



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

عنوان المذكرة:

إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

(دراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان للفترة من 1998-2018م)

مذكرة مكملة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

تحت إشراف:

من إعداد الطالبة:

د. شرون عزالدين

■ زعبوب شيما

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
د. شرقق سمير	أستاذ محاضر-أ-	20 أوت 1955 سكيكدة	رئيسا
د. عزالدين شرون	أستاذ محاضر-أ-	20 أوت 1955 سكيكدة	مقرا
أ. ارزبوقات مولود	أستاذ مساعد-أ-	20 أوت 1955 سكيكدة	مناقشا

السنة الجامعية 2019-2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع إلى :

الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما وألبسهما الله لباس الصحة والعافية.

إلى أعلى ما في الوجود من أعطت بلا حدود وقدمت بلا مقابل عمتي الغالية.

إلى إخوتي وأخواتي.

إلى كل العائلة الكريمة.

إلى كل دفعة إقتصاد نقدي وبنكي.

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل.

### كلمة شكر وعرافان

الصلاة والسلام على الرسول الكريم سيدنا وحبينا محمد عليه أزكى الصلاة وأفضل التسليم وعلى آله وصحبه أجمعين.

إن الحمد والشكر لله أولاً الذي وفقني لإنجاز هذا العمل ويسر لي كل الصعاب.

كما أتقدم بجزيل الشكر والتقدير العميق إلى الأستاذ الدكتور عز الدين شرون الذي تفضل بالإشراف على هذا العمل وعلى كل توجيهاته ونصائحه القيمة فجزاه الله عني كل خير.

كما أتوجه بخالص الشكر إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة على قبول مناقشة هذا البحث وتقييمه.

إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد ولو بكلمة طيبة أو دعوة صالحة.

إلى كل من ساهم في تعليمي.

شيماء

**الملخص:**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الصكوك الإسلامية وأنواعها المختلفة، مع إستعراض جملة المخاطر التي تتعرض لها وأهم الآليات المعتمدة لإدارتها وفق ما يتناسب مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

وتوصلت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية تواجه مجموعة من المخاطر منها ما هو تقليدي كمخاطر السوق ومخاطر التشغيل، ومنها ما هو خاص بها كمخاطر مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامي ومخاطر الرقابة الشرعية، ومن بين الآليات التي إعتمدها الهندسة المالية الإسلامية لمعالجة تلك المخاطر نجد: دراسة الجدوى الإقتصادية، كفاءة الإدارة والرقابة عليها، الضمانات، التأمين التعاوني، تكوين صندوق إحتياطي، تحديد شروط في نشرة الإصدار، التحوط الإسلامي، بيع العربون.

وعليه فقد تمت الدراسة التطبيقية على الصكوك الإسلامية في السودان، حيث تم التعرف على فكرة ظهورها وأنواعها ودورها في تمويل التنمية، كما تم التعرف على المخاطر التي تواجهها مع وضع بعض الحلول التي من شأنها أن تخفف من تلك المخاطر.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية، مخاطر، إدارة المخاطر، الرقابة الشرعية.

**Abstract:**

This study aimed to identify the Islamic instruments and their different types, while reviewing the total risks that are exposed to it and the most important mechanisms adopted to manage them in accordance with the principles of Islamic Sharia.

The study concluded that Islamic instruments face a set of risks, including what is traditional such as market and operational risks, including what is related to them as risks associated with Islamic financing formulas and Sharia supervision risks.

Among the mechanisms that Islamic financial engineering has adopted to address these risks we find: an economic feasibility study Efficiency and control of management, guarantees, cooperative insurance, setting up a reserve fund, setting conditions in the prospectus, Islamic hedging, deposit payment.

Accordingly, the applied study was conducted on Islamic instruments in Sudan, where the idea of their emergence, types and their role in financing development was identified, as were the risks facing them, along with setting some solutions that would mitigate those risks.

