



سوق الصكوك السعودية

تنامت السوق العالمية للصكوك واتسعت بصورة كبيرة خلال السنوات الأخيرة، حيث قفزت قيمة الصكوك المتداولة من 8 بليون دولار عام 2003 إلى 100 بليون دولار عام 2008. وتوظف الشركات والحكومات الصكوك للحصول على التمويل والسيولة بل وتعتبرها أدوات دين متوافقة مع الضوابط الشرعية وهي تفي باحتياجات المستثمرين لتنوع المحفظة الاستثمارية. ونعتقد أن الظروف مواتية حالياً لتحقيق دفعة قوية في إصدارات الصكوك وتداولها، خصوصاً وأن نمو سوق أدوات الدخل الثابت في المملكة يعتبر ضعيفاً بالمقارنة مع نمو سوق الأسهم.

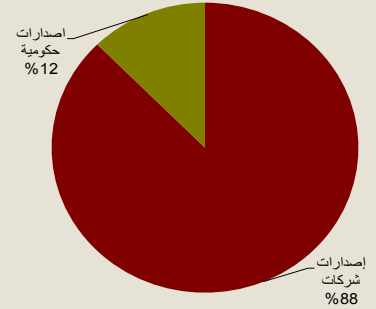
وقد تمثلت أهم الخطوات في هذا الصدد في قيام شركة السوق المالية السعودية "تداول" في منتصف يونيو الماضي بإنشاء سوق ثانوية للصكوك تعمل آلياً بنظام أوامر البيع والشراء، عكس النظام السابق القائم على تداول الصكوك في سوق موازية (بورصة خارج السوق الرسمية) مما يعنى تنفيذ عمليات البيع عبر إدارات الخزنة في البنوك ثم تسويتها لدى شركة "تداول" عقب ذلك. وكانت السيولة الناتجة عن تلك العمليات منخفضة للغاية بسبب احتفاظ المستثمرين بمعظم إصدارات الصكوك إلى حين أجل استحقاقها. ويستهدف النظام الجديد تشجيع المستثمرين على التوسع في تداول الصكوك حيث يتيح لهم بيع وشراء الصكوك من خلال شركات الوساطة.

ونعتقد أنه في ظل النظام الجديد لتداول الصكوك ستؤدي العوامل التالية إلى ارتفاع أحجام المعروض منها من الجهات المصدرة وكذلك من أحجام الطلب عليها من قبل المستثمرين في المملكة:-

- **إمكانية التنويع بالعائدات وتنويع المحافظ الاستثمارية:** دفع انهيار سوق الأسهم العام الماضي المستثمرين إلى التفكير في الاستثمار في أصول يمكن التنويع بعائداتها مثل الصكوك، كما أنها تلعب دوراً مهماً في تنويع المحافظ الاستثمارية في ضوء محدودية القنوات الاستثمارية المتاحة للمستثمرين في المملكة.
- **المشاكل المتعلقة بتأمين التمويل من المصادر التقليدية:** تلجأ الشركات إلى سد حاجتها من التمويل عبر وسيلتين هما الاقتراض من البنوك والاكتتابات الأولية، ولكن البنوك أصبحت شديدة التردد في تقديم القروض كما أن الاكتتابات لم تعد جذابة بسبب تدني تقييمها ما جعل إصدار الصكوك مصدراً مهماً للتمويل.
- **عدم التكافؤ في الميزانية العمومية للشركات:** لا تتوفر القروض المصرفية طويلة الأجل بصورة كافية ما يعرض الشركات التي تقتصر لتمويل مشاريع طويلة الأجل لمشكلة عدم التكافؤ بين الموجودات والمطلوبات في ميزانياتها العمومية، لذا فإن إصدار الصكوك طويلة الأجل سيخفف من حدة هذه المشكلة.
- **الإصدارات القادمة في الطريق:** في أعقاب إصداري الصكوك الناجحين مطلع هذا العام، أعلنت شركات محلية أخرى وكذلك حكومات بعض الدول الخليجية عن نيتها على إصدار صكوك.

لكن على الرغم من المستقبل المبشر للصكوك هناك تحديات كبيرة قد تعيق نمو هذا النشاط، يتمثل أولها في ضآلة حجم سيولة الصكوك الفعلية حيث لم يتجاوز عدد الصفقات خلال الشهرين الأولين من إطلاق التداول في سوق الصكوك 50 صفقة، وثانيها هو افتقار السوق للانساع والعمق (هناك فقط 5 صكوك مدرجة في سوق المال المحلي) ولا تتوفر أي مؤشرات على أن الحكومة بصدد إصدار صكوك بطريقة نشطة (بصفة عامة يعتبر الدعم الحكومي عاملاً أساسياً في تطوير أسواق الدين). بالإضافة إلى ذلك تظل هناك مشاكل جادة تتعلق بقلة الكوادر البشرية المؤهلة العاملة في مجال الصكوك وعدم وجود نظام معايير موحد متوافق مع الضوابط الشرعية وضعف المقدرة على ابتكار منتجات جاذبة.

