



جامعة السلطان مولاي سليمان

بني ملال - المغرب

كلية الآداب والعلوم الإنسانية

بالتعاون مع:

مجموعة البحث: السنة والمعرفة

المؤتمر الدولي الثالث

التمويل والبنوك الإسلامية؛ محاذير التجربة وآفاق التطوير  
بإفريقيا

بني ملال - المغرب ، أيام: 23 ، 24 ابريل 2018

ورقة بعنوان:

نحو دور تنموي أفضل للصكوك الإسلامية السيادية

دراسة تقييمية لتجربة الصكوك الإسلامية السيادية في السودان خلال الفترة:  
2010/2009م إلى 2016/2015م

من إعداد:

أ.د/ سليمان ناصر

جامعة قاصدي مرباح

ورقلة - الجزائر

هاتف محمول: +213661384562

dr.nacer25@yahoo.com

# نحو دور تنموي أفضل للصكوك الإسلامية السيادية

دراسة تقييمية لتجربة الصكوك الإسلامية السيادية في السودان خلال الفترة:  
2010/2009م إلى 2016/2015م

أ.د/ سليمان ناصر  
جامعة قاصدي مرباح  
ورقلة  
الجزائر

## ملخص:

تعتبر الصكوك الإسلامية السيادية أداة مالية كفأة وبديلة عن السندات الربوية، وقد شهدت طفرة كبيرة في إصداراتها خلال السنوات الأخيرة نظراً لما يمكن أن تقدمه للاقتصاد الوطني في أي دولة، ولكونها جزءاً هاماً من أدوات التمويل الإسلامي المعاصر فإنها تجسّد الاقتصاد الحقيقي بشكل كبير نظراً لخصائصها ومميزاتها، باعتبار أن الاقتصاد الرأسمالي كثيراً ما عانى من انفصال التمويل عن الاقتصاد الحقيقي والذي تسبب له في أزمات.

هذه الورقة حاولت تبيان الدور التنموي الكبير للصكوك الإسلامية السيادية وهو ما يمكن ملاحظته من خلال ما هو قائم فعلاً، أو ما يمكن أن تقوم به من خلال تطوير ذلك الدور في حالة ترشيد تجربتها.

كما تناولت الورقة من خلال دراسة تقييمية التجربة السودانية في إصدار الصكوك السيادية ودورها التنموي في الاقتصاد السوداني، من خلال تحقيق الاستقرار المالي، وتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها، وقد خلصت إلى أن تلك الصكوك نجحت في تحقيق الكثير منها، إلا أن الأهداف الاقتصادية الكلية كبلوغ معدلات النمو المستهدفة وكذلك التحكم في معدلات التضخم كان النجاح فيها بصورة أقل نسبياً، وذلك نظراً لأن السياسة النقدية في السودان لا تعتمد فقط على الصكوك السيادية من خلال عمليات السوق المفتوحة بل هناك أدوات أخرى مستخدمة، كما أن الظروف الاقتصادية والسياسية الصعبة التي مر بها السودان كالحصار الغربي على البلد، انفصال دولة جنوب السودان وما صاحبه من فقدان كبير لموارد النفط، تداعيات مشكلة دارفور... كل هذا كان له تأثير سلبي واضح على تحقيق تلك الأهداف الكلية، ولعل الأمل يعود من جديد في تحقيقها بعد رفع الحصار الغربي أو تخفيفه مؤخراً عن السودان.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك، الصكوك السيادية، السودان.

## Abstract:

Sovereign Islamic Sukuk is an efficient and alternative financial instrument for riba-based bonds. It has witnessed a big boom in its issuance in recent years because of what it can offer to the national economy in any country as well as it is an important part of modern Islamic financial instruments, because of its characteristics and advantages it represents considerably the real economy, As the capitalist economy often suffered from the separation of funding from the real economy, which caused many crises.

This paper aimed at investigating the significant developmental role of sovereign Islamic sukuk, which can be seen through what is already in place, or what it can do by developing that role in case of rationalizing its experience.

The study also examined the Sudanese experience in issuing sovereign sukuk and its developmental role in the Sudanese economy by achieving financial stability and attaining the objectives for which it was established, and concluded that these instruments succeeded in achieving many goals. However, The targeted growth rates as well as the control of inflation rates were relatively less successful, as the monetary policy in the Sudan is not only dependent on sovereign instruments through open market operations but there are other tools used, beside the difficult economic and political conditions as the Western blockade of the country and the secession of the State of South Sudan which causes the loss of large oil resources, the consequences of the Darfur problem ..., all this had a clear negative impact on the achievement of those goals, but the achievement of these goals may be reached after lifting The recent Western blockade of Sudan.

**Keywords:** Sukuk, Sovereign Sukuk, Sudan.

## مقدمة:

أثبتت الأزمة المالية العالمية الأخيرة لسنة 2008 مدى خطورة الانفصال بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، تلك الخطورة التي نبه إليها بعض الاقتصاديين الرأسماليين أنفسهم، إلا أن الإسلام كان سابقاً إلى إثبات ذلك الخطر، وذلك بجعل التمويل الإسلامي يرتبط دائماً بالاقتصاد الحقيقي، وجعل صيغ استثماره ترتبط دائماً بسلعة أو خدمة، فهي بذلك تنظم علاقات المستثمرين في إطار الاقتصاد الحقيقي، وتدفع باقتصاد المجتمع نحو الإنتاج وزيادة الثروة وتوزيعها.

وتبعاً لذلك، فإن الاستثمار الإسلامي يمتزج فيه المكاسب بالخسائر أو المغامر بالأخطار، لذلك أصبح الخطر عنصراً كامناً وأصيلاً في التمويل الإسلامي، عكس التمويل التقليدي أو الربوي الذي يتجسد فيه تولد النقد من النقد، فالفائدة في النظام التقليدي هي ثمن إجارة النقود لفترة زمنية معينة تزداد حصيلتها وتنقص مع هذه الفترة، وتبعاً لذلك فإن العدالة ومنع الظلم بين أطراف التمويل يصبح ميزة النوع الأول من التمويل عكس النوع الثاني.

فإذا كان التمويل الإسلامي يتجسد في العديد من الأدوات، فإن إحدى أهم هذه الأدوات التي انتشرت بقوة مع بدايات هذا القرن هي الصكوك الإسلامية، والتي منها الخاصة بالشركات وشبه السيادية والسيادية، هذه الأخيرة أصبحت وسيلة مهمة جداً في الكثير من الاقتصاديات الإسلامية لتعبئة المدخرات، لتمويل المشاريع الاقتصادية الكبرى خاصة منها المتعلقة بالبنية التحتية، لتمويل عجز الموازنة في بعض الدول، فضلاً عن كونها أداة مهمة لإدارة السيولة على مستوى البنوك، وأداة لإدارة السياسة النقدية من طرف البنك المركزي. فإذا كانت الصكوك الإسلامية تمثل حوالي 15 % من حجم الصناعة المالية الإسلامية في العالم في العالم، فإن الصكوك السيادية تمثل حوالي 60 إلى 80 % من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية خلال السنوات الماضية.

هذه الورقة تحاول أن تتناول الدور التنموي للصكوك الإسلامية السيادية، وذلك من خلال أهم المميزات التي تتمتع بها، وهذا الدور سواء منه ماهو واقع فعلاً أو ما يُفترض أن يكون من خلال ترشيده، لذا فإن إشكالية هذه الدراسة يمكن صياغتها في: ماهو الدور الذي تؤديه الصكوك الإسلامية السيادية في التنمية الاقتصادية؟ وكيف يمكن ترشيد هذا الدور في سبيل الوصول به إلى أداء أفضل؟ وإلى أي مدى استطاعت هذه الصكوك أن تقوم بذلك الدور التنموي في السودان وفي تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية للبلاد؟

وستعالج الورقة هذا الموضوع من خلال المحاور التالية:

- مدخل عام إلى الصكوك الإسلامية السيادية ودورها التنموي.
- مزايا الصكوك الإسلامية السيادية وسبل تطويرها من أجل أداء أفضل لها.
- تجربة الصكوك السيادية في السودان ومدى تجسيدها للاستقرار المالي في البلاد.
- **1-1 مدخل عام إلى الصكوك الإسلامية السيادية ودورها التنموي:**

كتعريف لمصطلحات الدراسة، يستوجب الأمر تناول مفهوم الصكوك الإسلامية بشكل عام ثم الصكوك السيادية وتبيان أهميتها الاقتصادية من خلال دورها التنموي.

### 1-1 مفهوم الصكوك الإسلامية:

عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والتي أطلقت عليها اسم "صكوك الاستثمار" تمييزاً لها عن الأسهم والسندات التقليدية، بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في

موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"<sup>(1)</sup>.

وعرّفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي (بشأن سندات المقارضة) بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة كل منهم فيه"<sup>(2)</sup>.

وربما كان المجمع أكثر وضوحاً في تعريف الصكوك من خلال تعريفه للتصكيك (وهو العملية المنتجة للصكوك)، حيث جاء في قراره رقم: 178 (4/19) ما يلي: "أما التصكيك (التوريق الإسلامي) فهو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"<sup>(3)</sup>.

كما عرّف الباحث "محمد علي القرني" الصكوك التي تصدر اليوم عن الشركات والحكومات بأنها: أوراق مالية ذات مدة قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها لأصل مولد لدخل دوري، وتتميز من الناحية المالية عن الأوراق الأخرى المتداولة في الأسواق بأنها"<sup>(4)</sup>:

(أ) ذات مخاطر متدنية (مقارنة بالأسهم) إذ أن سعرها في التداول قليل التغير ولذلك يمكن لحاملها الحصول على السيولة من بيعها في سوق التداول في أي وقت دون خسارة.

(ب) أنها ذات إيراد قابل للتوقع (مقارنة بالأسهم) فالدخل الدوري الذي يتحقق لحملة الصكوك يكون مصدره أصل أو استثمار يولد تدفقات نقدية ثابتة مثل الإيجارات الدورية في الصكوك التي يكون أساس إصدارها أصولاً مؤجرة، أو أنواع الصكوك الأخرى يكون للدخل الدوري مصادر تحقق له الاستقرار النسبي بحيث تجعله قابلاً للتوقع.

(ج) أنها تنتهي باسترداد حامل الصك لرأسماله في نهاية المدة المحددة للصكوك وفي التطبيقات الصحيحة، لا يكون ذلك على أساس الضمان (أي أن يضمن مصدر الصكوك رأس المال) وإنما مردّه طبيعة الاستثمار وهيكل الإصدار ويُسنتنى من ذلك حالات التعدي والتفريط.

ويمكن القول بأن الصكوك الإسلامية هي: أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في

(1)- المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17) صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 1429هـ/2008م، ص 288.

(2)- مجمع الفقه الإسلامي لمنظمة المؤتمر الإسلامي: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، (القرار الخامس)، المجلد الثالث، الدورة الرابعة، جدة/السعودية، 1408هـ/1988م، ص 2159.

(3)- مجمع الفقه الإسلامي لمنظمة المؤتمر الإسلامي: القرار رقم: 178 (4/19)، الدورة التاسعة عشر، الشارقة/الإمارات، 1430هـ/2009م، متاح على موقع المجمع: <http://www.iifa-aifi.org/2300.html>.

(4)- محمد علي القرني بن عيد: "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، بحث مقدم إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة/الإمارات، 1 - 5 جمادى الأولى 1430هـ، الموافق 26 - 30 إبريل 2009م.

ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً، أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية، أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة، وعليه فإن الصكوك لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وإنما تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات لها عائد<sup>(1)</sup>.

ومن المعلوم أن الصكوك الإسلامية تجسد مختلف صيغ التمويل الإسلامي المعروفة، مثل: صكوك الإجارة، السلم، الاستصناع، المشاركة، المضاربة، المزارعة، المساقاة، المغارسة وصكوك الوكالة، وبالتالي فإن الضوابط الشرعية لكل من هذه الصيغ تتجسد أيضاً في هذه الصكوك خاصة في أحكام تداولها.

## 1-2- مفهوم الصكوك الإسلامية السيادية:

بالنسبة للصكوك الإسلامية السيادية Sovereign sukuk (ويُقصد بها الصكوك الإسلامية الحكومية) فتعرّف على أنها: شهادات مالية تصدرها جهات حكومية مختلفة (المستفيد من الصكوك) تمثلها أو تتوب عنها وزارة المالية، و تقوم على أساس شرعي، ويتم تسويقها عبر البنوك وشركات الوساطة المالية للجُمهور في داخل الدولة وخارجها<sup>(2)</sup>.

كما تعرّف الصكوك السيادية بأنها صادرة عن الدولة أو المؤسسات شبه الرسمية وتثبت حق الملكية لحاملها في أصول الدولة التي بموجبها يتم إصدار هذه الصكوك، وهي بشكل عام وثائق متساوية القيمة عند إصدارها لا تقبل التجزئة ويمكن تداولها<sup>(3)</sup>.

ويجري عادة تداول مصطلحين في هذا المجال، وهما الصكوك السيادية وشبه السيادية، فالسيادية تعني تلك التي تصدرها الحكومات الوطنية، أما شبه السيادية فهي تلك التي تصدرها الشركات المملوكة للحكومة بشكل كامل أو بنسبة كبيرة، أو المؤسسات المالية الدولية مثل البنك الدولي والبنك الإسلامي للتنمية، ويمكن أن نضيف إليها الصكوك التي تصدرها الولايات أو السلطات المحلية داخل الدولة. ويقابلها صنف ثالث وهو الصكوك الخاصة وهي تلك الصادرة عن الشركات والمنظمات الخاصة.

كما يمكن أن تكون الصكوك السيادية محلية وهي تلك تصدر بالعملة الوطنية وتُتداول محلياً، أو دولية وتصدر بعملة دولية مثل الدولار وتُتداول في الأسواق الدولية.

## 1-3- الدور التنموي للصكوك الإسلامية السيادية:

تمثل الصكوك السيادية عادة ما يزيد عن 60 % من إجمالي إصدارات الصكوك في العالم، إلا أنه وفي نهاية عام 2016 بلغ إجمالي إصدارات الصكوك السيادية ومنذ تأسيسها حوالي 472 مليار دولار أمريكي، أي ما يقارب 55 % من إجمالي إصدارات الصكوك<sup>(4)</sup>.