**Key words:** Islamic Sukuk, risk, risk management, Sharia control.

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
i	الإهداء.
ii	شكر وعرفان.
iii	الملخص باللغة العربية.
iv	الملخص باللغة الإنجليزية.
vi	فهرس المحتويات.
xiii	قائمة الجداول.
xv	قائمة الأشكال.
أ-ج	مقدمة عامة.
41-2	الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.
2	تمهيد.
3	المبحث الأول: مفاهيم أساسية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.
3	المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية.
3	الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية والفرق بينها وبين السندات التقليدية.
5	الفرع الثاني: تعريف التصكيك الإسلامي وأركانه.
8	الفرع الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية وأنواعها.
15	المطلب الثاني: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية والضوابط الشرعية لإصدارها وتداولها.
15	الفرع الأول: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية.
16	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك.
18	المطلب الثالث: مفهوم إدارة المخاطر.
18	الفرع الأول: تعريف المخاطر وتصنيفها.
20	الفرع الثاني: تعريف إدارة المخاطر، وظائفها، أهدافها.
22	المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها.
22	المطلب الأول: المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية.
22	الفرع الأول: أنواع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية.
29	المطلب الثاني: منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

30	المطلب الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.
36	المبحث الثالث: الدراسات السابقة والقيمة المضافة.
36	المطلب الأول: الدراسات المحلية.
38	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.
39	المطلب الثالث: القيمة المضافة.
41	خلاصة الفصل.
80-43	الفصل الثاني: دراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان للفترة (1998-2018م).
43	تمهيد.
44	المبحث الأول: واقع الصكوك الإسلامية في السودان.
44	المطلب الأول: ماهية سوق الخرطوم للأوراق المالية.
44	الفرع الأول: لمحة تاريخية عن سوق الخرطوم للأوراق المالية.
46	الفرع الثاني: أهم المؤسسات المالية المكونة لسوق الخرطوم للأوراق المالية.
48	المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
48	الفرع الأول: ظهور الصكوك الإسلامية في السودان.
49	الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
65	المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية في السودان.
65	الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة في السودان للفترة (2009-2018م).
67	الفرع الثاني: دور الصكوك في تمويل مشروعات البنية التحتية في السودان للفترة (2003-2018م).
68	الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.
70	المبحث الثاني: مخاطر الصكوك السودانية وطرق إدارتها.
70	المطلب الأول: الرقابة على الصكوك الإسلامية في السودان.
70	الفرع الأول: مفهوم الهيئة العليا للرقابة الشرعية.
72	الفرع الثاني: مهام الهيئة العليا للرقابة الشرعية.
75	المطلب الثاني: المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية في السودان.
77	المطلب الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية في السودان.

## فهرس المحتويات

79	خلاصة الفصل.
81	خاتمة عامة
86	قائمة المراجع.
98	قائمة الملاحق.

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	المقارنة بين الصك والسند.	5
02	رصيد شهادات "شمم" للفترة (1998-2018م).	51
03	موقف إجازة البنك المركزي "شهاب" للفترة (2005-2014م).	58
04	تطور شهادات إجازة مصفاة الخرطوم "شامة" خلال الفترة (2010-2018م).	61
05	موقف مبيعات شهادات "نور" خلال الفترة (2012-2014م).	63
06	نشاط السوق الثانوي خلال الفترة (2001-2018م).	69

## قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
28	أنواع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية	01
54	حجم تطور شهادات "شهامة" خلال الفترة 1999-2018 م.	02
56	تطور مبيعات شهادات الإستثمار الحكومية "صرح" للفترة 2003-2018م.	03
66	مساهمة "شهامة" و "صرح" في تمويل عجز الموازنة العامة في السودان للفترة 2003-2018م.	04
67	حجم القطاعات الممولة عبر الصكوك للفترة 2003-2018م.	05



تعد الهندسة المالية الإسلامية أداة حديثة تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، تتضمن إبتكار أدوات مالية وآليات تمويل جديدة. ومن بين أبرز المنتجات التي إبتكرت في الهندسة المالية الإسلامية والتي إستطاعت أن تسد بها حاجة المجتمع الإسلامي بمصادر تمويلية مستمدة من روح الشريعة الإسلامية، هي ما يسمى بالصكوك الإسلامية. والتي تعد كبديل شرعي للسندات التقليدية المقترنة بفوائد، ولقد إكتسبت الصكوك الإسلامية مؤخرًا أهمية بالغة لكونها أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة والتي شهدت إنتشارًا ونموًا واسعًا وإستثنائيًا في السنوات الأخيرة كونها بدائل شرعية ناجحة للدول والمؤسسات الإسلامية في تمويل مشاريعها الكبيرة منها والمتوسطة وحتى الصغيرة.