مقارنة بين حجم الصكوك الحكومية وصكوك الشركات



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:
براد بورلاند، CFA
رئيس الدائرة الاقتصادية والأبحاث
jadwaresearch@jadwa.com

بول جامبل
رئيس الأبحاث الاقتصادية
pgamble@jadwa.com

أو كاتب التقرير
هيثم الفايز
مدير أول، بحوث و دراسات الأسهم
halfayez@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف +966 1 279-1111
الفاكس +966 1 279-1571
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com



خلفية عن الصكوك

الصكوك (جمع صك) هي عبارة عن سندات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتختلف عن السندات في أن حاملي الصكوك يشاركون بطريقة مباشرة في امتلاك الأصل أو مجموعة الأصول التي صدر على أساسها الصك بينما السند هو مجرد دين مالي على الجهة مصدرة السند، كما أن الصكوك لا تتضمن دفع فوائد بل تتلقى عائدات ناجمة عن تعاملات اقتصادية حقيقية تكون في شكل مشاركة في أو استئجار الأصول التي صدر على أساسها الصك. وفيما عدا ذلك، فالصكوك تشبه في معظم جوانبها السندات التقليدية.

أصبح استخدام الصكوك أكثر شيوعاً خلال السنوات الأخيرة من قبل الحكومات والشركات على حد سواء، وذلك نتيجة لعوامل أهمها النمو الضخم للبنوك الإسلامية الذي نتج عن تدفق أموال ضخمة (بصفة أساسية عائدات النفط) تجاه العالم الإسلامي وكذلك انفتاح شهية الشركات والأفراد لإدارة مواردهم المالية بطريقة تتفق مع ضوابط الشريعة الإسلامية. ومع نمو الخدمات المالية الإسلامية قفز الطلب من المُصدرين على المنتجات التي تؤدي وظيفة مشابهة لما يؤديه السند، كما ارتفع الطلب بشدة من قبل المستثمرين بسبب جاذبية مخاطر الائتمان في الإقليم جراء تراكم الثروة في العالم الإسلامي وأدى ارتفاع الوعي بماهية الصكوك ووضوح المستندات المتعلقة بعملياتها، مدعومة بالتصنيفات الائتمانية من وكالات التصنيف الدولية، إلى تعزيز ثقة المستثمر في الصكوك.

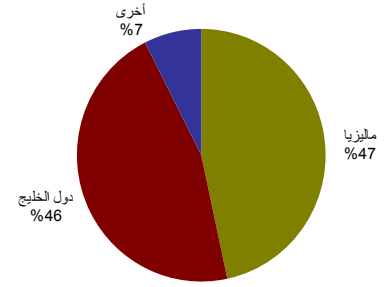
تستحوذ ماليزيا على نحو 47 بالمائة من إصدارات الصكوك في العالم بالقيمة السوقية تليها دول الخليج بنسبة 46 بالمائة. ولا يقتصر إصدار الصكوك على الدول الإسلامية بل هناك إصدارات من مؤسسات في سنغافورة وسريلانكا وكندا وتايلاند والمملكة المتحدة والولايات المتحدة ومؤخراً أعلن ثاني أكبر بنك روسي "في تي بي" أنه ينظر في مسألة إصدار صكوك. وقد تزايد الاهتمام العالمي بالصكوك نتيجة لانتشار المصرفية الإسلامية ورغبة المُصدرين الأجانب الوصول إلى السيولة في دول الخليج. وبما أن المطلوب هو توافق الصك مع الضوابط الشرعية وليس مُصدر الصك أو مشتريه، لذا فإن عرض الصكوك وكذلك الطلب عليها مهين للنمو في الأسواق غير التقليدية.