(1)- سليمان ناصر ، ربيعة بن زيد: "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية؛ دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية"، بحث مقدم بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، تحت عنوان: "إدارة المخاطر؛ التنظيم والإشراف"، معهد الدراسات المصرفية، عمان/الأردن، أيام 6 ، 7 ، 8 أكتوبر 2012.

(2)- محسن أبو عوض: مخاطر الصكوك الإسلامية، ورقة بحثية متاحة على الرابط:

تاريخ الإطلاع: 2012/08/08 - www.jocc.org.jo/images/.../ZZ110531061318.ppt

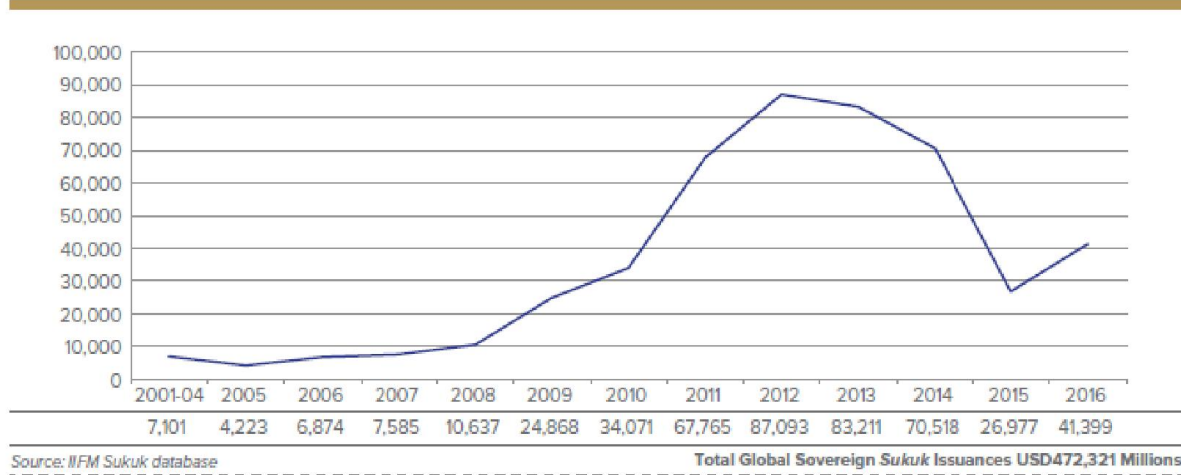
(3)- غسان الطالب: "الصكوك السيادية الإسلامية"، صحيفة الغد، العدد الصادر بتاريخ: 29 آذار/مارس 2015.

(4)- Sukuk Report (a comprehensive study of the global sukuk market): International Islamic Financial Market, 6<sup>th</sup> Edition, July 2017, p 13.

شهدت إصدارات الصكوك السيادية ارتفاعاً مضطرباً بين سنتي 2008 و 2012، قبل أن تشهد انخفاضاً بعد ذلك ولغاية سنة 2015، لتعاود الارتفاع من جديد سنة 2016، وتشير التوقعات إلى أن عام 2017 سيشهد مواصلة ذلك الارتفاع، والشكل البياني الآتي يبيّن تطور تلك الإصدارات:

الشكل رقم: 1 إجمالي إصدارات الصكوك السيادية من: 2001 إلى نهاية 2016 (بالمليون دولار)

CHART 3A : GLOBAL SOVEREIGN SUKUK ISSUANCES (JAN 2001 - DEC 2016) - ALL TENOR, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS

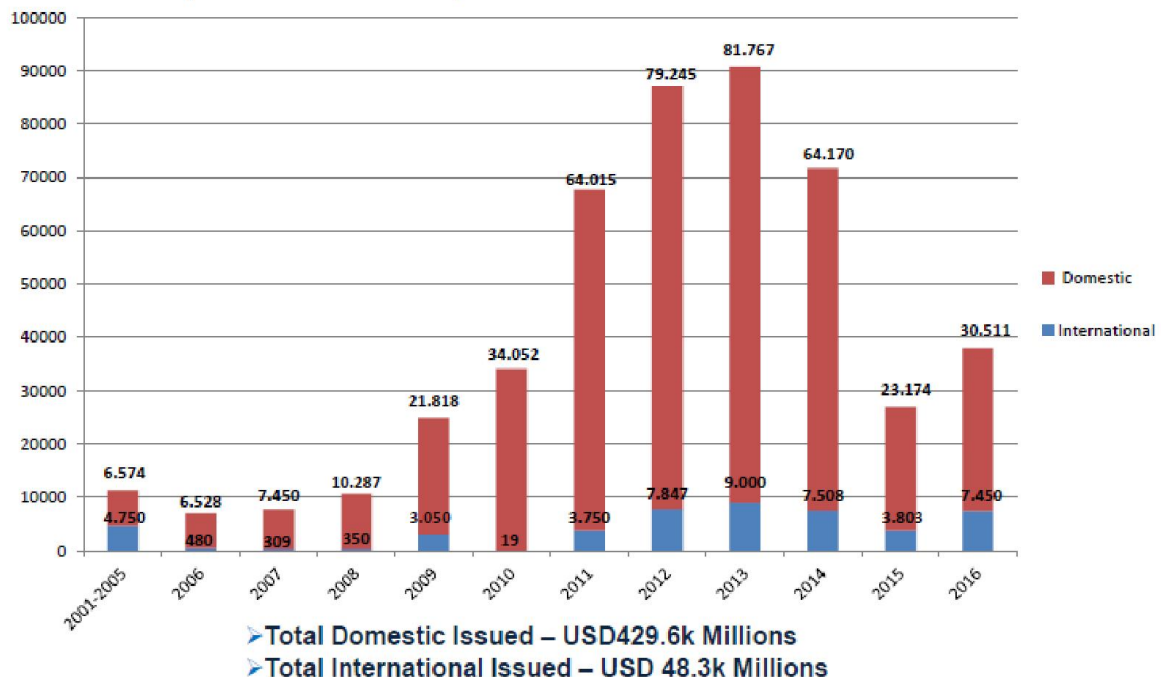


المصدر: Sukuk Report (a comprehensive study of the global sukuk market): International Islamic Financial Market, 6<sup>th</sup> Edition, July 2017, p 13.

لكن إذا أخذنا نوعي الصكوك السيادية (محلي-دولي) نجد أن الحجم الأكبر من الإصدارات كان غالباً للصكوك السيادية المحلية خلال الفترة: 2001 إلى أكتوبر 2016، والشكل الآتي بين ذلك:

الشكل رقم: 2 إجمالي إصدارات الصكوك السيادية حسب نوعها من: 2001 إلى أكتوبر 2016 (بالمليون دولار)

Total Global SOVEREIGN Sukuk Issuances (Jan 2001-Oct 2016) – All Tenors, All Currencies, in USD Millions



المصدر:

Ijlal Ahmed Alvi: "Sovereign Sukuk as a Public Debt Management Instrument ;Current Status, Development and Key Challenges", Paper presented to: The 8<sup>th</sup> Meeting of the COMCEC Financial Cooperation Working Group, Ankara/Turkey, 30/03/2017.

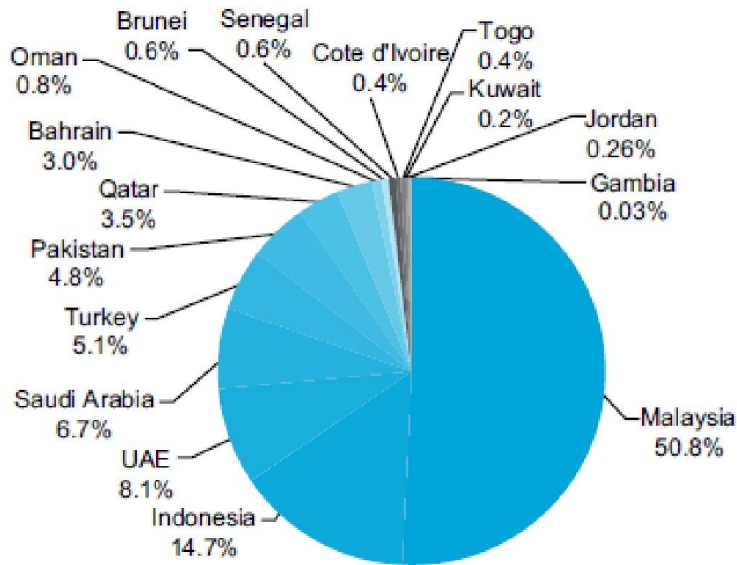
مع ملاحظة أن مجموع النوعين هنا (المحلي والدولي) يصل إلى: 477.9 مليار دولار، أي أن المبلغ أكبر من الوارد في الشكل السابق وخلال فترة أقل قليلاً، رغم أن الباحث/ إجلال أحمد ينتمي لنفس الهيئة المصدرة للتقرير أي السوق المالية الإسلامية الدولية.

في العالم الإسلامي تصدر ماليزيا الدول المصدرة للصكوك السيادية خلال الفترة: 2001 إلى أكتوبر 2016 بحجم إصدار يبلغ 328.554 مليار دولار وهو ما يمثل نسبة 68.75 % من إجمالي تلك الإصدارات، تليها إندونيسيا بمبلغ 39.206 مليار دولار ونسبة 8.20 %، ثم البحرين بمبلغ 21.425 مليار دولار ونسبة 4.48 %، ثم السودان بمبلغ 19.248 مليار دولار ونسبة 4.03 %<sup>(1)</sup>.

أما إذا أخذنا الإصدارات بالنسبة لسنة 2016 لوحدها، نجد أن ماليزيا تصدر أيضاً الدول بمبلغ 30.1 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 50.8 % من إجمالي الإصدارات، تليها إندونيسيا بمبلغ 8.75 مليار دولار أي بنسبة 14.7 %، ثم الإمارات بمبلغ 4.79 مليار دولار ونسبة 8.1 %<sup>(2)</sup>، كما يبدو من الشكل الآتي:

الشكل رقم: 3 إصدارات الصكوك السيادية حسب الدول لسنة 2016 (بالنسب المئوية)

Chart 1.3.1.3 Sovereign *Shukūk* Issuances by Jurisdiction\* (2016)



\* Includes all GREs, MDBs and IOs.

(<sup>1</sup>)- Ijlal Ahmed Alvi: "Sovereign Sukuk as a Public Debt Management Instrument ;Current Status, Development and Key Challenges", Paper presented to: The 8<sup>th</sup> Meeting of the COMCEC Financial Cooperation Working Group, Ankara/Turkey, 30/03/2017.

(<sup>2</sup>)- Islamic Financial Services Board: Islamic Financial Services Industry; Stability Report, 2017, p 17.

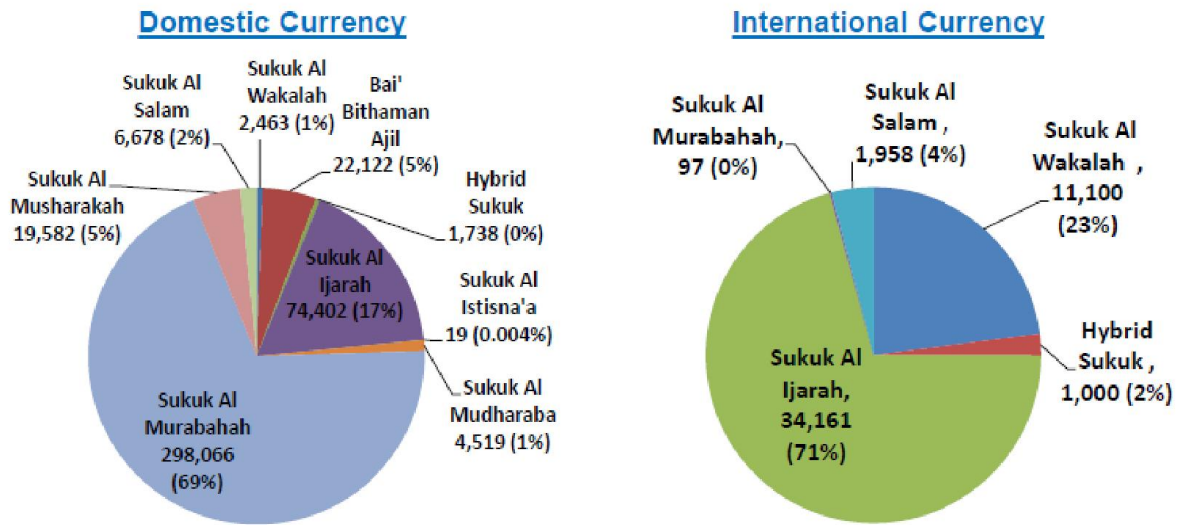
المصدر: Islamic Financial Services Board: Islamic Financial Services Industry; Stability Report, 2017, p 16. مع ملاحظة أن هذه النسب تحوي أيضاً: الجهات الحكومية ذات الصلة، بنوك التنمية متعددة الأطراف والمنظمات الدولية.

وتعتبر بريطانيا أول بلد خارج العالم الإسلامي يصدر صكوكاً إسلامية سيادية، وكان ذلك سنة 2014، وبمبلغ إجمالي يصل إلى 200 مليون جنيه إسترليني، ولمدة استحقاق تصل إلى 5 سنوات، وقد اختارت أن تكون صكوك إجارة نظراً لكونها تتميز بعائد ثابت وهو ما يتلاءم مع البيئة الغربية والمتعودة على الفائدة الثابتة. ثم تبعتها دول غربية أخرى، وهذا بعدما شهدت الصكوك الإسلامية إقبالاً من المستثمرين غير المسلمين، والذين يبحثون عن استثمار يتميز بالاستقرار النسبي في ظل عدم تأكدهم من نمو الاقتصاد العالمي وتوجهاته، وقد يُعزى تزايد شعبية أدوات التمويل الإسلامي إلى الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وما خلفته من كوارث في الغرب.