والدول التي تنتهج النظام الإسلامي تعبر تأكيدًا على أهمية الصكوك الإسلامية. فقد عرفت توسعًا كبيرًا في كل من البحرين وأندونيسيا، وأيضًا ماليزيا التي تعتبر منارة الإقتصاد الإسلامي، ولا ننسى السودان التي إهتمت كثيرًا بالصناعة المالية الإسلامية وقدمت أمثلة في أدواتها المالية الإسلامية.

إلا أن إصدار هذه الصكوك قد يكون محفوفًا بالمخاطر، وتتمثل هذه المخاطر في المخاطر المالية والتشغيلية، إضافة إلى مخاطر مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية. وفي ظل تعدد هذه المخاطر وجب الإعتماد على آليات وسبل قصد إدارتها أو التقليل من خطورتها.

## 1- مشكلة الدراسة:

في ظل الإهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي وظهور الصكوك الإسلامية كأحد أهم المنتجات المالية، تعترض الصكوك العديد من المخاطر والتي بدورها تتطلب مجموعة من الإجراءات لإدارة هذه المخاطر وفق ما يتناسب مع أحكام الشريعة الإسلامية.

من هنا تتضح إشكالية البحث، حيث يمكن صياغة الإشكالية التالية:

ماهي أساليب إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية؟

إنطلاقاً من الإشكالية الرئيسية تنبثق جملة من التساؤلات الفرعية كما يلي:

❖ الأسئلة الفرعية:

- ✓ ما هي الصكوك الإسلامية؟
- ✓ ما هي المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية؟
- ✓ ما هو منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية؟
- ✓ هل تساهم الصكوك الإسلامية السودانية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية؟

2- فرضيات الدراسة.

إنطلاقاً من التساؤلات السابقة فإن هذه الدراسة تقوم على الفرضيات التالية:

- ✓ الصكوك الإسلامية هي أدوات مالية تحكمها ضوابط الشريعة الإسلامية في إصدارها وتداولها والتعامل بها؛
- ✓ المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية هي مخاطر مالية ومخاطر تشغيلية، إضافة إلى مخاطر مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامي؛
- ✓ يتمثل منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية في تحديد المخاطر وتقييمها، إختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر، تنفيذ القرار، مراقبة ومراجعة المخاطر؛
- ✓ نعم تساهم الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

3- أهداف الدراسة.

- تسعى هذه الدراسة لتحقيق مجموعة من الأهداف نذكر منها :
- ✓ التعرف على مفهوم الصكوك الإسلامية وأهم أنواعها؛

✓ محاولة توضيح أهم الفروقات التي تميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية؛

✓ التعرف على أهم المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية؛

✓ محاولة التعرف على آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

#### 4-أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته من أهمية الموضوع بحد ذاته، حيث تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التمويلية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، والتي تحتويها مجموعة من المخاطر مما يتطلب وضع آليات للتعامل مع تلك المخاطر بصورة تجمع بين الكفاءة الإقتصادية والمصداقية الشرعية.

#### 5-منهج الدراسة.

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات الرئيسية والفرعية تم الإعتماد على مجموعة من النماذج من

بينها:

✓ **المنهج المقارن:** تم الإعتماد على هذا المنهج للمقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.

✓ **المنهج الوصفي:** المنهج المستخدم سيكون منهجا وصفيا لأنه يمكننا من توضيح جوانب البحث النظرية، من خلال وصف ظاهرة البحث بالتعرض إلى مفاهيم حول الصكوك الإسلامية وإدارة المخاطر. وجمع الإحصاءات المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية في السودان خلال الفترة 1998-2018م.