عموماً لا تخرج الصكوك عن واحدة من العقود الرئيسية الستة وهي الإجارة والمضاربة والمشاركة والمرابحة والاستصناع والاستثمار، وتمثل عقود الإجارة حوالي 32 بالمائة من إصدارات الصكوك العالمية تليها المشاركة والمضاربة وتسود عقود الاستثمار سوق الصكوك السعودية. ويعود التباين في شيوع أو انتشار صيغ الصكوك من دولة إلى أخرى إلى عدم وجود معايير موحدة تتوافق مع الضوابط الشرعية. تضطلع لجان مراقبة الالتزام بالضوابط الشرعية في المؤسسات المالية بمسؤولية تحديد ما هي صيغ الصكوك التي تعتبر شرعية وتتمتع في مختلف الدول بحرية كبيرة في الوصول إلى رأيها النهائي في ظل عدم وجود معايير متعارف عليها عالمياً. وتتبنى بعض الدول في الواقع خطأً متحفظاً في تفسيرها للشريعة بينما يتحلى البعض الآخر بقدر من المرونة ما يقود إلى عدم اتفاق بشأن الصيغ التي تعتبر متوافقة مع الشريعة. فعلى سبيل المثال تعتبر المملكة العربية السعودية أن معظم صيغ صكوك الإجارة التي تصدر في بعض الدول غير متوافقة مع ضوابط الشريعة، لكن مما لا شك فيه أن الافتقار إلى معيار شرعي موحد يمثل تحدياً كبيراً لتنامي الصكوك وانتشارها.

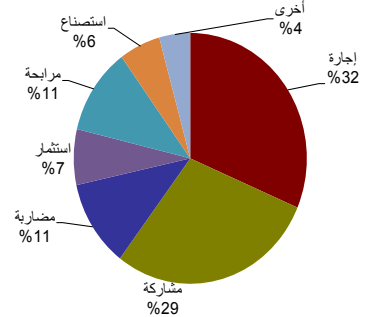
التطورات الأخيرة في إصدار الصكوك

تضرر سوق الصكوك كثيراً بالأزمة المالية العالمية، حيث هبطت قيمة الصكوك في الفصل الأخير من عام 2008 بما يعادل 0,9 بليون دولار وهو مستوى يقترب من أدنى مستوياتها خلال 4 سنوات حسب تقديرات بلومبيرج، كما تراجع أسعار

توزيع الصكوك العالمية حسب المناطق



توزيع الصكوك العالمية حسب أنواعها





بنسبة 18 بالمائة في نفس الفصل تلاها انخفاض آخر بنسبة 5 بالمائة في منتصف فبراير (حسب قياس مؤشر داو جونز/ سيتي جروب للصكوك). ولم تكن هناك مشاكل تتعلق بالصكوك في حد ذاتها، ولكن تأثرت فئة الأصول برمتها من شح التمويل نتيجة لتوخي مؤسسات التمويل العالمية الحذر الشديد في تقديم القروض. وقد تراجع إصدار الصكوك خلال عام 2008 إثر تفاقم المشاكل في القطاع المصرفي وتشكيك الفقهاء في توافق بعض صيغ الصكوك مع الضوابط الشرعية. ثم تحسنت أوضاع السوق خلال عام 2009 بسبب الإصدارات الضخمة خارج دول الخليج (خاصة ماليزيا وحكومة أندونيسيا)، أما في إطار دول الخليج فقد حافظت حكومة البحرين على برنامجها بتنفيذ الإصدارات المعتادة وجاء السكان الوحيدان المصدران من قبل الشركات في المنطقة من نصيب المملكة.

أما في المملكة فقد كان تأثير الأزمة المالية على الصكوك متفاوتاً، حيث ضعفت شهية المستثمرين للمخاطرة ولحيازة الأصول المالية كما هو الحال في بقية أنحاء العالم ولجأت الشركات إلى البحث عن موارد تمويل بديلة جاذبة وخاصة الصكوك نتيجة لتشديد البنوك شروطها التمويلية وتضاؤل جاذبية الاكتتابات. ونتيجة لذلك قامت العديد من الشركات منذ تعمق الأزمة المالية في سبتمبر العام الماضي بتوفير حاجتها من التمويل عبر إصدار الصكوك، وقد عكس تسعير الصكوك الجديدة تزايد صعوبة الحصول على التمويل من السوق حيث تم تسعير إصدار صكوك الشركة السعودية للكهرباء في يونيو بعائد يعادل سعر الفائدة بين البنوك السعودية (سايبور) لأجل 3 أشهر زائداً 160 نقطة أساس (1,6 نقطة مئوية) مقارنة بعائد يعادل سعر الفائدة بين البنوك السعودية (سايبور) لأجل 3 أشهر زائداً 45 نقطة أساس لصكوكها التي أصدرتها في يوليو 2007. أما شركة دار الأركان والبنك السعودي الهولندي فقد دفعا عائداً أكبر هذا العام وأواخر العام الماضي، على التوالي، بسبب عدم امتلاك الحكومة حصة كبيرة في أي منهما بالقدر الذي يطمئن المستثمرين.