ومن حيث صيغ التمويل التي تجسدها الصكوك السيادية فإن معظم هذه الصكوك تصدر بصيغة الإجارة نظراً لكون هذه الصيغة ذات عائد ثابت، وتمثل ما نسبته 71 % من إجمالي إصدارات الصكوك من: 2001 إلى أكتوبر 2016 بالنسبة للصكوك الدولية، بينما تنصدر صكوك المرابحة نسبة الإصدارات من الصكوك السيادية المحلية لنفس السبب السابق بنسبة 69 %، والشكل التالي يبين ذلك:

الشكل رقم: 4 إصدارات الصكوك السيادية حسب الصيغ من: 2001 إلى أكتوبر 2016 (بالمبالغ والنسب)

### Structural Breakdown of Sovereign Sukuk Issuances (Jan 2001- Oct 2016) All Tenors, in USD Millions



المصدر:

Ijlal Ahmed Alvi: "Sovereign Sukuk as a Public Debt Management Instrument ;Current Status, Development and Key Challenges", Paper presented to: The 8<sup>th</sup> Meeting of the COMCEC Financial Cooperation Working Group, Ankara/Turkey, 30/03/2017.



تمثل الصكوك السيادية إذن قاعدة صلبة في سوق الصكوك الإسلامية وموجهاً عاماً لها، وذلك نظراً لحجمها المعتبر في هذه السوق كما أشرنا سابقاً، وأيضاً لأهميتها الاقتصادية ودورها التنموي الكبير من جهة أخرى، والذي يمكن إبرازه في الجوانب الآتية:

#### أولاً- أداة لحشد المدخرات المالية المحلية والدولية:

كثيراً ما كانت مشكلة تعبئة المدخرات عائقاً أمام الدول خاصة الإسلامية والنامية عموماً، سواء لتمويل عجز الموازنة العامة، أو لتوفير التمويل اللازم لبعض المشاريع التنموية الكبرى المرهقة لميزانية الدولة، وهو الأمر الذي قد يؤدي بهذه الأخيرة إلى اللجوء إلى خيارات صعبة، منها: زيادة معدلات الضريبة أو فرض ضرائب جديدة مما ينتج عنه عادة عواقب اجتماعية وخيمة لأنها تمس بالقدرة الشرائية للمواطن وتؤدي إلى الإضرار بالنشاط الاقتصادي وإدخاله في حالة ركود، أو الاستدانة الخارجية بما يصاحبها من شروط صارمة وأحياناً مهينة للسيادة الوطنية، أو الاستدانة الداخلية، أو بإقراض البنك المركزي للخرينة مقابل سندات، والتي تكون عادة بإصدار نقدي جديد نظراً لضعف أصول التغطية الحقيقية لدى البلدان النامية، وبالنتيجة زيادة معدلات التضخم وإضعاف العملة والإضرار أكثر بالقدرة الشرائية للمواطن.

تتميز الصكوك الإسلامية (والسيادية تمثل جزءاً كبيراً منها) بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوع آجالها ما بين قصير، متوسط وطويل الأجل، وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية، وتنوع أغراضها، وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية، إضافة إلى تلك المميزات تتمتع الصكوك الإسلامية بعدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة (خاصة في حالة عدم ربط عوائدها بمعدل الفائدة العالمي أو ما يُعرف بـ: ليبور LIBOR) لأنها لا تتعامل به أصلاً، كما أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر التضخم بل تتأثر بالتضخم إيجابياً، لأن هذه الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عوائد الصكوك الممثلة لتلك الأصول (أعيان وخدمات)<sup>(1)</sup>.

وبما أن شريحة واسعة من أصحاب رؤوس الأموال والمستثمرين ترغب في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتبحث عن العائد الحلال، فإن إصدار الصكوك السيادية من طرف الدولة وبمعدلات عائد مغرية، وفي كثير من الأحيان ثابتة إذا كانت على شكل سندات إجارة مثلاً، من شأنه أن يجذب مبالغ كبيرة من المدخرات المحلية تغني عن اللجوء إلى الحلول السابقة وبالتالي انخفاض تكلفة التمويل، خاصة وأن الكثير من الدول الإسلامية والنامية تعاني من تضخم الكتلة النقدية المتداولة خارج البنوك، بالنظر إلى أن السندات الحكومية (بالمفهوم التقليدي) تكون خالية أو متدنية المخاطر ونفس الشيء بالنسبة للصكوك الحكومية. ولا يختلف الأمر هنا عن المدخرات الدولية إذا كانت الصكوك السيادية دولية وتطرح في الأسواق الخارجية للدولة، خاصة إذا كان التصنيف الائتماني جيداً للصكوك المصدرة من طرف وكالات التصنيف الائتماني الدولية، كذلك إذا كان البلد المصدر يتمتع بتصنيف ائتماني جيد أو مقبول، ويتمتع بالاستقرار السياسي والتشريعي.

(1) - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف/الجزائر، أيام 5، 6 ماي 2014.

## ثانياً- أداة لتحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى قصيرة:

وهذه ميزة أدوات السوق المالي حتى التقليدية منها مثل الأسهم والسندات، حيث يعمل التصكيك سواء كان على أصول قائمة فعلاً أو أصول مشتراة، على سرعة تسهيلها بحيث يحولها من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة، لأن مالكيها يستطيع التخلص منها عن طريق البيع والتداول (بشكل عام)، مما يعني أن الصكوك الإسلامية عموماً والسيادية جزء منها تحوّل الاستثمارات طويلة الأجل إلى قصيرة، وهذا أحد عوامل الإقبال عليها والاكنتاب فيها.

## ثالثاً- أداة لتمويل عجز الموازنة بالنسبة للدولة:

يمكن للصكوك السيادية أن تكون أداة لتمويل عجز موازنة الدولة وذلك باستخدامها خاصة في المشاريع الإنتاجية، من خلال إصدار صكوك تمثل صيغ تمويل مختلفة كما يلي<sup>(1)</sup>:

**أ- صكوك المشاركة:** تتيح هذه الصكوك للحكومة تعبئة الموارد المالية اللازمة لتغطية عجز الموازنة من خلال إشراك الجمهور في تمويل مشاريع إنتاجية حقيقية، ويتوقف نجاح هذه الفكرة على مدى توفر قطاع عام منتج وفعال من جهة، ومدى استعداد الدولة لإشراك القطاع الخاص في هذه المشاريع من جهة أخرى. وتعتبر شهادات مشاركة الحكومة "شهادة" في السودان أحسن مثال عن هذه الأداة وأول صكوك سيادية تصدر بهذه الصيغة، وسوف نعود إلى دراستها بالتفصيل عند تناول تجربة الصكوك الإسلامية السيادية في السودان لاحقاً.

**ب- صكوك الإجارة:** يمكن استعمال صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل العديد من المشاريع الحكومية، إذ يمكن تمويل الإنشاءات العقارية من خلال إصدار صكوك الأعيان المؤجرة، كما يمكن استخدام صكوك إجارة الخدمات في تمويل المشروعات في قطاعات مهمة، كالتعليم، الصحة، الاتصال... إلخ، ويمكن اللجوء إلى صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية، كما توفر صكوك الإجارة الحكومية الأصول مثل المعدات والآلات بصيغة الإجارة المنتهية بالتملك.

**ج- صكوك السلم:** تُستخدم صكوك السلم على نطاق أوسع من غيرها من الصكوك في توفير احتياجات تمويلية معينة للحكومات، وذلك مثل الاحتياجات العاجلة للسيولة للإنفاق على التزامات عامة دورية في الأوقات التي لا تتوفر فيها السيولة اللازمة لدى الحكومات، فنقوم باستخدام صكوك السلم في توفير تلك السيولة مقابل الالتزام بتوفير سلع ومنتجات زراعية بكميات محددة وبمواصفات معينة في وقت محدد في المستقبل لحملة الصكوك.

كما تستطيع الدولة استعمال حصيلة صكوك السلم أيضاً في قطاع النفط مثلاً، باستعمال حصيلة الاكنتاب في تغطية الميزانية بشكل عام دون ارتباط هذه الحصيلة بمشروع معين. وعند استحقاق الأجل تقوم الدولة بتسليمها لكمية النفط للمكتتبين تسليماً حكماً، مع توكيل هؤلاء للدولة نفسها ببيع النفط نيابة عن حملة صكوك السلم، وذلك وفقاً للبنود الموجودة في

(1) - بالاعتماد على مجموعة من المراجع هي: أسامة الجورية: صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت/لبنان، 2009، ص 179 - 181. وعبد الملك منصور: العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، ورقة بحث مقدمة إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي- الإمارات، 31 مايو - 03 يونيو 2009م. ومقال بعنوان: "البدائل الشرعية لمشاركة القطاع الخاص في تمويل الموازنة العامة للدولة"، الشركة الأولى للاستثمار، مارس 1999، متاح على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/?p=3441>، تاريخ الإطلاع 10-06-2010. بالإضافة إلى اجتهادات وإضافات من الباحث.

نشرة الاكتتاب. ويكون عائد الصك هو الفرق بين سعر شراء البترول الذي تحدده الحكومة وسعر بيعه عند استحقاق أجله. ومن المعلوم أن من خصائص صكوك السّلم عدم قابليتها للتداول شرعاً.

**د- صكوك الاستصناع:** يشهد التطبيق المعاصر للصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الرسمية استخدام صيغة الاستصناع في توفير الأجهزة المصنعة للمؤسسات الحكومية مثل التمويل لتصنيع منتجات محددة للدولة، كتوفير مكيفات هوائية للمؤسسات الحكومية، أو توفير المقاعد الخشبية للمدارس وغيرها، وهنا تستخدم الدولة حصيلة الاكتتاب في تسديد ثمن هذه المنتجات من مورديها فتصبح ملكاً لحملة الصكوك، ثم تقوم بعد ذلك بشراء تلك المنتجات بسداد قيمتها بالتقسيت مع هامش ربح لحملة الصكوك وهو ما يمثل عملية إطفائها.

**هـ - صكوك المرابحة:** ويتم إصدارها من أجل تمويل شراء سلع معينة تحتاج إليها الدولة، خاصة تلك الموردة من خارج الوطن، وبالأخص في الوقت التي تعاني فيه ميزانية الدولة من شحّ في الموارد المالية، وهنا تُستخدم حصيلة الاكتتاب في شراء وتوريد تلك السلع فتصبح ملكاً لحملة الصكوك، ثم تقوم الدولة بشراؤها عندما تتوفر لديها الأموال وبالتقسيت مع هامش ربح لحملة الصكوك فيتم إطفائها. والأجل تقدره الدولة مع الزمن المتوقع لتوفر الأموال لديها.

#### رابعاً- أداة لتمويل مشاريع البنية التحتية:

يمكن أن يكون تمويل مشاريع البنية التحتية جزءاً من تمويل عجز الموازنة للدولة لأنه ضمن الإنفاق الرأسمالي (موازنة التجهيز)، لكننا نهدف إلى تبيان ذلك أكثر من خلال ما يلي:

**أ- صكوك المضاربة والمشاركة:** هذا النوع من الصكوك السيادية يناسب تمويل المشاريع المولدة للدخل أو للإيراد وفقاً لصيغة المضاربة أو المشاركة على أن يشارك المکتتبون في الربح أو الخسارة في نتيجة أعمال المشروع، مثلاً إنجاز طريق سريع يتقاضى رسوماً من مستعمليه أو محطات الطاقة الكهربائية والموانئ والمطارات وغيرها. ويمكن للدولة أن تقوم بشراء حصص حملة هذه الصكوك بالتدريج وفق برنامج محدد وعلى مدى فترة زمنية معينة حتى تسترجع المشروع من خلال ما يُعرف بالمشاركة المتناقصة.

**ب- صكوك الاستصناع:** وتُستخدم حصيلة الاكتتاب فيها لإنشاء المباني والطرق ومد الجسور، أو إنشاء محطات الطاقة الكهربائية وتحلية المياه، وغيرها وذلك من خلال الإتفاق مع الممول أو من يمثله على بناء المشروع وتسليمه للدولة عند إنجازه (بصفتها وكيلاً عن حملة الصكوك).

تقوم الشركة التي تمثل حملة الصكوك وتتولى إصدارها (ولتكن الشركة ذات الغرض الخاص SPV) وبطلب من الدولة بصفتها المنشئ، بالتعاقد مع شركة مقاولات لإنجاز مشروع أو مرفق بعقد الاستصناع، وعند قفل باب الاكتتاب وتجميع الحصيلة تقوم الشركة المصدرة بدفع ثمن المشروع إلى الشركة المنجزة ويصبح المشروع ملكاً لحملة الصكوك، وتصبح عائدات المشروع هي عائد الصكوك.

يمكن أن يقوم حملة الصكوك ببيع المشروع للدولة بعد ذلك وهذه الأخيرة تدفع ثمنه بالتقسيت لحملة الصكوك ويكون السداد من عائدات المشروع التي تؤول إليها بصفتها المالك، ويُستحسن أن يكون لفترة متوسطة الأجل حتى لا يكون مرهقاً لميزانية الدولة، حتى تنتهي عملية التسديد وبالتالي إطفاء الصكوك.

يعاني عقد الاستصناع من مشكلتي ثبات الدين وعدم القابلية للتداول خاصة قبل بدء المشروع أو بعد إنجازه وبيعه للدولة. ومن الخيارات المتاحة في حال استخدام عقد

الاستصناع لإنشاء مشروع، بيع منافع المشروع بعد إنشائه من خلال إصدار صكوك منافع، ويكون التصكيك في هذه الحالة مخرجاً للشركة المنجزة لاستعادة تكاليف الإنشاء والربح المستهدف، وفرصة لاستفادة المستثمرين من منافع المشروع. وفي هذه الحالة تصبح الصكوك تتمتع بخاصية التداول<sup>(1)</sup>.

**ج- صكوك السّلم:** يمكن استخدام صكوك السّلم في تمويل مشروعات البنية التحتية بعقد السّلم بحيث تصبح حصيلة الاكتتاب في الصكوك تمثل رأس مال السّلم ويصبح المشروع ملكاً لحملة تلك الصكوك، وهنا تقوم الدولة بإبرام عقد استصناع (بشكل مواز) مع مقاول أو شركة منجزة للمشروع وعند تسديد المبلغ واستلام المشروع يصبح ملكاً لحملة الصكوك، وعائداته تؤول إليهم. ويمكن أن يتم بيع المشروع للدولة بعد ذلك بالتقسيط وبنفس الصيغة التي رأيناها في الاستصناع.