✓ **المنهج التاريخي:** تم إعتماد هذا المنهج لتتبع البعد التاريخي لنشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية وتطور أنواع الصكوك المتداولة في بورصة السودان.

#### 6-أسباب إختيار الموضوع.

✓ يدرس البحث أداة من أدوات التمويل الإسلامي الحديثة في الإقتصاد الإسلامي والتي لقيت رواجاً كبيراً في الأسواق المالية العالمية؛

- ✓ الرغبة في معرفة أنواع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية؛
- ✓ المساهمة في إثراء المكتبة الجامعية بمواضيع الإقتصاد الإسلامي ليستفيد منها الباحثون في الإقتصاد الإسلامي مستقبلاً.

#### 7- حدود الدراسة:

من حيث الجانب النظري نتناول فيه أنواع المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية والأساليب المناسبة لإدارتها التي تكون متوافقة مع متطلبات الشريعة الإسلامية، أما فيما يخص البعد المكاني فنركز دراستنا على دولة قامت بتحويل نظامها الإسلامي بأكمله للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وهي دولة السودان التي تتعامل بالصكوك الإسلامية، حيث تم تخصيص فترة الدراسة من 1998-2018م.

#### 8- صعوبات الدراسة.

من خلال الدراسة واجهتنا بعض الصعوبات منها:

- ✓ عدم دراسة الإقتصاد الإسلامي من قبل؛
- ✓ صعوبة الحصول على بعض المذكرات الغير المنشورة التي تخدم الموضوع؛
- ✓ ندرة المراجع المتعلقة بالمخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية في السودان وآليات إدارتها.

#### 8- هيكل الدراسة.

لمعالجة هذا البحث تم تقسيمه إلى فصلين، حيث يتضمن الفصل الأول الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث حيث تعرض المبحث الأول لمفاهيم أساسية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، أما المبحث الثاني فقد تضمن مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها، بينما المبحث الثالث فقد تم التطرق فيه إلى الدراسات السابقة والقيمة المضافة. أما الفصل الثاني فقد تعرض لدراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان للفترة من (1998-2018م) حيث تضمن الجانب التطبيقي للموضوع وتم تقسيمه إلى مبحثين، تم تخصيص المبحث الأول إلى واقع الصكوك الإسلامية في السودان، أما

المبحث الثاني فقد خصص لمخاطر الصكوك الإسلامية في السودان وآليات إدارتها. وفي الأخير تم التطرق إلى خاتمة عامة للموضوع مع توضيح أهم النتائج المتوصل إليها وإختبار صحة الفرضيات.

## الفصل الأول:

الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

تمهيد.

لقد إهتم الباحثون الإقتصاديون المعاصرون بإيجاد أوراق مالية إسلامية كبديل للسندات التقليدية المحرمة شرعا، وقد أوجد الإسلام بدائل مناسبة لكل أمر محرم. من هنا إتجه المهتمون بالإستثمار الإسلامي إلى الصكوك الإسلامية، والتي تمثل أداة مالية حديثة مقارنة بالأسهم والسندات. وهي عبارة عن أوراق مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وقد تم إدراجها في بعض أسواق الأوراق المالية العالمية لإجتذاب فئة المستثمرين الباحثين عن إستثمار أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فأصبحت بذلك تعمل بتعبئة الفوائض المالية وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الإستثمارية.

وبإعتبار أن الصكوك الإسلامية أداة من أدوات التمويل فهي تواجه مجموعة من المخاطر مثلها مثل باقي الأدوات المالية الأخرى، كما تواجه مخاطر خاصة بها. وبناء على تلك المخاطر وجب على المتعامل بالصكوك الإسلامية إدارة مخاطرها. لذلك تعتبر حاجة الهندسة المالية الإسلامية لإيجاد مناهج ووسائل مختلفة تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية للحد من تلك المخاطر.

وعليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى أهم الجوانب والمفاهيم المتعلقة بموضوع الدراسة حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث.