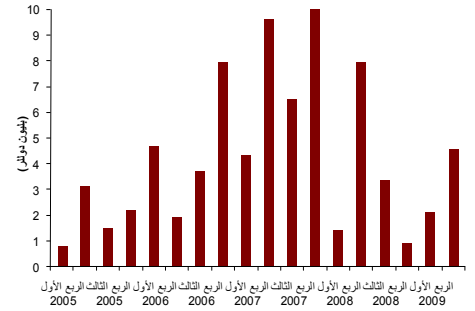
سوق الصكوك السعودي

لا يزال سوق الصكوك في السعودية وليداً حيث لم يُطرح حتى الآن غير 5 صكوك للجمهور أصدرتها شركتان هما "سابك" و"الشركة السعودية للكهرباء"، بالإضافة إلى عمليات الطرح الخاص التي أصدرها البنك السعودي الهولندي وشركة دار الأركان وشركة مجموعة بن لادن. تم إطلاق سوق الكترونية لتداول الصكوك في أغسطس 2006 وكان أول إصدار فيها صك لشركة سابك، وكان التفاوض في ذلك السوق يقتضي عقد الصفقات خارج البورصة ولم يكن يتضمن نظاماً لتنفيذ أوامر البيع والشراء حيث كانت معظم الصفقات تتم عبر إدارات الخزنة في البنوك المحلية. وقد أدى غياب العمق في السوق (قلة الإصدارات وانخفاض قيمتها) وانعدام الشفافية ونقص المعلومات التاريخية عن التداول إلى جعل تداول الصكوك ضعيفاً جداً، حيث لم يتعدى عدد صفقات بيع الصكوك المنفذة طيلة عام 2008 حوالي 85 صفقة لم تتجاوز قيمتها 1,3 بليون ريال بينما تداول سوق الأسهم نحو 52 مليون صفقة زادت قيمتها عن 2 تريليون ريال خلال نفس الفترة.

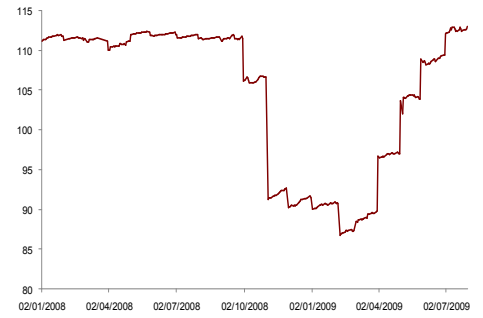
النظام الجديد لسوق الصكوك

أطلقت هيئة سوق المال وشركة "تداول" في 13 يونيو نظاماً جديداً لتداول الأسهم إدراكاً منهما للحاجة إلى تعزيز سوق الائتمان. ويعتبر هذا النظام الجديد سوقاً للصكوك تعمل بنظام أوامر البيع والشراء الإلكتروني حيث يقوم جميع المتداولين بعرض أوامرهم في السوق ومن ثم يتم تنفيذ أفضل أوامر البيع والشراء بطريقة آلية. ويحقق نظام التداول الآلي كفاءة كبيرة في سرعة التداول وتكلفته كما يعزز بدرجة كبيرة مستوى الشفافية وعملية اكتشاف السعر، لكن يكمن العيب الوحيد لهذا الأسلوب في عدم قدرته على تنفيذ صفقات كبيرة حيث يضطر المستثمرون الذين يرغبون في تداول كميات كبيرة من الصكوك في غياب صناع السوق (كالبنوك أو شركات الوساطة) إلى قبول سعر غير مناسب. ولذلك يتم تداول الكميات الكبيرة خارج البورصة لتفادي هذه المخاطرة.

