النقدي للفائدة ليس هو المتحكم في الاقتصاد، فسعر الفائدة لا يصلح ولم يكن مناسباً لقرارات الاستثمار، وعليه يجب أن يحل محله سعر الأصول الحقيقية الموجودة، ومن ثم يكون لدينا نظرية تحتل فيها الأصول الحقيقية لا الأصول الورقية مركز الصدارة<sup>37</sup>.

و إذا قلنا بالغاء معدل الفائدة، فلا يعني أبداً أن رأس المال ليس له عائد، فرأس المال إسلامياً كان أو غير إسلامي بالقطع له عائد نظير اشتراكه الفعلي في النشاط الإنتاجي، والعائد الإسلامي ليس فائدة ربوية محددة مسبقاً وإنما حصة ونصيب وجزء مشاع في الربح والخسارة، وعليه فهذه الحصة في الربح هي تكلفة عنصر رأس المال ومن ثم يصبح الربح هو المعيار الذي يحكم تخصيص الموارد المالية، وهو الآلية التي تعادل الطلب على هذه الموارد مع العرض منها، فكلما زاد معدل الربح المتوقع من استثمار جديد عن الربح المحقق في النشاط الاقتصادي زاد عرض الأموال القابلة للاستثمار أمام المشروع المقترح و ثم تنفيذه فعلاً، والعكس صحيح.

فالربح المحقق يعد عاملاً حاسماً في تحديد مدى نجاح المشروع الجديد في ذات النشاط بشكل خاص وفي الاقتصاد بشكل عام، وفي قدرته على الحصول على المال المشارك والمخاطر، فصاحب المال لا يستثمر حيث تكون الفائدة أعلى بل حيث يكون الربح أكبر، ولا يحكم اتخاذ قرار الاستثمار بالنسبة للمستثمرين في مشاريع الصكوك الإسلامية إلا معدل الربح في ضوء الجدوى الاقتصادية لتلك المشاريع، فكلما ارتفع هذا المعدل زاد الإقبال على الاكتتاب في الصكوك، وكانت فرصة المشروع في الحصول على التمويل أو المشاركة في التمويل كبيرة، أما بالنسبة لحملة

السندات التقليدية فلا يهتمهم سوى الفائدة ولا يهتمون أصلاً بجدوى المشاريع موضوع التمويل، على عكس حملة الصكوك أصحاب رأس المال المشارك في المشاريع الممولة عن طريق الصكوك، مما يزيد كفاءة ونفع مؤشر معدل الربح مقارنة بمؤشر الفائدة الربوية<sup>38</sup>.

### الخاتمة ونتائج البحث:

بعد أن خضنا في مسائل هذا البحث، واستعرضنا أهم أفكاره، وسعينا إلى تحليل أهم الأرقام والبيانات الإحصائية التي تجسد مشكلة تسعير الصكوك الإسلامية بالاعتماد على سعر الفائدة العالمي لليبور، أو تلك التي لا ترتبط به في التسعير، يمكن أن نخلص إلى النتائج التالية:

### الجزء النظري للبحث:

- 1- بالرغم من الاعتماد الكبير على معدل الفائدة لليبور وشهرته على المستوى العالمي، فقد اهتزت مصداقيته عقب قيام مجموعة من البنوك المشاركة في تحديده بالتلاعب وبشكل متكرر بأسعار الفائدة المستخدمة في حسابه، خلال الفترة 2005 – 2012، هذا إلى جانب النقد الحاد الذي ما فتئ الخبراء والاقتصاديون الغربيون يوجهونه لمعدل الفائدة عموماً، وإلى كفاءته في تخصيص الموارد.
- 2- إن من أهم سلبيات مخاطر الاعتماد في تسعير الصكوك الإسلامية على معدل الفائدة لليبور، إمكانية فقدان الثقة في مصداقية الصكوك الإسلامية، إلى جانب المخاطر التجارية المنقولة والناجمة عن الضغوط التنافسية.
- 3- يعتمد تسعير الصكوك الإسلامية على مفهوم العائد الشرعي، والذي يرتبط بقيمة عوائد الأصول الحقيقية التي تمثلها الصكوك، إلى جانب ضوابط شرعية تجب مراعاتها عند التسعير تبعاً لنوع العقد الذي يمثله الصك.