ويمكن تمويل مشروعات البنية التحتية بعقد السّلم في المنافع (إجارة الموصوف في الذمة)، لكن من عيوب هذه الصيغة المخاطر السوقية لقيمة منافع المشروع في المستقبل، إضافة إلى عدم قابلية الصكوك للتداول إلا حين الانتهاء من إنشاء العين الموصوفة في الذمة<sup>(2)</sup>.

**د- صكوك الإجارة:** لصكوك الإجارة عدة أشكال وصور، وكما رأيناها في تمويل عجز الموازنة سنتناولها هنا بشيء من التفصيل ولكن بالتركيز على إجارة المعدات والمنشآت الكبرى، فعلى سبيل المثال يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة لتمويل مشاريع ذات نفع عام والتي ترغب الحكومة في إقامتها لتحقيق مصلحة عامة تراها، لا بغرض الربح، كتمويل بناء الجسور والطرق والسدود وغيرها، حيث تكون الحكومة هنا هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة ملاك هذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة - بصفقتها مستأجراً - بإتاحة تلك المشاريع للمواطنين لاستخدامها والانتفاع بها.

وقد تتم العملية بشكل آخر، بحيث أن الدولة (التمول) تريد استخدام الصكوك في تمويل مشاريع مدرة للدخل كإنجاز مطار أو ميناء مثلاً (مداخيله من رسوم الطائرات والبواخر)، فتقوم الدولة بالاتفاق مع شركة منجزة للمشروع وبضمانات قوية لشرائه منها، ثم تقوم بعد ذلك بإنشاء شركة ذات غرض خاص لإصدار صكوك و طرحها للاكتتاب، وحصيلة الاكتتاب تدفعها الشركة ذات الغرض الخاص إلى الشركة المنجزة للمشروع فتنقل الملكية إليها، ثم بعد ذلك تؤجره للدولة بأجرة معلومة ومتفق عليها وأقساط الإيجار تحوّل إلى حملة الصكوك كعائد دوري لهم، وبعد مدة محددة تقوم الدولة بشراء المشروع (بقيمتها الإسمية، بسعر متفق عليه عند الشراء الأول، بقيمة المشروع في السوق) وسنتطرق لاحقاً للجانب الفقهي في هذه المسألة.

ومن الصور الشائعة لصكوك الإجارة، إجارة الأصل لمن باعه إجارة منتهية بالتمليك، وهي صورة مشابهة للسابقة ولكن يكون الممول هنا (أي الدولة) هو المالك للمشروع، ويكون التمليك دفعة واحدة أو بالتدريج، وهناك إشكالات فقهية كثيرة مرتبطة بهذا النوع من الصكوك مثل: طبيعة الملكية هل هي نفعية أم قانونية، مدى احتوائها على العينة المحرمة، مدى مشابهتها لبيع الوفاء أو الاستغلال، شبهة بيع وشرط، تعهد المستأجر بشراء الأصل بثمن محدد مسبقاً (القيمة الإسمية) كما أشرنا... إلخ.

(1) - محمد بن إبراهيم السحيباني: دور الصكوك السيادية وشبه السيادية في تمويل مشروعات البنية الأساسية المدرة للدخل، ورقة عمل مقدمة إلى منتدى تونس الدولي حول الصكوك (بعنوان: الندوة الدولية حول الصكوك الإسلامية في خدمة التشغيل)، تونس، 28-30 نوفمبر 2016.

(2) - المرجع السابق.

وخلاصة القول يمكن استخدام صكوك إجارة الخدمات في تمويل المشروعات مثل: التعليم، الصحة، النقل، الاتصالات، ويمكن استخدام صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية.

تجدر الإشارة هنا إلى أن الموارد المالية المعبأة عن طريق صكوك إجارة المنافع والخدمات، يمكن استعمالها في جميع أجزاء المشروع، سواء كانت أعياناً رأسمالية معمرة أو أجور عمال أو موارد استهلاكية، خلافاً للموارد المعبأة عن طريق صكوك الأعيان المؤجرة التي لا يمكن استعمالها إلا في تمويل الأعيان المعمرة.

فعلى سبيل المثال، يمكن أن يتم بناء محطة توليد كهرباء بحصيلة الاكتتاب في الصكوك، ثم تأجيرها كمباني ومعدات للدولة وهذا يمثل تأجيراً للسلع الرأسمالية المعمرة، ويمكن أن تتم العملية بصورة أخرى بحيث يتم تأجير المحطة وهي في حالة تشغيل بما فيها من عمال وموظفين وأنظمة معلومات للدولة، ثم تدفع هذه الأخيرة إيجاراً ثابتاً وهذا الإيراد يُستخدم في دفع رواتب الموظفين ومصاريف التشغيل والصيانة، ثم يوزع الباقي الصافي على الملاك وهم حملة صكوك التأجير.

وقد تحتاج الدولة أو إحدى مؤسساتها إلى توفير موارد مالية لاستخدامها في تمويل تطوير مشاريع قائمة أو في إنشاء مشاريع جديدة، أو في توفير رأس المال العامل لهذه المشاريع أو حتى لأغراض تمويل ميزانيتها الجارية، فنقوم بإصدار صكوك تباع بمقتضاها منفعة أصول تملكها الدولة لمدة طويلة، كالعقارات والطائرات والسفن والمصانع والمعدات والآلات، لحملة الصكوك، وتكون حصيلة إصدار هذه الصكوك هي ثمن أو أجرة منفعة هذه الأصول.

وقد تملك الحكومة المصدرة منفعة أصل: مصنع أو عقار أو طائرة أو باخرة أو معدة، لمدة طويلة مثل تسعين سنة مثلاً دون أن تملك الأصل نفسه، وترغب في الحصول على موارد مالية لاستخدامها في تمويل تطوير مشروع قائم أو إنشاء مشروع جديد، أو في تمويل رأس المال العامل لهذا المشروع أو سد حاجاته الجارية، فإنها تستطيع أن تصدر صكوك منفعة تباع بمقتضاها لحملة الصكوك المنفعة التي تملكها لهذه المدة الطويلة وتكون حصيلة إصدار الصكوك هي ثمن هذه المنفعة، وللحكومة المصدرة في هذه الحالة أن تشتري هذه المنفعة من حملة الصكوك لمدة أقصر مثل ثلاث أو خمس سنوات مقابل أجرة تدفعها لهم فتكون هذه الأجرة هي عائد هذه الصكوك<sup>(1)</sup>.

**هـ - صكوك المغارسة:** وهي تصلح لتعمير أراضي البور التي تملكها الدولة، بحيث أن الصكوك التي يتم إصدارها تستخدم حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال رعاية ونفقات سقي، ثم يصبح لحملة الصكوك حصة من الأرض والغرس أو الشجر بالنسبة المتفق عليها في نشرة الإصدار.

وقد أعطى المعيار الشرعي للصكوك رقم 17، صيغتين لإصدار صكوك المغارسة بحيث تتغير الأطراف كمايلي<sup>(2)</sup>:

أ- المصدر لتلك الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكاتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر.

(1) - حسين حامد حسان: "أدوات التمويل الإسلامية؛ الصكوك بديلاً عن القرض بفائدة"، ورقة بحثية متوفرة في عدة مواقع بالإنترنت (دون مكان ولا تاريخ).

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، المعيار رقم 17 (صكوك الاستثمار)، طبعة 1429 هـ 2008م، البحرين، ص 294.

ب- وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

ويلاحظ هنا أن المعيار يعبر عن المنشئ بالمصدر، لكن جرت العادة أن يُطلق لفظ المصدر على شركة التمويل التي تمثل حملة الصكوك (أي شركة SPV في المصطلحات المالية التقليدية).

#### خامساً - أداة لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر:

إن إصدار الصكوك السيادية من طرف الدولة وبمعدلات عائد مغرية، وفي كثير من الأحيان ثابتة إذا كانت على شكل سندات إجارة مثلاً، من شأنه أن يجذب مبالغ كبيرة من الأسواق الدولية، بالنظر إلى أن السندات الحكومية (بالمفهوم التقليدي) تكون خالية أو متدنية المخاطر ونفس الشيء بالنسبة للصكوك الإسلامية السيادية. فإذا كانت هذه الصكوك السيادية دولية وتطرح في الأسواق الخارجية للدولة، وتتمتع بتصنيف ائتماني جيد صادر من طرف وكالات التصنيف الائتماني الدولية، كذلك إذا كان البلد المصدر يتمتع بتصنيف ائتماني جيد أو مقبول، ويتمتع بالاستقرار السياسي والتشريعي، فكل هذه العوامل إذا توفرت من شأنها أن تسهم في جذب الاستثمارات الأجنبية للبلد بواسطة الصكوك السيادية.

ومن المعلوم أن هناك وكالات متخصصة تقوم بتقييم مدى الجدارة الائتمانية والمالية للأوراق المالية المطروحة وما تتمتع به من ضمانات وتحديد السعر العادل ونسبة المخاطر التي تنطوي عليها تلك الأوراق، حيث يزيد عليها في حالة الصكوك الإسلامية تقييم كفاءة العميل في نشاط المشاركة وأمانته وصدقه، وذلك حماية لحملة الصكوك، ومن أهم وكالات التصنيف العالمية: Standard and Poor's, Fitch, Moody's، كما وُجدت حالياً وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية منها: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA) بالبحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف (RAM).

#### سادساً - أداة لتنشيط السوقين النقدي والمالي وتحقيق كفاءة بورصة الأوراق المالية من خلال تنويع المعروض:

إن تنوع آجال الصكوك الإسلامية من حيث الأجل من شأنه أن يسهم في تطوير وتنشيط السوقين النقدي والمالي، لكن مع ملاحظة أن معظم إصدارات الصكوك السيادية الإسلامية تصدر في الأجل المتوسط أو الطويل، وبالتالي فهي تسهم في تنشيط السوق المالية أكثر.

ومن جهة أخرى، فإن الأسواق المالية تكون أكثر جاذبية إذا كانت توفر أكبر قدر من العرض والطلب وتلبي رغبات وتفضيلات المتعاملين في السوق المالية المتباينة أغراضهم، لذلك لا يحقق الاقتصار على الأسهم وحدها تلبية جميع تلك الرغبات والأغراض وإنما يحتاج إلى تعدد أصناف الأوراق المالية وتنوعها، فإذا اقتصر السوق على الأسهم فقط فهذا يقلل من قدرتها على جذب المدخرات الكافية لغرض الاستثمار وقدره المؤسسات على التمويل بالطريقة الملائمة لها في حالة نقص الأدوات المالية التي يصدرها القطاع الخاص من الشركات والمؤسسات وتلك التي يصدرها القطاع العام والمؤسسات الحكومية، وقد كان من أسباب ذلك -بالإضافة إلى نقص كفاءة الأسواق المالية- غياب الأدوات المالية التي تحظى بالقبول العام كالصكوك الإسلامية على سبيل المثال<sup>(1)</sup>.

(1) - محمد فوزي: "توظيف أدوات الصكوك الإسلامية في توجيه السياسات المالية"، مقال متوفر على الرابط: <http://www.al-sharq.com/news/details/343868>، تاريخ الاطلاع: 2017-09-12.

## سابعاً- أداة من أدوات السياسة النقدية لدى البنك المركزي:

تعتبر الصكوك الإسلامية السيادية أداة هامة ومستحدثة لتنفيذ السياسة النقدية من طرف البنك المركزي للدولة، إذ يمكن استعمالها من خلال عمليات السوق المفتوحة للتحكم في حجم السيولة رفعاً أو تخفيضاً، وذلك بشرائها أو بيعها من طرف البنك المركزي خاصة للبنوك والمؤسسات المالية. وسوف نعود لتناول هذا الموضوع من خلال الدراسة التطبيقية حول الصكوك السيادية في السودان كنموذج.

كما ويمكن استعمال الصكوك السيادية في عمليات التيسير الكمي وهي من أدوات السياسة النقدية الحديثة، أي شراء هذه الصكوك بحجم كبير من طرف البنك المركزي للدولة لضخ كميات من النقود لإنعاش الاقتصاد الوطني، وذلك كوسيلة للتمويل غير التقليدي في حالة عدم فعالية السياسة النقدية بمفهومها التقليدي.

## II- مزايا الصكوك الإسلامية السيادية وسبل تطويرها من أجل أداء أفضل لها:

يؤكد الباحث "تيرفي R.Turvey" في سياق نقده لسعر الفائدة بأن 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 يجب أن تكون لدينا نظرية تحل فيها الأصول الحقيقية لا الأصول الورقية مركز الصدارة<sup>(1)</sup>.

ويقول "كمال منير"\* بأن تركيز التمويل الإسلامي على الإنصاف والاستثمار في الاقتصاد الحقيقي يوفر "قطاعاً مصرفياً مستقراً ومنتجاً".

ويقول أيضاً: "في سبيل توفير بديل مالي مربح للاستثمار في الاقتصاد الحقيقي، فإن الأعمال المصرفية الإسلامية تكمل وتقوي هذا الأخير. ويضمن ذلك أن رأس المال المالي لا يؤدي إلى أسعار أصول متضخمة بشكل مصطنع. وبدلاً من ذلك، يتم العمل في الاقتصاد الحقيقي وعلى مشاريع حقيقية"<sup>(2)</sup>.

من خلال ما سبق، يتبين لنا أن التمويل الإسلامي يسعى دوماً إلى الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي المنتج، ولا يسعى إلى مجرد المضاربة في أصول مالية مما يؤدي تدريجياً إلى انفصال الاقتصاد الحقيقي عن الاقتصاد المالي ونشوء فجوة كبيرة بينهما، والتي كانت إحدى أهم المسببات للأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وإذا كانت المقولة السابقة تتناول التمويل الإسلامي بشكل عام ولكن بالتركيز على المصرفية الإسلامية، فإن الصكوك الإسلامية (والسيادية جزء منها) تعتبر إحدى المكونات الأساسية للتمويل الإسلامي، وتجسد أهم صيغته، مما يجعل الأمر ينطبق عليها أيضاً.