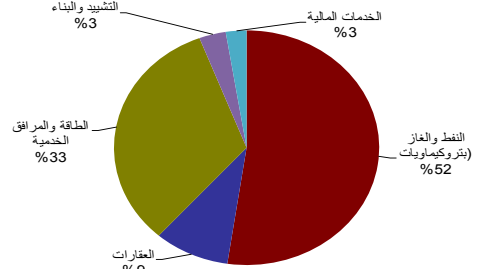
إصدار الصكوك



مؤشر داو جونز/سيتي جروب لأسعار



توزيع الصكوك السعودية





نوع الطرح	فترة الاستحقاق (سنوات)	العائد	القيمة (بملايين الريالات)	سنة الإصدار	إصدارات الصكوك
عام	5	سايبور لأجل 3 شهور + 40 نقطة أساس	3,000	2006	سابك 1
عام	5	سايبور لأجل 3 شهور + 45 نقطة أساس	5,000	2007	شركة الكهرباء
عام	5	سايبور لأجل 3 شهور + 38 نقطة أساس	8,000	2007	سابك 2
عام	5	سايبور لأجل 3 شهور + 48 نقطة أساس	5,000	2008	سابك 3
خاص	5	عائد ثابت (7) بالمائة	1,000	2008	مجموعة بن لادن
خاص	5	سايبور لأجل 6 شهور + 200 نقطة أساس	775	2008	البنك السعودي الهولندي
خاص	5	سايبور لأجل 3 شهور + 400 نقطة أساس	750	2009	دار الأركان
عام	5	سايبور لأجل 3 شهور + 160 نقطة أساس	5,000	2009	شركة الكهرباء 2

هناك نوعين من الأوامر الرئيسية هما الأوامر المحددة (البيع بسعر الشراء المعروف) وأوامر السوق (الشراء أو البيع بسعر الطلب أو العرض السائد). يستخدم نظام الصكوك الجديد فقط الأوامر المحددة، حيث تنفذ أولاً أوامر أفضل سعر وفي حالة وجود أكثر من أمر لأفضل سعر تعطى الأولوية للأمر الذي وصل أولاً. وتتم عملية السداد والتسوية بعد يومين من الصفقة.

يتكون النظام الجديد من 4 مراحل هي نفس مراحل تداول الأسهم عبر "تداول" وهي كالاتي :

- **مرحلة ما قبل فتح السوق:** من 11:15 إلى 11:30 : يتم بناء سجل الأوامر من خلال تجميع أوامر البيع والشراء، وفي هذه الفترة لا يتم تنفيذ عمليات تداول.
- **مرحلة تنفيذ الأوامر:** من 11:30 إلى 3:30 : يتم تنفيذ الأوامر وتعرض أفضل الأوامر لسعر البيع والشراء.
- **مرحلة ما قبل الإغلاق:** من 3:30 إلى 4:30 : في هذه الفترة لا يسمح بإجراء تعديل على السعر أو الكمية ولكن يجوز إلغاء الأوامر التي تم إدخالها سابقاً.
- **فترة إغلاق السوق:** من 4:30 إلى 11:15 من يوم التداول التالي : يكون السوق مغلقاً ولا يمكن تنفيذ أي إجراء.

تسعير الصكوك وتقييمها

يستطيع المستثمر جني الأرباح بطريقتين من الصكوك إما من خلال المبالغ التي يدفعها المصدر أو ببيع الصكوك نفسها. وتتحدد المبالغ المدفوعة وفقاً للعائد السنوي الذي إما أن يكون معدل الربح كما في حالة الصك أو سعر الفائدة في حالة السند، وكذلك قد يكون العائد متغيراً (عموماً يكون في شكل سعر فائدة مرجعي متغير زائداً علاوة ثابتة) أو يكون ثابتاً. وفي السعودية يسود النوع الأول حيث يعتبر السعر المرجعي هو سايبور (سعر فائدة القروض بين البنوك السعودية) لأجل 3 شهور،



ويعني هذا أن الجهة المُصدرة ستدفع للمستثمرين مبلغ سنوي ثابت يعادل سعر سايبور زانداً علاوة معلومة. فعلى سبيل المثال إذا كان سايبور 3 بالمائة والعلاوة 100 نقطة أساس (1 بالمائة) وعلى افتراض عدم تغير أي منهما طوال العام، فذلك يعني أن المستثمر سيحني 400 ريال (4 بالمائة) من صكوك تبلغ قيمتها الاسمية 10,000 ريال. وكان إصدار مجموعة بن لادن هو الصكوك السعودية الوحيدة التي تم تسعيرها بسعر فائدة ثابت قدره 7 بالمائة، وفي مثل هذه الحالة سيدفع المُصدر إلى حامل الصك 7 بالمائة من القيمة الاسمية للصك في العام ما يعني أن صكوكاً بقيمة اسمية تبلغ 10,000 ريال ستدر على المستثمر عائداً قدره 700 ريال. وعلى الرغم من أن العائد السنوي محدد مسبقاً إلا أن ربح الصك يختلف حسب تغير السعر، فعلى سبيل المثال إذا اشترى مستثمر ما صك قيمته الاسمية 10,000 ريال وعائده السنوي 7 بالمائة بمبلغ 5,000 ريال فيعني ذلك أن سيحقق ربحاً نسبته 14 بالمائة (700 ريال كنسبة مئوية من مبلغ 5,000 ريال) ولكنه إذا اشترى نفس الصك بمبلغ 20,000 ريال تكون نسبة الربح المتحقق 3,5 بالمائة (700 ريال كنسبة مئوية من 20,000 ريال).