### الجزء التطبيقي للبحث:

- 4- عند قياس درجة حساسية إصدارات الصكوك للعينة المختارة تجاه معدل الفائدة لليبور، تبين لنا مايلي:
  - أ- معامل الحساسية  $(\hat{\beta}_i)$  بالنسبة لصكوك (شهامة) =  $(-0,004)$ ، بمعنى أن له اتجاه معاكس لتحرك سعر الفائدة لليبور، وبما أن القيمة أقل من الواحد، فإن مخاطرة (شهامة) أقل من مخاطرة مؤشر ليبور.
  - ب- معامل الحساسية  $(\hat{\beta}_i)$  بالنسبة لصكوك (صرح) =  $(0,003)$ ، أي له نفس اتجاه تحرك سعر الفائدة لليبور، ولكن بما أن القيمة أقل من الواحد، فإن مخاطرة (صرح) أقل من مخاطرة مؤشر ليبور.
  - ج- معامل الحساسية  $(\hat{\beta}_i)$  لمؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك بلغ  $(0,007)$ ، وهذا يعني أن له نفس اتجاه تحرك سعر الفائدة لليبور، وبما أن القيمة أقل من الواحد، فهذا يعني أن تقلبات مردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب أقل من تقلبات أسعار الفائدة لليبور.
  - د- إن صكوك (شهامة) و (صرح) تتميز بمستوى تقلب للمردودية أقل من تقلبات مردودية مؤشر مؤشر داوجونز سيتي غروب، وبالتالي فإن مخاطرة الصكوك الإسلامية التي لا تسترشد بمعدل الفائدة لليبور في تحديد عوائدها أقل من مخاطرة الصكوك التي تسترشد به.

5- عند قياس معامل الارتباط بين مردودية مؤشر داو جونز سيتي غروب للصكوك ومعدل الفائدة لليبور خلال فترة الدراسة، تبين أنه يساوي = (0.236)، أي علاقة طردية موجبة، ولكن قوة الارتباط دون المتوسط (شبه ضعيف)، نظراً للاسترشاد في تحديد العوائد الدورية بمعدل الفائدة لليبور مضافاً إليه هامش ثابت في أغلب الأحيان.

6- عند قياس العلاقة بين معدل الفائدة لليبور وعوائد الصكوك الحكومية السودانية (شهادة) و (صرح)، أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين المتغيرين، وبالتالي فإن كلا النوعين من الصكوك لا يتخذ معدل الفائدة لليبور كسعر مرجعي في تحديد عوائده.

### الملاحق:

الملحق رقم (01): إصدارات الصكوك الإسلامية المدرجة في المؤشر العالمي Dow Jones Citi Group Sukuk Index

Name	Coupon	Maturity	PAR (\$MM)	Quality	Country	Stated Coupon
CBB International Sukuk Company	1.272	03/18/2013	350	BBB	Bahrain	Floating-rate
CBB International Sukuk Company	6.247	06/17/2014	750	BBB	Bahrain	Fixed-rate
Rak Capital	8.000	07/22/2014	400	A	UAE	Fixed-rate
Petronas Globak Sukuk Ltd	4.250	08/12/2014	1500	A-	Malaysia	Fixed-rate
IDB Trust Services Ltd	3.172	09/16/2014	850	AAA	Supranational	Fixed-rate
TDIC Sukuk Ltd	4.949	10/21/2014	1000	AA	UAE	Fixed-rate
GE Capital Sukuk Ltd	3.875	11/26/2014	500	AA+	United States	Fixed-rate
Malaysia Sukuk Global	3.928	06/04/2015	1250	A-	Malaysia	Fixed-rate
QIB Sukuk Funding Ltd	3.856	10/07/2015	750	A	Qatar	Fixed-rate
IDB Trust Services Ltd	1.775	10/27/2015	500	AAA	Supranational	Fixed-rate
ADIB Sukuk Co Ltd	3.745	11/04/2015	750	A	UAE	Fixed-rate
Rak Capital	5.239	01/28/2016	400	A	UAE	Fixed-rate
SIB Sukuk Co II Ltd	4.715	05/25/2016	400	BBB+	UAE	Fixed-rate
IDB Trust Services Ltd	2.350	05/25/2016	750	AAA	Supranational	Fixed-rate
HBME Sukuk Co Ltd	3.575	06/02/2016	500	A+	United Kingdom	Fixed-rate
Wakala Global Sukuk BHD	2.991	07/06/2016	1200	A-	Malaysia	Fixed-rate
FGB Sukuk Co Ltd	3.797	08/02/2016	650	A	UAE	Fixed-rate
MBB Sukuk Malayan	0.763	04/25/2017	300	BBB+	Malaysia	Floating-rate
DP World Sukuk Ltd	6.250	07/02/2017	1500	BBB-	UAE	Fixed-rate
Wakala Global Sukuk BHD	4.646	07/06/2021	800	A-	Malaysia	Fixed-rate