وسنتناول هنا أهم المزايا التي تنفرد بها الصكوك الإسلامية السيادية، سواء باعتبار ما هو كائن فعلاً من خلال الخصائص التي تتميز بها هذه الصكوك وآليات العمل بها، أو من خلال ما يجب أن تكون عليه بعد تصحيح بعض الممارسات التي تتم عليها وترشيدها. وتتمثل أهم هذه الجوانب فيما يلي:

(1) - Turvey, R: does the Rate of interest Rule the Roost? نقلاً عن: راشد بن أحمد العليوي: "معايير المؤشرات البديلة عن معدل الفائدة"، بحث مقدم إلى مؤتمر "الأسواق المالية الإسلامية؛ نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة"، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض/السعودية، 1-2 مايو 2007م.

\* الأستاذ المساعد للإستراتيجية والسياسة في كلية الأعمال بجامعة كامبريدج البريطانية.

(2) - <https://www.weforum.org/agenda/2017/05/what-is-islamic-finance/> - 06/09/2017.

## 1-11- إرتباط الصكوك الإسلامية السيادية بأصول حقيقية وابتعادها عن الديون:

وتلك ميزة الصكوك الإسلامية بشكل عام، لأن حصيلتها الاكتتاب في هذه الصكوك يتم توجيهها لشراء أصول حقيقية، سواء كانت قائمة فعلاً أو يتم شراؤها بتلك الحصيلته، وبالتالي فهي تجسد أصولاً بالمفهوم الحقيقي، وليست مجرد ديون في ذمة المصدر مثل السندات التقليدية مثلاً.

وبما أن الصكوك الإسلامية (والسيادية جزء منها) تصدر بعدة أنواع وتجسد صيغاً مختلفة، فهناك ضوابط شرعية لتداولها في الأسواق المالية الثانوية، بحيث لا يجوز تداول الصكوك التي تمثل ديوناً صرفاً نظراً لعدم جواز بيع الديون على العموم من جهة، وحتى لا تقترب الصكوك في صفتها من السندات التقليدية التي تمثل ديوناً صرفاً فتقع في نفس أزماتها من جهة أخرى، وإن كان الصك يمثل في جزء منه ديوناً فقد وضع الفقهاء حداً أقصى لهذا التمثيل.

ولتفصيل أكبر، فإن صكوك البيع تمثل في الجملة ديوناً وهذا ينطبق على صكوك المرابحة أو صكوك السلم أو صكوك الاستصناع ومن ثم لا يجوز تداولها إلا بضوابط بيع الدين. وصكوك الإجارة تمثل أعياناً مؤجرة ويجوز تداولها بسعر السوق، وأما صكوك المضاربة فتتمثل خلطة من الأعيان والديون والنقود، ويجوز تداولها بسعر السوق بشرط أن تبلغ الأعيان 33 % فأكثر من إجمالي الخلطة<sup>(1)</sup>.

وقد لخص الباحثان: "معبد الجارحي" و "عبد العظيم جلال" مدى جواز تملك وتداول الصكوك الإسلامية في الجدول التالي، بحيث أن تملك الصكوك يكون في حالتين، الأولى: عند شرائها من مصدرها في مرحلة الإصدار، والثانية: عندما تشتري من حاملها الذي كان قد اشتراها من مصدرها أو من شخص آخر. تملك الصكوك هنا يُقصد به الحالة الأولى بينما التداول يُقصد به الحالة الثانية من التملك.

### الجدول رقم: 1 أحكام تملك وتداول الصكوك حسب العقود المستخدمة في استثمار الموجودات

أنواع الصكوك حسب عقود الاستثمار	حكم التملك	حكم التداول
المشاركة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المشاركة المتناقصة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المضاربة المطلقة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المضاربة المقيدة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الوكالة المطلقة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الوكالة المقيدة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المرابحة	جائز	غير جائز إلا من وقت شراء السلع إلى حين بيعها
البيع بثمن أجل	جائز	غير جائز إلا من وقت شراء السلع إلى حين بيعها
الإجارة التشغيلية	جائز	يجوز قبل إعادة الأعيان المستأجرة في صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة ولا يجوز في غير المعينة
الإجارة المنتهية بالتمليك	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الاستصناع	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول

(1) - عبد الباري مشعل: "القضايا الرئيسية في هيكله الصكوك"، مقال منشور بموقع شركة رقابة للاستشارات المالية الإسلامية <http://www.raqaba.co.uk> تاريخ الإطلاع: 2015/06/12.



السلم	جائز	غير جائز
-------	------	----------

المصدر: معبد الجارحي، عبد العظيم جلال، نقلاً عن: محمد الحسن بريمة إبراهيم: "الصكوك ودورها في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية"، مجلة الصيرفة والمالية الإسلامية، الهيئة العليا للرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية- بنك السودان المركزي، (العدد الثاني) ديسمبر 2016، ص 20.

وفي هذا الصدد أيضاً، يعتبر التصكيك الإسلامي (خاصة إذا تمّ من طرف الدولة عن طريق الصكوك السيادية) وسيلة مثلى وأداة ذات كفاءة وفعالية للجمع بين أصحاب الفوائض المالية الذي يبحثون عن استثمار مربح لمدخراتهم، والدولة مصدرة الصكوك بتوجيه تلك المدخرات إلى مشاريع اقتصادية حقيقية خاصة تلك الصكوك المتوجهة لتمويل مشاريع البنية التحتية المدرة للدخل، وذلك لأن أصحاب تلك المدخرات يطمنون على مدخراتهم عندما يرونها مجسدة في مشاريع قائمة وماثلة للعيان، وفي هذا تجسيد للاقتصاد الحقيقي.

## 2-11- ارتباط عائد الصكوك الإسلامية السيادية بالعائد الحقيقي للاستثمار يجعلها أكثر أماناً ويبعدها عن المخاطرة بسبب كفاءة تسعيرها:

يرتبط تسعير الصكوك الإسلامية بوجه عام (والصكوك السيادية جزء منها) بأداء وقيمة ما تمثله من موجودات، والتي 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 الإسلامية (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.

لذلك فإن ما يميّز كفاءة تسعير الصكوك الإسلامية عن تسعير السندات التقليدية هو ارتباطها بقيمة الأصول التي تمثلها، والتي يفترض حسابها عند البيع، وهي بذلك أضمن في تحديد السعر الحقيقي والعاقل.

وبالرغم من 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 لبيور LIBOR 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 العالمي لبيور LIBOR مضافاً إليه هامش أو علاوة مخاطرة ويكون هامشاً ثابتاً في أغلب الأحيان. وسعياً للتقريب بين صيغة الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية حتى تلقى الصكوك الإسلامية القبول العام، اتجه المصدرون إلى ربط عوائدها بسعر الفائدة لبيور.

إن ارتباط عائد الصكوك الإسلامية عموماً والسيادية خاصة بالعائد الحقيقي الناتج عن عملية الاستثمار يبعدها عن المخاطر ويعمل على تدنيها قدر الإمكان، عكس الصكوك المرتبطة في عائدها بمعدل الفائدة العالمي (الليبور) والتي تكون أكثر عرضة للمخاطر.

ففي دراسة قياسية قمنا بها سنة 2013 اشتملت على أربعة (04) متغيرات، حيث حُدد المتغير المستقل في معدل الفائدة لليبور، والمتغير التابع الذي يتمثل في معدل المردودية لكل من: شهادات المشاركة الحكومية السودانية (شهامه)، وصكوك الاستثمار الحكومية السودانية (صرح)، وفي المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية. حيث تمثل كل من مردودية صكوك (شهامه) و (صرح) السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في عينة الدراسة إصدارات الصكوك الإسلامية التي لا تسترشد بمعدل الفائدة لليبور في تحديد عوائدها، أما مردودية المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية فيمثل مردودية إصدارات الصكوك الإسلامية التي تعتمد على معدل الفائدة لليبور في تحديد عوائدها.

وقد تبين لنا من خلال هذه الدراسة أن مخاطر صكوك (شهامه) و (صرح) أقل من مخاطرة معدل الفائدة لليبور، لأن صكوك (شهامه) و (صرح) تتميز بمستوى تقلب للمردودية أقل من تقلبات مردودية 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<sup>(1)</sup>.

وفي ظل عدم وجود معيار إسلامي موحد ومتفق عليه يعكس هوية الصناعة المالية الإسلامية ويُستترشد به في تحديد عوائد أدوات التمويل الإسلامية بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص ويكون بديلاً عن معدل الفائدة العالمي لليبور، 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 خاصة منها المعتمدة على معدل الفائدة لليبور، كما لم يشهد السودان أي إخفاق أو تعثر في إصدارته نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م، ونرجع هذا لأحد أهم العوامل التي ساهمت في ذلك وهي عدم ربط عوائدها بالسعر المرجعي والمتمثل في معدل الفائدة لليبور أو بأحد نظرائه.

### **3-11-3- ابتعاد الصكوك الإسلامية السيادية عن المخاطر كلما ابتعدت عن صورة السندات الربوية بالالتزام بالضوابط الشرعية:**

كلما تقيّدت الصكوك الإسلامية السيادية بالضوابط الشرعية كلما ابتعدت عن السندات الربوية التقليدية، وتفادت بالتالي مخاطرها والتي من أهمها انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي والذي تسبب في أزمات عالمية كما أسلفنا. وقد أثير الجدل منذ مدة حول مدى التزام الصكوك الإسلامية بالضوابط الشرعية خاصة منها صكوك الإجارة لشيوع إصدارها وتداولها بعد صدور التصريح الشهير لفضيلة الشيخ/ محمد تقي عثمانى\* حول كون نحو 85% من الصكوك الإسلامية الصادرة (خاصة في دول الخليج العربي) لا

(1) - راجع دراستنا: سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: "ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل فائدة ليبور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها؛ دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، إسطنبول/تركيا، 9-10 سبتمبر 2013.

\* رئيس المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI بالبحرين..

تلتزم بنحو تام بأحكام الشريعة الإسلامية نظراً للنص في نشرة الإصدار بتعهد المستأجر بشراء تلك الصكوك بقيمتها الإسمية<sup>(1)</sup>.

لذا نرى أنه وفي سبيل تحقيق الصكوك الإسلامية (خاصة السيادية منها) لهدف الابتعاد عن المخاطر فلا بد من حل الإشكالات الشرعية المرتبطة بها لحد الآن، وأهمها:

أ- العينة في صكوك الإجارة:

وتكون على شكلين:

- الشكل الأول: إجارة العين لمن باعها، بحيث يتم البيع بثمن نقدي حاضر، على أن يقوم المصدر باستئجار العين نفسها من الممول مقابل أقساط تتجاوز في مجموعها الثمن النقدي للعين، وهذا يعني أن منفعة العين خرجت من يد المالك ضمن عقد البيع بثمن حاضر، ثم عادت إليه بثمن مؤجل أعلى من الثمن الحاضر، فتكون عينة في المنفعة<sup>(2)</sup>. مع الإشارة إلى أن الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية في السودان (الهيئة العليا للرقابة الشرعية ببنك السودان) أجازت التعامل بصيغة إجارة العين لمن باعها إجارة تشغيلية، من خلال إجازتها التعامل بصكوك الإجارة (شهاب) كما سنرى لاحقاً.

- الشكل الثاني: إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك، وهي بنفس الصيغة السابقة مع عودة ملكية العين إلى البائع أو المصدر في نهاية المدة، وعادة ما يكون ذلك بالقيمة الإسمية أي ثمن البيع، وهنا تكون الأجرة غير متضمنة قيمة العين، فتكون المعاملة هنا عينة واضحة، ليس في المنفعة مثل الصورة السابقة بل في العين نفسها. وفي هذا جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "لا يجوز بيع أصل بثمن نقدي بشرط أن يستأجر البائع هذا الأصل إجارة مقرونة بوعد بالتمليك بما مجموعه من أجرة وثمن يتجاوز الثمن النقدي، سواء كان هذا الشرط صريحاً أو ضمناً، لأن هذا من العينة المحرمة شرعاً، ولذا لا يجوز إصدار صكوك مبنية على هذه الصيغة"<sup>(3)</sup>.

وهناك من يرى بأن المخالفة الشرعية في هذه المسألة لا علاقة لها بالعينة، بل يتمثل في اشتراط الإجارة في البيع الأول وهذا من قبيل بيع وشرط (على خلاف فيه)، وأما إعادة البيع بعد الإجارة ففيه شبهة بيع الاستغلال وتأقيت الملكية<sup>(4)</sup>.

لذلك نرى أن لا تتم هذه العمليات في أصول قائمة تملكها الدولة، بل في أصول جديدة مشتترة من السوق، بحيث تُشترى بحصيلة الاكتتاب أصول يملكها طرف ثالث غير الدولة (أي غير المستأجر)، ثم تنتقل ملكيتها إلى حملة الصكوك فيؤجرونها إلى الدولة إجارة منتهية أو غير منتهية بالتمليك، فلا تكون هناك عينة لا في المنفعة ولا في العين نفسها.

ب- ضمان الشراء بالقيمة الإسمية عند الإطفاء:

وهذا الضمان قد يكون في صكوك الإجارة التي سبق التفصيل فيها، وقد يكون في الأنواع الأخرى من الصكوك.

(1) - أنظر تصريح الشيخ/ محمد تقي عثمانى، المنشور في جريدة "الاقتصادية" بتاريخ: 1428/11/13 هـ.

(2) - سامي سويلم: "منتجات صكوك الإجارة"، بحث مقدم إلى ندوة "الصكوك الإسلامية؛ عرض وتقييم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة/السعودية، 10-11 جمادى الآخرة 1431 هـ - 24-25 ماي 2010م.

(3) - قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم: 188(3/20) الصادر عن الدورة العشرين، وهران/الجزائر، 26 شوال - 2 ذي القعدة 1433 هـ - 13-18 سبتمبر 2012. متوفر على رابط المجمع: <http://www.iifa-aifi.org/2348.html> ، تاريخ الاطلاع: 2017/09/24.

(4) - عبد الباري مشعل: مراسلة إلكترونية معه، بتاريخ: 2017/10/12.

جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي لمنظمة التعاون الإسلامي: "لا يجوز للمضارب أو الشريك أو الوكيل أن يتعهد بشراء الصكوك أو أصول الصكوك بقيمتها الاسمية أو بقيمة محددة سلفاً بما يؤدي إلى ضمان رأس المال أو إلى نقد حال بنقد مؤجل أكثر منه. ويستثنى من ذلك حالات التعدي والتفريط التي تستوجب ضمان حقوق حملة الصكوك"<sup>(1)</sup>.