هناك عدة عوامل تؤثر على سعر الصك أهمها ما يلي:

- **أسعار الفائدة:** يؤدي رفع أسعار الفائدة من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" إلى جعل الصكوك ذات العائد السنوي الثابت أقل جاذبية ومن ثم خفض أسعارها، بينما يؤدي خفض أسعار الفائدة إلى العكس. كلما قل معدل العائد السنوي كلما ازداد تأثير أي تعديل في أسعار الفائدة على سعر الصك. تعتبر الصكوك ذات العائد السنوي المتغير أقل تأثراً بالتغيرات في أسعار الفائدة.
- **الفترة المتبقية إلى حين الاستحقاق:** كلما اقترب الصك من تاريخ استحقاقه كلما كان سعر الصك قريباً من قيمته الاسمية.
- **مخاطر الائتمان:** تؤثر قدرة المُصدر على دفع العائدات السنوية وأصل قيمة الصك في تاريخ الاستحقاق (ونظرة السوق إلى هذه المقدرة) على سعر الصك ومدى تذبذبه. وتهدف التصنيفات الائتمانية إلى احتواء هذه المخاطر.
- **أوضاع السوق:** تتغير أسعار الصكوك بحسب أوضاع السوق حتى لو لم تحدث أي تغييرات في المعطيات الأساسية للمُصدر. فعلى سبيل المثال، ارتفعت أثناء الأزمة المالية أسعار أدوات الدين التي تعتبر آمنة جداً مثل تلك التي تصدرها الحكومات بينما هبطت بشدة أسعار الأدوات التي تعتبر عالية المخاطر. وقد ظل المستثمرون منذ استفحال أزمة الائتمان يسعون نحو عائدات أعلى، مما أدى إلى زيادة هامش أرباح الصكوك الجديدة مقارنة بأرباح معظم إصدارات العام الماضي.
- **تداول الصك:** تتسبب صعوبة الحصول على مشترين أو بائعين في صرف المستثمرين عن تداول الصكوك بالأسعار التي تعرضها الصفقات الجديدة. ويعتبر المقياس الرئيسي لمستوى تداول الصك حجم الفرق بين سعر الشراء المعروف وسعر البيع المطلوب، فكلما كان الفرق كبيراً ازدادت مخاطر تداول الصك. ويؤدي ضعف تداول الصك إلى انخفاض سعره.
- **التضخم:** يقلل التضخم القيمة الحقيقية للعائد النقدي من الصك ما يؤدي إلى خفض السعر الذي يكون المستثمرون مستعدون لدفعه مقابل الحصول على ذلك العائد.
- **التوافق مع الضوابط الشرعية:** يؤدي احتمال تغيير الفقهاء لحكمهم بشأن صك ما إلى إحداث تغيير في نظرة السوق بشأن توافق ذلك الصك مع الشريعة الإسلامية، ما يؤثر على استعداد بعض المستثمرين لشراؤه أو حيازته وبالتالي على أسعاره.



- **مستوى العائد السنوي:** إذا كان للصك عائد سنوي أعلى بكثير من الصكوك الأخرى المتاحة في السوق، مع افتراض تساوي العوامل الأخرى، فهذا يعني أنه سيتم تداول ذلك الصك بفرق سعر أعلى من الصكوك الأخرى ذات العائد السنوي الأقل التي لا تحقق للمستثمر عائدات نقدية بنفس القدر (وهذا هو ما يحدث بالضبط عندما تكون نية المستثمر الاحتفاظ بالصك إلى حين استحقاقه).

يعكس سعر الصك قيمته السوقية وليس قيمته الحقيقية، لذا قد يكون هناك فرق كبير بين القيمتين. وتمثل القيمة الحقيقية القيمة الحالية للتدفقات النقدية (العائد السنوي النقدي زائداً أصل قيمة الصك) التي يحققها الصك. وما لم يكن العائد السنوي ثابتاً تصبح التدفقات النقدية مجهولة لأنها تتأثر بتغيرات معدل العائد الأساسي (سايبور)، وعليه فإن تقييم الصكوك ذات العائد السنوي المتغير يتطلب وضع افتراضات للتغيرات المستقبلية المتوقعة في سايبور بالإضافة إلى معدل الخصم اللازم لحساب صافي القيمة الحالية.