- <sup>1</sup> بناء على نتائج التقرير الشهري (لشهر نوفمبر 2012) لشركة "بيتك للأبحاث" المحدودة التابعة لمجموعة بيت التمويل الكويتي "بيتك"، نقلاً عن مقال بعنوان: **9.4 مليارات دولار حجم إصدار الصكوك في نوفمبر الماضي**، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، عدد نوفمبر 2012م، الصادر بتاريخ: 1 الأربعاء 05 كانون أول/ديسمبر 2012م الموافق: الأربعاء 21 محرم 1434هـ.
- <sup>2</sup> نقلاً عن: **Zawya, sukuk quarterly bulletin, issue 16- 3Q 2012, p1** متاح على الرابط: [http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quaterly\\_Sukuk\\_bulletin.cfm?issue=U130115104921](http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quaterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=U130115104921)
- <sup>3</sup> بالاعتماد على: المنصة العالمية لرصد الصكوك "زاوية" -zawya sukuk monitor- متاح على الرابط: [www.zawya.com/middle-east/sukuk/sukuk.printcfr](http://www.zawya.com/middle-east/sukuk/sukuk.printcfr)، تاريخ الزيارة: 2011/03/21م، و-1Q Sukuk quarterly bulletin, issue (1Q- و-4Q2009,1Q-4Q2010) متاح على الرابط: [www.zawya.com/middle-east/sukuk](http://www.zawya.com/middle-east/sukuk)، تاريخ التحميل: 2011/03/21.
- <sup>4</sup> نقلاً عن: موسى آدم: **المؤشرات البديلة عن معدل الفائدة؛ أهمية الموضوع ومبرراته، الجهود السابقة والجوانب التي تتطلب التطوير**، بحث مقدم إلى مؤتمر "الأسواق المالية الإسلامية نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة"، المنعقد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1-2 ماي 2007م، ص6.
- <sup>5</sup> بالاعتماد على: محمد البلتاجي: **نحو إيجاد معدل لاحتساب ربحية البيوع الآجلة**، بحث مقدم إلى مؤتمر "الأسواق المالية الإسلامية نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة"، المنعقد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1-2 ماي 2007م، ص4. ومحمد إبراهيم السحيباني: **آلية تحديد معدلات ليبور؛ وإمكانية الاستفادة منها**، بحث مقدم إلى مؤتمر "الأسواق المالية الإسلامية نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة"، المنعقد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1-2 ماي 2007م، ص4. وللمزيد من التفاصيل حول مؤشر ليبور، أنظر موقع جمعية المصرفيين البريطانيين (BBA) على الرابط التالي: <http://www.bbalibor.com>
- <sup>6</sup> بالاعتماد على: جون كيف: **عودة إلى الأسس؛ ما هو ليبور؟**، مجلة التمويل والتنمية، مجلة فصلية تصدر عن صندوق النقد الدولي، عدد 49 رقم: 04، ديسمبر 2012، ص32، و**متاح على الرابط:** <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2012/12/pdf/fd1212a.pdf>
- <sup>7</sup> محمد السحيباني: **آلية تحديد معدلات ليبور؛ وإمكانية الاستفادة منها**، مرجع سابق، ص5.
- <sup>8</sup> جون كيف: **عودة إلى الأسس؛ ما هو ليبور؟**، مرجع سابق، ص32.
- <sup>9</sup> نقلاً عن: محمد السحيباني: **آلية تحديد معدلات ليبور؛ وإمكانية الاستفادة منها**، مرجع سابق، ص5-6.
- <sup>10</sup> بالاعتماد على: سامر مظهر قنطقجي: **مؤشرات تقييم أداء الاستثمارات المالية بديلاً عن معدل الفائدة**، سلسلة فقه المعاملات رقم (09)، مؤسسة الرسالة، صص16-17. ومحمد السحيباني: **آلية تحديد معدلات ليبور؛ وإمكانية الاستفادة منها**، مرجع سابق، صص7-9.
- <sup>11</sup> محمد السحيباني: **آلية تحديد معدلات ليبور، وإمكانية الاستفادة منها**، مرجع سابق، ص10، بتصرف.
- <sup>12</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر: **قرارات الندوات الثلاثة الفقهية الاقتصادية**، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، بجدة، 22 - 18 شوال 1413هـ / 10-14 أبريل 1993م، متاح على الرابط: <http://www.fiqhacademy.org.sa>
- <sup>13</sup> موسى آدم: **المؤشرات البديلة عن معدل الفائدة**، مرجع سابق، ص10.
- <sup>14</sup> لمزيد من التفاصيل، أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، الدورة الثانية عشر، الجزء الرابع، 25 جمادى الآخرة 1421هـ - 1 رجب 1421هـ الموافق 23 - 28 سبتمبر 2000م، ص10.
- <sup>15</sup> نقلاً عن: محمد علي القرني بن عيد: **الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**، ورقة بحث مقدمة إلى "الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي"، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م، ص20
- <sup>16</sup> المرجع السابق، صص20-21
- <sup>17</sup> بالاعتماد على: أشرف محمد دوابه: **الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 1430هـ-2009م، صص112 و114. بتصرف
- <sup>18</sup> زياد الدماغ: **دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي**، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي بماليزيا international conference on Islamic Banking and Finance, cross Border practices and litigations, 15-16 June 2010.
- <sup>19</sup> أحمد الأمين حامد: **الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها**، رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، 1426هـ/2005م، ص14.
- <sup>20</sup> أسامة عبد الحليم الجورية: **صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد**، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، لبنان، 2009م، ص34.