ولكن أجاز نفس المجمع أن يكون الضمان من طرف ثالث في الصكوك جائزاً، بمناسبة فتواه عن صكوك المقارضة في وقت سابق كما يلي: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته ودمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد"<sup>(2)</sup>.

كما جاء في معيار صكوك الاستثمار: يراعى في نشرة الإصدار ما يلي ....: "أن لا تشتمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدراً معيناً من الربح، لكن يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل"<sup>(3)</sup>.

ويرى الباحث "عبد الباري مشعل" بأنه<sup>(4)</sup>:

- يجوز أن يتعهد طرف ثالث بجبر النقص في القيمة الاسمية، بل وقدراً من الربح أيضاً لحملة الصكوك، على سبيل التبرع، بدون عوض.
  - يجوز أن يتعهد طرف ثالث بشراء أصول صكوك الإجارة والمضاربة والمشاركة والوكالة بقيمتها الاسمية، ويطبّق بشأنه قرار المجمع بشأن الوفاء بالوعد، ولا يجوز أن يتقاضى عوضاً عن مجرد التعهد.
  - يجوز اتخاذ الإجراءات الكفيلة بضمان القيمة الاسمية للصكوك، وقدر من العائد، وفقاً لألية التأمين التعاوني.
- ج- تقوية الصكوك السيادية المدعومة بالأصول على حساب القائمة على الأصول:  
تصدر الصكوك الإسلامية حالياً بنوعين:

(1) - قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم: 188(3/20) الصادر عن الدورة العشرين، وهران/الجزائر، 26 شوال - 2 ذي القعدة 1433 هـ - 13-18 سبتمبر 2012. متوفر على رابط المجمع: <http://www.iifa-aifi.org/2348.html> ، تاريخ الاطلاع: 2017/09/24.

(2) - قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 30 (3/4) الصادر عن الدورة الرابعة، جدة/السعودية، 18-23 جمادى الآخرة 1408 هـ - 6-11 إبريل 1988. متوفر على رابط المجمع: <http://www.iifa-aifi.org/2348.html> ، تاريخ الاطلاع: 2017/09/26.

(3) - المعيار الشرعي رقم 17 (صكوك الاستثمار)، الفقرة: 7/8/1/5، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، طبعة 1429 هـ 2008م، ص 295.

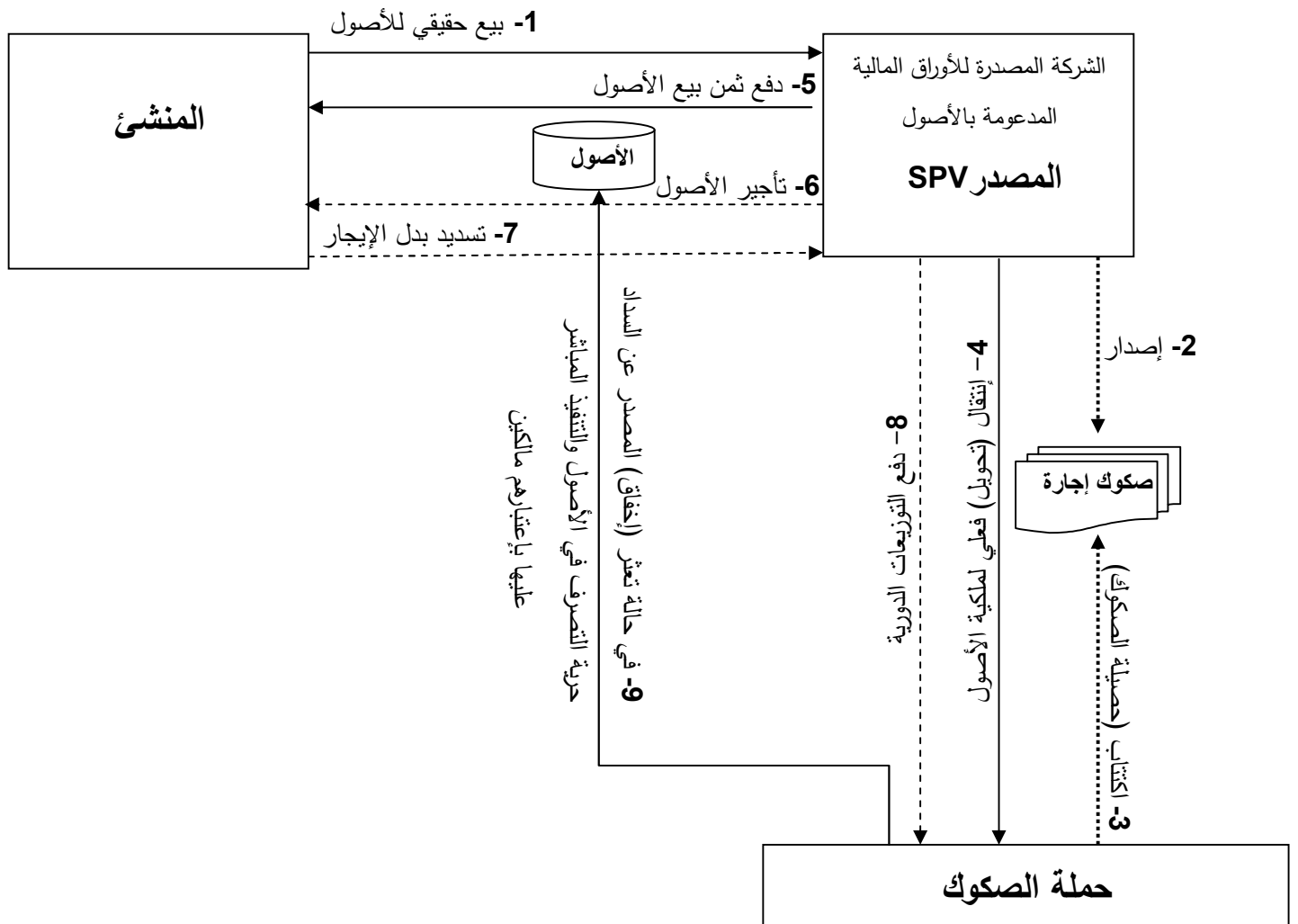
(4) - عبد الباري مشعل: "الصكوك، حكم ضمان الطرف الثالث، وضمان القيمة الاسمية والعائد، والضمان بعوض، والتعهد بشراء الصكوك مع تغيير العين"، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، وهران/الجزائر، 26 شوال - 2 ذي القعدة 1433 هـ - 13-18 سبتمبر 2012.

- الصكوك المدعومة بأصول: ويسمى هذا النوع كذلك بالصكوك الممثلة أو المضمونة بالأصول، والصكوك المسندة على الأصول والصكوك المسندة، والصكوك الممثلة للملكية، ويطلق عليها بالإنجليزية Asset-Backed Sukuk.

- الصكوك القائمة على أصول: ويسمى هذا النوع بالصكوك غير مدعومة بالأصول، والصكوك غير المنبثقة عن الأصول، والصكوك غير الممثلة للملكية، ويطلق عليها بالإنجليزية Asset-Based Sukuk.

إن أهم ما يميز الصكوك المدعومة بالأصول أن حامل الصكوك لا يرجعون على مصدر الصكوك أو المنشئ في حالة التعثر أو التخلف عن السداد، وهو ما يعني أنها تقتضي التحويل الكامل للملكية القانونية بالنسبة للأصول محل العقد. والشكل الآتي يوضح ذلك:

الشكل رقم: 5 مخطط توضيحي لهيكل الصكوك المدعومة بالأصول (حالة صكوك الإجارة)

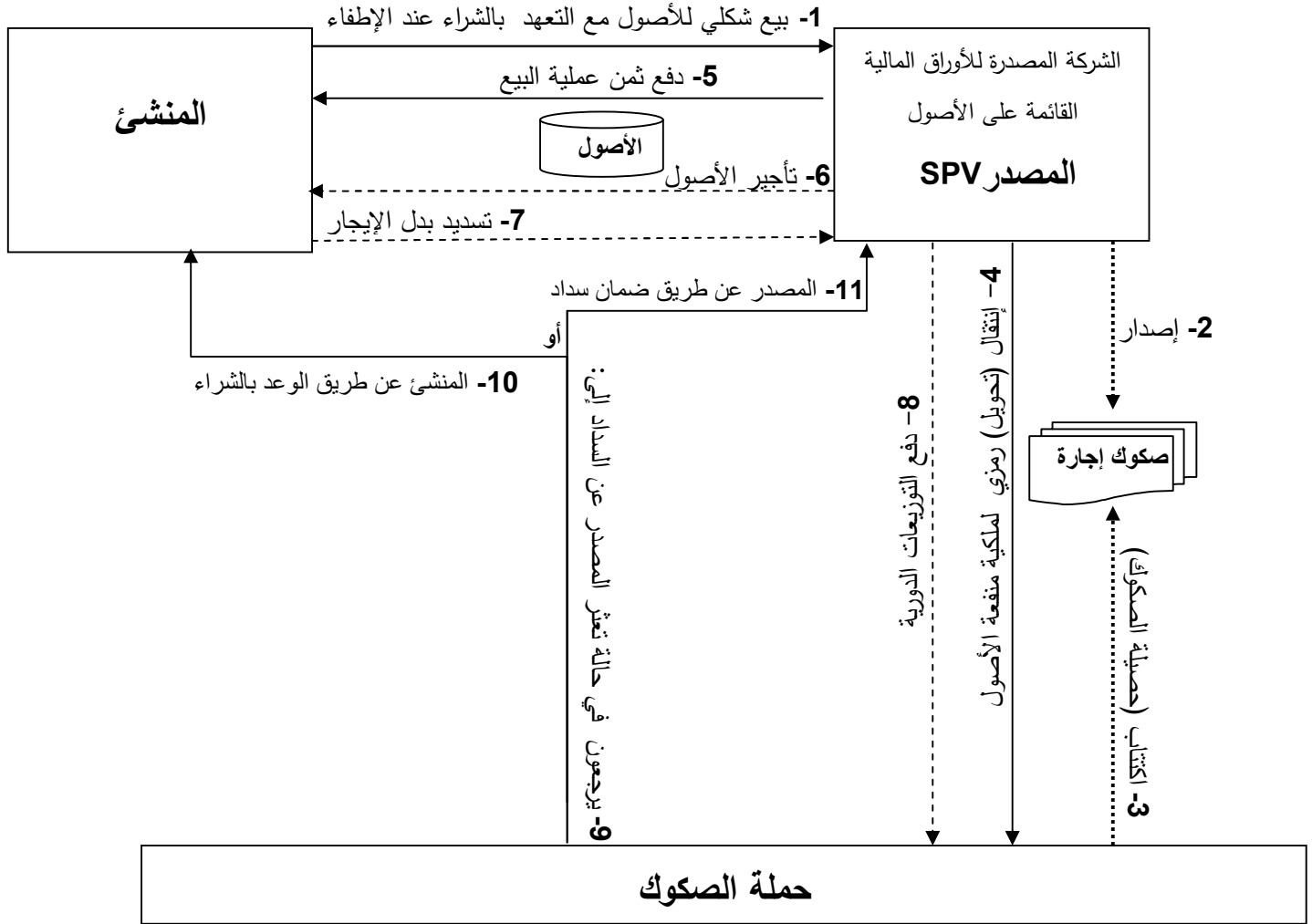


أما أهم ما يميز الصكوك القائمة على الأصول أن حامل الصكوك يرجعون في حالة التخلف عن السداد إما على المنشئ عن طريق الوعد بالشراء، أو المصدر عن طريق ضمان سداد المستحقات.

وبمعنى آخر فإن الصكوك القائمة على الأصول تقتضي تحويل ملكية المنفعة لحملة الصكوك، والرجوع للمنشئ أو المصدر، وليس على الأصول، وبالتالي فإن الصكوك

المدعومة بالأصول تهتم بكفاءة الأصول في تحقيق الأرباح، بينما يهتم حملة الصكوك في الصكوك القائمة على الأصول بكفاءة المصدر أو المنشئ وقدرته على السداد، وهنا تقترب الصكوك القائمة على الأصول من معنى وروح السندات التقليدية. كما يوضح الشكل الآتي:

الشكل رقم: 6 مخطط توضيحي لهيكل الصكوك القائمة على الأصول (حالة صكوك الإجارة)



وبالرغم من أن الصكوك المدعومة بالأصول تتفق وروح الشريعة الإسلامية، غير أنها لم تتجاوز 11 إصدار مقارنة بـ 560 إصدار للصكوك القائمة على الأصول (إلى غاية أغسطس 2009)، وهو ما يعني أن الصكوك المدعومة بالأصول لا تتجاوز 2 بالمائة من مجموع الإصدارات في هذا التاريخ<sup>(1)</sup>.

ويعود كبر حجم الإصدارات من الصكوك القائمة على الأصول وإجازتها من الهيئات الشرعية حسب جملة من الخبراء إلى تعليقات تتعلق بسيادة الدولة على ممتلكاتها، ورفضها تملك مؤسساتها الإستراتيجية للمستثمرين الأجانب لاعتبارات مصلحة خاصة في صكوك

(1) - نقلاً عن: سعيد محمد بوهراوة، أشرف وجدي دسوقي: "تقديم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول"، بحث مقدم إلى ندوة "الصكوك الإسلامية؛ عرض وتقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة/السعودية، 10-11 جمادى الآخرة 1431 هـ - 24-25 ماي 2010م.

الإجارة، كما عللها البعض الآخر بأنها حيلة لتحصيل تمويلات بدون التنازل عن الأصول محل التصكيك، كما عللها طرف ثالث بأنها أفضل وسيلة متاحة مؤقتاً للمؤسسات المالية الإسلامية لتجنب القروض الربوية في ظل حاجة ماسة إلى تمويل المشروعات السيادية<sup>(1)</sup>.

لذلك نرى أن الأمر يتطلب مزيداً من الاجتهاد من الفقهاء والمجامع الفقهية وهيئات الرقابة الشرعية لحل الإشكالات الشرعية العالقة في هذه المسألة، في سبيل تقوية الإصدارات من الصكوك المدعومة بالأصول على حساب القائمة على الأصول، لأن ذلك من شأنه أن يبتعد قدر الإمكان بالصكوك الإسلامية عامة عن السندات الربوية التقليدية، وبالتالي الابتعاد عن مخاطرها.