دور سوق الدين/ الصكوك

تعتبر أسواق الدين عنصراً أساسياً في أسواق المال ولذلك فإن تطورها يحقق فوائد جمة للشركات والحكومات والمستثمرين. ويتوقع أن تحقق الشركات السعودية على المدى القريب فائدة قصوى من زيادة الصكوك نتيجة لصعوبة الحصول على التمويل من المصادر التقليدية (قروض البنوك وسوق الأسهم) بسبب توخي البنوك الحذر بشأن الإقراض وتدن تقييم الاكتتابات منذ انهيار أسعار الأسهم العام الماضي. بالإضافة إلى ذلك، يتيح توفر الصكوك فرصة للشركات لاختيار الفترة التي تود فيها الاقتراض وهي ميزة لا تتوفر في حالة قروض البنوك التقليدية. وهناك حاجة ماسة للمزيد من خيارات التمويل طويل الأجل في المملكة.

تعتبر معظم القروض المصرفية في المملكة قصيرة الأجل ونادراً ما تتوفر قروض بأجل تزيد على 5 سنوات، وهو ما يعني أن الشركات التي تقترب لتمويل مشاريع طويلة الأجل تواجه مشكلة تباين بين الموجودات والمطلوبات في ميزانياتها. وسوف تصبح الحاجة إلى الاقتراض طويل الأجل أكثر إلحاحاً عندما تنطلق سوق الرهن العقاري، حيث تكون البنوك - في سبيل تعزيز ميزانياتها - في حاجة للاقتراض طويل الأجل حتى تكون هي بدورها قادرة على تقديم قروض طويلة الأجل. وبنفس القدر، تحتاج شركات التأمين إلى استثمارات طويلة الأجل حتى تستطيع تلبية احتياجاتها لدفع التعويضات طويلة الأجل الخاصة بعقود التأمين على الحياة.

بصفة عامة تعتبر الحكومة هي المحرك الرئيسي لأسواق الدين سواء كان من حيث هيكل جداول الاستحقاق أو من حيث السيولة، ويلعب الدين الحكومي لمعظم البنوك المركزية حول العالم دوراً حيوياً في السياسة النقدية. فعلى سبيل المثال، يقوم البنك المركزي لدولة ما ببيع دين أو شرائه من البنوك التجارية مما يتيح ضبط السياسة النقدية على أساس يومي بدلاً من اللجوء إلى طريقة الاحتياطي القانوني غير المجدية. ويعكس منحى العائد (الذي يتم رسمه وفقاً للعلاقة بين سعر الفائدة واستحقاق السند) الرأي السائد في السوق بشأن مستقبل النشاط الاقتصادي ومستويات التضخم وأسعار الفائدة وقد يكون مؤشراً مفيداً في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وبالرغم من أن الحكومة السعودية تصدر بعض سندات الدين إلا أنه ليس ثمة دليل يشير إلى أنها ستصدر صكوكاً، وقد يقود انعدام إصدار صكوك حكومية إلى حرمان سوق الصكوك من تحقيق طاقته القصوى.

مما لا شك فيه إن تطوير سوق صكوك فعال سيكون ذو فائدة عظيمة للمستثمرين السعوديين، حيث لا تتوفر للمستثمرين المحليين إلا قنوات استثمار محدودة مما يدفعهم إلى استثمار معظم أموالهم في سوق الأسهم أو العقارات وكلاهما عرضة لمستوى عال من التذبذب وقد تكبد الكثير من المستثمرين خسائر ضخمة في سوق الأسهم



خلال السنوات القليلة القادمة. وباعتبار أن المخاطر المترتبة على أدوات الدين متدنية نسبياً، فإن وجود سوق صكوك نشطة سيساعد في اتخاذ قرارات توزيع فئات الأصول كما يتيح تنويع المحفظة الاستثمارية.

إصدارات الصكوك المتوقعة

أشار عدد من الشركات والمؤسسات أنها تخطط لإصدار صكوك في المستقبل القريب، ويوضح الجدول أدناه الخطوط العريضة لأربعة إصدارات مجدولة للعام 2009:

الصكوك السعودية لعام 2009

المصدر	نوع الصك	العملة	القيمة (بالمليون)
الأولى للتطوير	إجارة	ريال سعودي	3,000
بنك التنمية الإسلامي	---	دولار أمريكي	500
شركة جبل عمر	---	---	---
البنك السعودي الهولندي	مضاربة	ريال سعودي	725