- <sup>21</sup> فؤاد محمد محيسن : الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها ، ملخص دراسة الدكتور همدان همدان إلى "الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المشاركة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م، ص19.
- <sup>22</sup> عبد الله بن محمد المطلق : الصكوك، ورقة بحث مقدمة إلى "ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)"، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة ، السعودية، 10-11 جمادى الثانية 1431 هـ الموافق ل 24-25 ماي 2010م.
- <sup>23</sup> عبد الله إبراهيم نزال : كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية ، بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول : "حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011م.
- (\*) يرتفع سعر فائدة ليبور عندما ترتفع المخاطرة وتنخفض السيولة المتوفرة للإقراض بين المصارف، في حين ينخفض حين تنخفض المخاطر وتتوفر السيولة . ولذلك فإن مستويات ليبور هي أفضل مؤشر للمتعاملين في الأسواق العالمية لمعرفة مستويات العرض والطلب على الأموال المتاحة للإقراض ومستويات التفاوض والتشاؤم في الأسواق العالمية.
- <sup>24</sup> بالاعتماد على: منذر بركات: التلاعب في أسعار الفائدة ليبور، مقال بمجلة الخليج، القسم الاقتصادي، عدد يوم الأربعاء: 2013/03/16، متاح على الرابط: <http://www.alkhaleej.ae/portal/87b873a9-d9b5-45c4-a164-2e23d53906a1.aspx>، تاريخ الزيارة: 2013/04/01.
- <sup>25</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر: راشد بن أحمد العليوي: معايير المؤشرات البديلة عن معدل الفائدة، بحث مقدم إلى مؤتمر "الأسواق المالية الإسلامية نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة"، المنعقد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1-2 ماي 2007م، ص5-9.
- <sup>26</sup> مجلس الخدمات المالية الإسلامية: المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، ديسمبر 2005، كوالالمبور، ماليزيا، ص39. بتصرف.
- <sup>27</sup> نقلاً عن: عبد الله إبراهيم نزال: كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص16-17.
- <sup>28</sup> المرجع السابق، ص17-18. بتصرف.
- <sup>29</sup> عثمان ظهير : الصكوك الإسلامية...بؤادر الانتعاش تلوح في الأفق من جديد ، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، العدد : 6109، الصادرة بتاريخ: 2010/07/03.
- <sup>30</sup> عبد الله إبراهيم نزال: المرجع السابق، ص 18-19. بتصرف.
- (\*\*) للتفاصيل أكثر: أنظر الملحق رقم (1).
- <sup>31</sup> Dow Jones Index, Guide to the Dow Jones Citi Group Sukuk index, CME group index services LLC, New York, USA, 2003, p3. And visit: [www.djindexes.com](http://www.djindexes.com).
- <sup>32</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر: Dow Jones Index, Guide to the Dow Jones, OP, Cit, P5
- <sup>33</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر: صابر محمد حسن: تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، ط1، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2009م، ص15-21.
- <sup>34</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر : offering circular, CBB International Sukuk Company (SPC), prospectus dated March 17, 2008.
- <sup>35</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر: offering circular, MBB SUKUK INC, prospectus dated 18 April 2007
- <sup>36</sup> Miller: "A glimpse at calculating and using return on investment" (N. A.A bulletin, June, 1960, P71-75
- نقلاً عن: راشد بن أحمد العليوي: معايير المؤشرات البديلة عن معدل الفائدة، مرجع سابق، ص11، بتصرف.
- <sup>37</sup> Turvey, R, does the Rte of interest Rule the Roost? in Hahn, f, eds, the theory of interest rates, op, cit, pp 172 et 329
- <sup>38</sup> بالاعتماد على: راشد بن أحمد العليوي: معايير المؤشرات البديلة عن معدل الفائدة، مرجع سابق، ص12، بتصرف.