### III- تجربة الصكوك السيادية في السودان ومدى تجسيدها للاستقرار المالي في البلاد:

تمثل تجربة إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية (السيادية) في السودان تجربة رائدة ومميزة، والتي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل المشروعات الحكومية، وفي نفس الوقت أداة لتنفيذ السياسة النقدية مستوفية للمتطلبات الشرعية وصالحة لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، والذي يعمل بها بنك السودان المركزي حالياً فيما يُعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، وتعتبر بهذا أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة بهدف إدارة السيولة، وأهم هذه الصكوك مع تعريف عام بها ما يلي<sup>(2)</sup>:

#### III-1- تعريف عام بالصكوك السيادية في السودان:

أولاً- **شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم):** وهي عبارة عن صكوك تمثل شهادات مشاركة تمكّن حاملها من مشاركة بنك السودان المركزي في ملكيته لأسهمه بالبنوك التجارية، وهي بذلك نوع من تصكيك الأصول، وتصدر هذه الشهادات استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة للأصول المكوّنة للشهادة، وتم إصدار هذه الشهادات وبدأ العمل بها في جوان 1998م وانتهى العمل بها في 2004م، بهدف استخدامها في إدارة السيولة وتنظيمها (التحكم في السيولة عند المصارف)، وكذلك منح البنوك فرصة لاستثمار فوائدها لأجل قصيرة.

ثانياً- **شهادات المشاركة الحكومية (شهامه):** قامت وزارة المالية والاقتصاد الوطني في 08/05/1999م بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية (شهامه) ربع سنوية عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، وهي الشركة التي تعمل وكيلاً 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) بالإضافة إلى أنها أداة لإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي بحيث يمكن تداولها في السوق الثانوي، ويتكون العائد على هذه الصكوك وفق الأداء المالي لمكوّن الشركة.

ثالثاً- **صكوك الاستثمار الحكومية (صرح):** يتم إصدار هذه الصكوك بصيغة المضاربة وتتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة، وهي ذات آجال متوسطة وطويلة نسبياً من 2 إلى 6 سنوات، تصدرها

(1) - المرجع السابق.

(2) - نقلاً عن التقرير السنوي السابع لشركة السودان للخدمات المالية، 2015م (بتصرف).

وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية وشركات الوساطة المالية المعتمدة، 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 يُعرف بعمليات السوق المفتوحة، وتقليل الآثار التضخمية بتوفير تمويل حقيقي ومستقر للدولة.

وللإشارة تقوم العلاقة بين حملة الصكوك وشركة السودان للخدمات المالية على أساس عقد المضاربة الشرعي، وبين الشركة والوزارة على أساس عقود صيغ التمويل الإسلامية، وتتميز هذه الصكوك بثبات معدل الأرباح طيلة عمر الإصدار مقارنة بـ (شهامه) والصناديق الأخرى.

**رابعاً- شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب):** تم إصدار هذه الشهادة (شهاب) في 30 أوت 2005م وانتهى العمل بها في 2014م، وظهرت كبديل عن شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم). تصدر هذه الشهادات استناداً إلى عقود الإجارة الإسلامية واعتمدت هذه الشهادات على تصكيك أصول البنك المركزي الثابتة في العاصمة والولايات، وهي قابلة للتداول بين المصارف فقط ولا يجوز تداولها إلا بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية ولا يمكن تداولها مع الجمهور، وتستخدم لإدارة السيولة النقدية في الاقتصاد وتوفير فرص استثمارية لحملة الصكوك، بحيث يتم تصكيك أصول البنك وعرضها للمستثمرين، وتتم العملية بين كل من: حملة الصكوك (المستثمرين)، شركة السودان للخدمات المالية (الوكيل المؤجر)، البنك (بائع الأصل والمستأجر له) طبقاً لصيغة إجارة العين لمن باعها والتي أجازتها الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية للدولة.

**خامساً- شهادات الاستثمار الجماعي بالعملة الأجنبية (شموخ):** هذه الشهادات عبارة عن وثيقة ذات قيمة إسمية محددة، تم إصدارها في إبريل 2009م، بهدف أساسي هو تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي، وإيجاد فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات بتمويل استيراد سلع إستراتيجية وفق صيغ التمويل الإسلامي، وتقوم العلاقة بين حملة الصكوك والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي، وبين الشركة والبنوك على أساس عقد المضاربة المقيدة لأنها خاصة بتمويل الاستيراد.

**سادساً- شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة):** عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل تم إنشاؤه بغرض حشد موارد المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية، لتوظيفها في شراء أصول مصفاة الخرطوم للبترول (أي تصكيكها) وتأجيرها لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد سنوية تتراوح ما بين 12 إلى 14 %<sup>(1)</sup>، تم إصدارها في 2010/10/27م، وإدراجها بسوق الخرطوم للأوراق المالية في ديسمبر 2010م.

وتكيّف العلاقة بين المستثمرين (حملة الصكوك) والشركة على أساس عقد الوكالة بأجر، وبين الشركة (الوكيل) والوزارة على أساس شراء الأصل منها وتأجيره لها.

**سابعاً- شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور):** تمثل الشهادات صندوق استثماري متوسط الأجل، بحيث يتم تجميع المدخرات عن طريق الاكتتاب في هذه الشهادات بعقد المضاربة المقيدة وتوجيهها لشراء أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء وتأجيرها لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية

(1) - التقرير السنوي الخمسون: بنك السودان المركزي، 2010م، ص36.



للمستثمرين في العملية، بالإضافة إلى توفير موارد نقد أجنبي مناسبة للدولة. وقد بدأ العمل بشهادات (نور) في 2012م وانتهى في 2013م.

ثامناً- شهادات إجازة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء (شاشة): وهي عبارة عن شهادات في صندوق استثماري متوسط الأجل، أنشئ بغرض حشد المدخرات من المستثمرين بصيغة المضاربة وتوظيفها في شراء أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وتأجيرها لوزارة المالية إجازة تشغيلية، وذلك لمدة أربع سنوات تبدأ في العام 2013م.

الغرض من هذه العملية إذن هو توفير فرص استثمارية ذات عوائد مجزية للمستثمرين، وأيضاً توفير موارد للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد.

### III-2- استخدام الصكوك السيادية كأداة للسياسة النقدية في السودان:

يمكن القول أنه وحتى التسعينيات من القرن الماضي لم تكن هناك سياسة نقدية مستقلة تُدار من طرف بنك السودان، بل كانت تلك السياسة انعكاساً للسياسة المالية وسياسات التمويل الحكومية، كما يمكن القول أيضاً بأنه اعتباراً من سنتي 96 و 97 كانت بداية المرحلة التي شهدت الدور الفاعل للسياسات النقدية في السودان.

في المراحل الأولى لم تكن تتوفر للبنك المركزي آليات غير مباشرة للسياسة النقدية القائمة على سعر الفائدة، لذلك ظلت مجهودات البنك متمثلة في البحث عن بديل للآليات غير المباشرة تتفق مع الأسس الشرعية لتنفيذ السياسة النقدية وإدارة السيولة وتخفيض التكلفة الاقتصادية والإدارية للوسائل المباشرة.

بعد ابتكار نوعي الشهادات (شمم) و (شهامه) تم استعمالها كأدوات تتوفر فيها الضوابط الشرعية في تنفيذ عمليات السوق المفتوحة في السودان وفي وقت مبكر مقارنة بباقي الدول، وقد نجح بنك السودان في استخدامها كأدوات غير مباشرة للسياسة النقدية وإدارة السيولة وكبديل شرعي للسندات القائمة على الفائدة في التدخل في السوق. وقد أسهمت هذه الشهادات بفعالية في نجاح السياسات النقدية التي أسهمت في تثبيت سعر الصرف وخفض معدل التضخم إلى 14.2% ثم إلى 8.1% خلال عامي 99 و 2000 على التوالي علماً بأن المستهدف للعامين هو 12% و 10% على التوالي، ثم إلى 4.9% سنة 2001، كما أن الناتج الإجمالي المحلي الحقيقي ارتفع من 6.2% في عام 99 إلى 8.3% عام 2000 مقارنة بالمستهدف 6.2% و 6.5% في العامين على التوالي<sup>(1)</sup>. وقد كانت هذه بداية موفقة نسبياً لاستخدام الصكوك السيادية في تنفيذ السياسة النقدية في السودان.

وقد استمر بنك السودان المركزي في تركيزه على أدوات السياسة النقدية غير المباشرة خاصة عمليات السوق المفتوحة، بالإضافة إلى التمويل المباشر للبنوك بغية تنظيم السيولة لمقابلة احتياجات النشاط الاقتصادي، وتوفير السيولة للقطاع الخاص. وأيضاً يشجع البنك قيام سوق ما بين المصارف لتبادل السيولة والأوراق المالية وشهادات الإيداع والصكوك والسندات الحكومية والنقد الأجنبي.

كما يعتمد البنك أيضاً على الأدوات المباشرة مثل تحديد نسبة الاحتياطي القانوني ونسبة السيولة الداخلية والتي تُرك أمر تحديدها للبنوك مع استصحاب نسبة 10% كمؤشر في السنوات الأخيرة، وفي هذا الصدد يجوز للبنوك الاحتفاظ بأصول سائلة في شكل صكوك (شهاب) وشهادات (شهامه) والصكوك الحكومية الأخرى، وصكوك المؤسسات غير الحكومية عدا الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية بنسبة لا تفوق 25%

(1) - صابر محمد حسن: "إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي؛ تجربة السودان"، إصدار الإدارة العامة للبحوث والإحصاء-بنك السودان المركزي، مايو 2004م، ص 15.

من محفظة التمويل الدائم<sup>(1)</sup>. هذا كله بالإضافة إلى تحديد هوامش أرباح المرابحات، وتُترك للبنوك تحديد نسب المشاركات وهوامش الإدارة.

الجدول الآتي يبين نسبة مشتريات بنك السودان المركزي من إجمالي الصكوك السيادية المباعة في السوق (شهامه، صرح، شامة) للسنوات السبع الأخيرة:

الجدول رقم: 2 نسبة مشتريات بنك السودان المركزي من صكوك (شهامه، صرح، شامة) خلال الفترة: 2010 – 2016 بـ (%)

السنة	شهامه	صرح	شامة
2010	8.39	5.47	40.07
2011	10.55	7.55	42.11
2012	14.2	22.72	57.94
2013	19.4	30.48	63.44
2014	17.8	22.21	63.45
2015	10	20.33	0
2016	10.7	39.47	غير متوفر

المصدر: تقارير بنك السودان المركزي لسنوات الدراسة، مع ملاحظة أنه لم ترد معلومات مفصلة في هذا الشأن بالنسبة لبقية الشهادات في تلك التقارير.

يلاحظ من خلال النسب في الجدول رقم 2 أن بنك السودان المركزي لا يتدخل بحجم كبير في شراء شهادات شهامة وصرح لأن نسبة الشراء الأكبر تستحوذ عليها البنوك، بينما نجد نسبته كبيرة في شهادات شامة، ربما لأن عوائد هذه الأخيرة ليست معتبرة ومغرية للشراء من طرف البنوك والشركات والأفراد مثل بقية الشهادات وخاصة شهادات (شهامه).

أما عن مدى نجاح تطبيق السياسة النقدية في ظل استعمال الصكوك السيادية في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية، فمن الصعب دراسة تأثير هذه الصكوك سلباً أو إيجاباً في تحقيق تلك الأهداف بمعزل عن الأدوات الأخرى، لكن مع ذلك يمكن الإشارة إلى نتائج السياسة النقدية المطبقة بشكل عام باعتبار أن بنك السودان المركزي يطبق عمليات السوق المفتوحة كجزء معتبر من تلك السياسة، والجدول الآتي يلخص ذلك:

الجدول رقم: 3 نسب التضخم والنمو المستهدفة والمحقة في السودان خلال الفترة: 2009-2016م

السنوات/البيان	معدل التضخم (%)		معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (%)	
	المستهدف	الفعلي	المستهدف	الفعلي
2009	8	11.2	8	5.9
2010	9	13	6	5.2
2011	12	18.1	4.9	1.9
2012	17	35.1	2	1.4
2013	22-20	37.1	3.6	4.4
2014	20.9	37.5	3.6	2.7

(<sup>1</sup>) – التقرير السنوي الخمسون لبنك السودان المركزي لسنة 2010م، ص 24.

4.3	6.3	16.9	25.9	2015
4.9	6.4	17.6	13	2016

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي لسنوات الدراسة، مع ملاحظة أن في سنة 2010 تم استبدال سنة الأساس لحساب معدل التضخم من 1990 إلى 2007 وهي السنة التي تم فيها استبدال العملة الوطنية من الدينار إلى الجنيه. وأما معدل النمو فعلى أساس أسعار 1981-1982م.

يُلاحظ من الجدول رقم 3 بأنه حتى ولو كانت الأرقام المحققة غير مطابقة للأرقام المستهدفة بشكل كبير، فيمكن القول بأن السياسة النقدية في السودان حققت جزءاً معتبراً من أهدافها بالنظر إلى الظروف الاقتصادية والسياسية الصعبة التي مرت بها البلاد، فبالإضافة إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية والحصار الاقتصادي الذي تفرضه الدول الغربية على السودان، فإن انفصال دولة الجنوب عن البلد الأم كان له تأثير بالغ على الاقتصاد الوطني، وهو ما نتج عنه انخفاض معدل النمو بشكل كبير خلال تلك المرحلة أي سنوات 2011 و 2012م نتيجة فقدان أغلب الموارد النفطية التي كانت تمثل نسبة كبيرة في الموازنة العامة للدولة وفي موارد النقد الأجنبي، إضافة إلى تداعيات مشكلة دارفور التي استنزفت الكثير من موارد البلاد، قبل أن يعود النمو إلى التعافي تدريجياً نتيجة نمو بعض القطاعات الهامة مثل الصناعة.