المصدر: زاوية

التحديات

- من المؤكد أن المملكة ستستفيد من وجود سوق صكوك نشط يعمل بطريقة كفوءة، ولذلك نعتقد أن هناك حاجة إلى تدليل العقبات التالية حتى يمكن تطوير السوق:
- **غياب العمق:** هناك شركتان فقط أدرجتا صكوكاً في سوق الأسهم السعودي حتى الآن (هما سابك والشركة السعودية للكهرباء). وفي كلا الشركتين تملك الحكومة نسبة كبيرة ويعني هذا الدعم الحكومي المقترض أن صكوك الشركتين يتم تداولها بعلاوات منخفضة فوق عائد سايبور. وهناك حاجة كبيرة إلى زيادة تنويع الصكوك من حيث مستوى المخاطرة ومن حيث تمثيل مختلف القطاعات.
- **ضعف المقدرة على تسييل الصكوك:** تؤثر المقدرة على تسييل الصكوك على مدى فعالية وسهولة تعامل المشاركين في السوق ويعتبر ضعف التداول أحد المخاطر الرئيسية المرتبطة بالاستثمار في الصكوك في السعودية. معلوم أن المستثمر لا يقدم على الاستثمار في الأدوات غير السائلة إلا إذا كانت هناك أرباح مجزية، ولكن العائدات التي تعرضها الصكوك المدرجة في سوق الأسهم لا تقدم أي إغراءات تعوّض عن ضعف التداول. ويكشف ضعف التداول خلال الشهور الأولى من تطبيق النظام الجديد استمرار وجود مخاطرة كبيرة من حيث المقدرة على تسييل الصكوك.
- **نقص الكوادر البشرية المؤهلة:** يتطلب إصدار الصكوك توفر معرفة عميقة في مجالات القانون والمحاسبة والفقه ذات الصلة بنشاط الصكوك وتفتقر المملكة في الوقت الحالي إلى وجود عدد كاف من الأشخاص المتمرسين في تلك المعارف. بالإضافة إلى ذلك تفتقر معظم مؤسسات الوساطة إلى سماسرة متمرسين في أدوات الدخل الثابت، لذا هناك حاجة ماسة لتعزيز قدرة شركات الوساطة حتى تستطيع التعامل مع سوق الصكوك الجديد.
- **عدم الإلمام الكافي بالمنتج:** نتيجة لحدثة سوق الصكوك في المملكة وعدم نضجه يفتقر المستثمر السعودي العادي للفهم الشامل للصكوك وأدوات الدخل بالنسبة للسعودية، إلا أن الاختلاف في تفسيرات قضايا فقهية رئيسية بين الدول الثابت بصفة عامة، وهذا ما يجعله حذراً تجاه الاستثمار في الصكوك. أضف



إلى ذلك أن الحد الأدنى لقيمة الصك الذي يبلغ 10,000 ريال يؤدي إلى استبعاد صغار المستثمرين من المشاركة.

- **غياب معايير شرعية موحدة:** بالرغم من عدم وجود مشكلة في هذا الجانب المُصدرة للصكوك (وحتى على مستوى اللجان الشرعية) يعني عدم وجود معايير متفق عليها دولياً ولذلك فإن المنتجات التي تعتبر متوافقة مع الضوابط الشرعية في بلد ما قد لا تعتبر كذلك في بلاد أخرى. ويعتبر غياب التنسيق هذا عقبة أمام تطور هذه الفئة من الأصول على المستوى العالمي.

خاتمة

شهد سوق الصكوك السعودي نمواً كبيراً خلال السنوات القليلة الماضية وهو قادر على أن يصبح وسيلة تمويل رئيسية للشركات ومدخلاً لتنويع المحافظ الاستثمارية بالنسبة للمستثمرين. إن إنشاء سوق ثانوية للصكوك تعمل آلياً بنظام أوامر البيع والشراء لن يؤدي بمفرده إلى إحداث تحول في سوق الصكوك، ولكنه يعتبر خطوة ضمن عملية طويلة تستهدف تعزيز سوق الدين في المملكة. ويعتبر إجراء عمليات تطوير في سوق الصكوك من حيث الانتشار والعمق مسألة في غاية الأهمية، ولكن من غير المعروف المدى الزمني الذي قد تستغرقه هذه العملية وفي اعتقادنا أن الظروف الحالية التي تشهد صعوبة في الحصول على التمويل ستقود إلى تسريعها.

إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح إطلاقاً بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئياً أو كلياً دون الحصول على إذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للاستثمار.

لقد بذلت شركة جدوى للاستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إدعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو إكمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى إستخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لإتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.