أما عن معدل التضخم فقد كان متحكماً فيه قبل انفصال دولة جنوب السودان، ثم بدأ يتصاعد بشكل تدريجي نتيجة تداعيات ذلك الحدث، مما نتج عنه أيضاً عجز كبير في الموازنة العامة للدولة واختلال في الميزان التجاري وميزان المدفوعات، إضافة إلى مسببات أخرى مثل التوسع النقدي وانخفاض سعر صرف الجنيه السوداني ورفع الدعم عن المحروقات، قبل أن يعود إلى الانخفاض وإلى وضع المتحكم فيه تدريجياً.

### III-3- استخدام الصكوك السيادية كأداة لتمويل عجز الموازنة في السودان:

تساهم الصكوك السيادية في السودان بنسبة معتبرة في تمويل عجز موازنة الدولة، خاصة عن طريق إصدار الحكومة لشهادات المشاركة الحكومية، أو لتمويل مشروعات التنمية عن طريق إصدار صكوك الاستثمار الحكومية، لأن تمويل العجز في الموازنة قد يكون إنفاقاً جارياً وقد يكون إنفاقاً استثمارياً. والجدول الآتي يبين نسب تلك المساهمات:

الجدول رقم: 4 نسبة مساهمة الصكوك السيادية في السودان في تمويل عجز موازنة الدولة

خلال الفترة: 2012-2015 - المبلغ (مليون جنيه\*) - النسبة (%)

السنة	البيان	عجز الموازنة	شهادة	صرح
2012	المبلغ	7635.4	1886.3	501.2
	النسبة	100	24.7	6.5
2013	المبلغ	6456.5	738.7	495.7
	النسبة	100	11.4	7.7
2014	المبلغ	4425.1	1611.6	173.1
	النسبة	100	36	4
2015	المبلغ	6976.4	2611.2	50.3
	النسبة	100	37	1

\* 1 دولار أمريكي = 18.0449 جنيه سوداني حسب موقع بنك السودان المركزي، بتاريخ: 2018/02/08م.

مصدر الجدول: التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية لسنوات الدراسة، مع ملاحظة أن آخر تقرير سنوي منشور ومتوفر على موقع الشركة هو لسنة 2015م.

وحسب التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية وبالنسبة لسنة 2010 فقد بلغت مساهمة شهادات شهامة و صرح و شامة مجتمعة نسبة 76.7 % من الدين الداخلي للبلاد، وكانت تلك الشهادات مشتراة من طرف البنوك. وبلغت نفس نسبة المساهمة 75.1 % سنة 2011م، وهي مساهمات معتبرة.

يلاحظ هنا ضعف مساهمة شهادات (صرح) في تمويل عجز الموازنة مقارنة بشهادات (شهامة)، ويعود ذلك إلى ضعف إصدارات الأولى خاصة في سنة 2015، بالإضافة إلى أن شهادات (شهامة) تتميز بثبات إصدارها بمعدل أربع إصدارات في السنة، إضافة إلى القبول العام الكبير لها لقصر آجالها وارتفاع أرباحها (يتراوح العائد بين 15 و 20 %) وضمانها من طرف البنك المركزي، بحيث تمثل 75.6 % و 78.1 % من إجمالي الإصدارات خلال عامي 2014 و 2015 على التوالي، بينما لا تمثل إصدارات (صرح) سوى 4 % و 3.8 % من إجمالي الإصدارات خلال العامين<sup>(1)</sup>. والشكل الآتي يوضح تركيبة الإصدارات من الصكوك خلال سنتين:

**الجدول رقم: 5 إجمالي حجم الصكوك السيادية المصدرة في السودان بنهاية سنتي: 2014 - 2015**

2015		2014		نوع الإصدار
نسبة المساهمة %	القيمة (مليون جنيه)	نسبة المساهمة %	القيمة (مليون جنيه)	
78.1	18.445.99	75.6	15.772.90	شهادات (شهامة)
3.8	904.21	4	827.99	شهادات (صرح)
8	1.892.00	9	1.892.00	شهادات (شامة)
9.5	2.242.60	10.7	2.242.6	شهادات (شاشة)
0.6	150.00	0.7	150.00	شهادات (برج)
100	23.634.8	100	20.885.49	المجموع

المصدر: التقرير السنوي السابع لشركة السودان للخدمات المالية لسنة 2015م، مع ملاحظة أنه لم ترد في هذا التقرير أي تعاريف عن صكوك (برج).

### III-4- استخدام الصكوك السيادية كأداة لتنشيط السوق المالية في السودان:

بالرغم من أن سوق الخرطوم للأوراق المالية تُداول فيها أسهم الشركات إلى جانب الصكوك الإسلامية (السيادية منها فقط)، وبالرغم من أن العدد الإجمالي للأسهم بلغ سنة 2015 على سبيل المثال 272.4 مليون سهم، مقابل عدد صكوك سيادية بلغ 12.3 مليون صك خلال نفس السنة، إلا أن حجم التداول في الصكوك كان أكبر بكثير من الأسهم، حيث يمثل هذا الحجم في الصكوك والشهادات نسبة 97.4 % من إجمالي حجم التداول في السوق، كما يمثل عدد الصفقات على الصكوك والشهادات نسبة 97 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة في السوق خلال نفس العام<sup>(2)</sup>، مما يبين الأداء القوي للصكوك السيادية في تنشيط السوق المالية في السودان، والجدول الآتي يبين ذلك:

**الجدول رقم: 6 بيانات عن نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال سنتي: 2014 ، 2015**

2015	2014	البيان
------	------	--------

(1) - التقرير السنوي السابع لشركة السودان للخدمات المالية، 2015م، ص 45 ، 46.

(2) - المرجع السابق، ص 51 .

272436635	175035760	عدد الأسهم المتداولة
12291561	10686716	عدد الصكوك المتداولة
6250.4	5761.7	حجم التداول الكلي (مليون جنيه)
6080.2	5455.8	حجم التداول في الشهادات والصكوك (مليون جنيه)

المصدر: التقرير السنوي السابع لشركة السودان للخدمات المالية لسنة 2015م، ص 51.

### III-5- دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية الأساسية في السودان:

تساهم الصكوك السيادية في السودان خاصة منها شهادات الاستثمار الحكومية (صرح) في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية المختلفة مثل: الصحة، التعليم، المياه، الزراعة، الري، المشروعات الإنتاجية، إضافة إلى مشروعات البنية الأساسية، هذه الأخيرة التي تستهلك حجماً معتبراً من حصيلة التمويل المتأتي من الصكوك، فقد بلغت نسبة هذا التمويل 23.28 % من تلك الحصيلة المجمعة خلال الفترة 2005 إلى نهاية العام 2012م<sup>(1)</sup>.

لكن الملاحظ أنه لم ترد مخصصات لمشروعات البنية التحتية أو الأساسية من حصيلة صكوك الاستثمار بعد سنة 2012م في تقارير شركة السودان للخدمات المالية، وكانت الحصيلة توجه إلى القطاعات الأخرى المذكورة، وقد يعزى ذلك إلى ضعف الحصيلة وشح موارد البلاد خاصة بعد انفصال دولة جنوب السودان.

### III-6- أهم العقبات التي تواجه أداء الصكوك السيادية في السودان:

كخلاصة لهذه الدراسة التطبيقية فإنه يمكن التطرق لأهم المعوقات التي تعترض عمل الصكوك الإسلامية خاصة السيادية منها في السودان بشكل سليم، وبعضها لازالت تنتظر حلولاً من الخبراء وأصحاب القرار حتى تؤدي هذه الصكوك دورها التنموي بشكل أفضل، وتتمثل هذه المعوقات فيما يلي:

- بالرغم من أن السودان يحوز على علماء شرعيين لهم باع طويل في الإفتاء في المسائل الاقتصادية والمالية، فلا زالت بعض القضايا التي أفتوا بجوازها محل جدل فقهي بين العلماء والمجامع الفقهية، وأهمها إجارة العين لمن باعها في صكوك الإجارة.

- مقدر وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي كمنشئ للصكوك على الوفاء بالتزاماتها والتي تشكل هاجساً لشركة السودان للخدمات المالية، فالوزارة كثيراً ما تتأخر في توزيع الأرباح على حملة الصكوك، وكذا في التصفيات الأخيرة للصكوك أو الشهادات (عمليات الإطفاء)، مما يؤدي إلى اهتزاز الثقة في هذه الصكوك.

- اتهام الصكوك الإسلامية السيادية في السودان (وخاصة صكوك شهامة) بمزاحمة البنوك كوسائط مالية في دورها بتمويل الاقتصاد الوطني وخاصة القطاع الخاص، وذلك عن طريق تضخيم العوائد.

- اتهام وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي بتضخيم العوائد المدفوعة للمستثمرين في الصكوك (خاصة صكوك شهامة كما رأينا سابقاً)، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل وبالتالي المساهمة في زيادة معدلات التضخم.

(1) - ورقة مجهولة المؤلف، بعنوان: "تقييم أداء الصكوك الحكومية في السودان وأثره على الاقتصاد الوطني للفترة 1998 إلى 2012م"، متوفرة على موقع شركة السودان للخدمات المالية: <http://www.shahama-sd.com/ar/reports>، تاريخ الاطلاع: 2017/10/20م.

- الظروف السياسية التي تمر بها البلاد والتي تنعكس بصورة سلبية على الاقتصاد الوطني ككل، وأهمها الحصار الاقتصادي المفروض على السودان من طرف البلدان الغربية، إضافة إلى الأحداث التي مر بها (انفصال دولة الجنوب، تداعيات أحداث دارفور ...) كلها أثرت بشكل عميق على الوضع الاقتصادي للبلاد، والذي ظهر في صورة ارتفاع معدلات التضخم، تقلبات سعر الصرف، ارتفاع المديونية الخارجية، هذه الأخيرة التي تتزايد باستمرار بحيث وصلت إلى أكثر من 45 مليار دولار نهاية سنة 2015م.

#### خاتمة:

وكخاتمة لهذه الورقة يمكن القول بأن الصكوك الإسلامية السيادية تعتبر بديلاً فعلياً للأوراق المالية الحكومية التقليدية، وأداة مالية يمكن أن تحقق الكثير من أهداف الاقتصاد الوطني لأي دولة إذا توفرت لها شروط التطبيق الملائمة، ويمكن تلخيص أهم ما ورد في هذا الورقة ونتائجها فيما يلي:

- تمثل الصكوك السيادية الحجم الأكبر من إصدارات الصكوك الإسلامية وبأكثر من النصف، وتتصدر ماليزيا تلك الإصدارات منذ أكثر من عقد من الزمن بنسبة تقارب 70 %.

- للصكوك السيادية دور تنموي كبير حيث تعتبر أداة لتعبئة المدخرات المحلية والدولية، أداة لتمويل عجز الموازنة، أداة لتمويل مشاريع البنية التحتية، أداة لجذب الاستثمار الأجنبي، إضافة إلى كونها أداة لتنشيط السوق المالية، فضلاً عن كونها أداة لإدارة السيولة لدى البنوك وأداة لتنفيذ السياسة النقدية من طرف البنك المركزي للدولة.

- تنفرد الصكوك الإسلامية السيادية بعدة مزايا يمكن تقويتها في سبيل أداء دور تنموي أفضل لها وأهم هذه المزايا: ارتباطها بأصول حقيقية وابتعادها عن الديون، ارتباط عوائدها بالعائد الحقيقي للاستثمار مما يبعدها عن المخاطر بسبب كفاءة تسعيرها، ويتقوى ذلك الابتعاد عن المخاطر كلما ابتعدت عن صورة السندات الربوية والتزمت بالضوابط الشرعية.

- تعد تجربة السودان رائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية السيادية، والتي تهدف إلى تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة، تمويل المشروعات الحكومية، إضافة إلى كونها أداة لتنفيذ السياسة النقدية وإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، وقد نجحت إلى حد كبير في تحقيق مجمل هذه الأهداف.

- بالرغم من العديد من المعوقات التي تعترض عمل الصكوك السيادية في السودان، إلا أنه يمكن القول بأن استخدام هذه الصكوك كأداة لتنفيذ السياسة النقدية لبنك السودان المركزي قد نجح في تحقيق جزء معتبر من الأهداف الاقتصادية الكلية للبلاد، بالنظر إلى الظروف الاقتصادية والسياسية الصعبة التي مر بها السودان، كالحصار الاقتصادي الذي تفرضه عليه الدول الغربية، تداعيات مشكلة دارفور، انفصال دولة جنوب السودان وفقدان البلد الأم للكثير من موارده النفطية هناك.

لكن يبقى الأمل قائماً في نجاح تجربة الصكوك الإسلامية السيادية في السودان في ظل ترشيد التجربة والاستفادة من أخطاء الماضي، ولعل العامل الأهم والمؤثر في بقاء هذا الأمل هو رفع أو تخفيف الحصار المفروض على البلد مؤخراً من طرف البلدان الغربية والذي سيكون له انعكاس إيجابي على اقتصاد البلد ككل.

## أهم توصيات البحث:

- ضرورة اعتماد العائد في الصكوك الإسلامية السيادية على العائد الحقيقي للاستثمار، لأن هذا يجعلها أكثر أماناً وابتعاداً عن المخاطر بسبب الكفاءة في التسعير، وبسبب ارتباطها بشكل أكبر بالاقتصاد الحقيقي.

- ضرورة التزام الصكوك الإسلامية السيادية بالضوابط الشرعية، لأنه كلما كان هذا الالتزام متوفراً بشكل أكبر كلما ابتعدت تلك الصكوك عن المخاطر، وبالتالي ابتعدت عن صورة السندات الربوية، ويتجلى ذلك بصورة واضحة في الصكوك المدعومة بالأصول رغم قلتها، عكس الصكوك القائمة على الأصول والتي تقترب في صفتها وطبيعتها من روح السندات التقليدية.

- ضرورة الدراسة والمراجعة الدورية للتجربة السودانية في التعامل بالصكوك الإسلامية السيادية، خاصة من الناحية الشرعية، وأيضاً بالتكيف مع متغيرات الاقتصاد السوداني الذي يعاني من تحديات كبيرة، لتطوير التجربة بشكل أفضل، ولتكون نموذجاً لبلدان عربية وإسلامية أخرى.