**المبحث الأول:** مفاهيم أساسية حول إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

**المبحث الثاني:** مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها.

**المبحث الثالث:** الدراسات السابقة.

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

تشهد الأدوات المالية الإسلامية إنتشارا وإزدهارا واسعا، ومن أبرز هذه الأدوات الصكوك الإسلامية التي ظهرت كبديل شرعي للسندات التقليدية التي تقوم على أساس الفائدة الربوية المحرمة شرعا، إلا أن هذه الصكوك قد تتعرض إلى مخاطر كغيرها من الأوراق المالية الأخرى. وعليه وجب الإعتماد على آليات وسبل قصد إدارة هذه المخاطر.

**المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية.**

يعتبر مصطلح الصكوك الإسلامية حديث الإستعمال، حيث تمكنت من إستقطاب العديد من المستثمرين وقبل البدء في تعريف الصكوك الإسلامية ينبغي التطرق إلى تعريف عملية التصكيك الإسلامي.

**الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية والفرق بينها وبين السندات التقليدية.**

سننتظر في هذا العنصر إلى تعريف الصكوك الإسلامية والفرق بينها وبين السندات التقليدية.

**أولا: تعريف الصكوك الإسلامية.**

سيتم التطرق إلى تعريف الصكوك لغة وإصطلاحا.

**1- الصكوك لغة:**

الصَّكُّ: هو الكتاب، والجمع صكاك، وكان الأمراء يكتب للناس بأرزاقهم وأعطياتهم كتبا، فيبيعون ما فيها قبضها تعجلا، ويعطون المشتري الصك ليمضي ويقبضه، فنهو عن ذلك، لأنه بيع ما لم يقبض وقيل: الصك ما يكتب فيه عن مال مؤجل أو نحوه.<sup>1</sup>

**2- الصكوك إصطلاحا:**

عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله."<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الإفريقي، لسان العرب، دار المصارف، الطبعة الأولى، القاهرة، ص: 2475.  
<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم (17)، صكوك الإستثمار، البحرين، 2010، ص: 238.

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

أما مجلس الخدمات المالية الإسلامية فقد عرفها بأنها: الصكوك جمع صك ويشار لها عادة "بسندات إسلامية" وهي شهادات. ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة.<sup>1</sup>

ويعتمد مفهوم الصكوك على تسجيل (تصكيك) الأصول بحيث يحول إصدار الصكوك التدفقات النقدية المستقبلية للأصل إلى تدفق نقدي حالي، قد يتم إصدار الصكوك على الأصول الموجودة وكذلك على الأصول المحددة التي قد تكون متاحة في المستقبل.<sup>2</sup>

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها: أدوات مالية تستخدم كبديل شرعي للسندات التقليدية التي تقوم على الفائدة الربوية، وبالتالي فهي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح شرعا، وتصدر وفق عقد شرعي.

**ثانيا: الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.**

في هذا العنصر سيتم التطرق إلى المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.

---

<sup>1</sup> مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك، و الإستثمارات العقارية، 2009، ص: 03.

<sup>2</sup> Mohammed waleed alsaidan, **An Investistigation of sukuk structure risk**, thesis is submitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the degée of doctor in economics and finance of philosoply, university of portsmouth, 29 jouné, 2017.

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### الجدول رقم(1): المقارنة بين الصك والسند.

السند	الصك	
لحامل السند دين في ذمة مصدره	لحامل الصك حصيلة معلومة في ملكية أصول مشروع إستثماري	العلاقة بين المصدر والمستثمر
حق دين نقدي(فوائد على القيمة الإسمية)	متأتية من عوائد النشاط الإستثماري	الإيرادات
أوراق مالية محرمة شرعا	ورقة مالية مباحة مهيكلة على أساس عقد شرعي	صفة الورقة
لا يتأثر حامل السند بنتائج أعمال المشروع (قيمة إسمية + فائدة)	يتأثر مالك الصك بنتائج أعمال المشروع (قاعدة الغنم بالغرم)	درجة المخاطرة
قابلية للتداول	يعتمد على طبيعة الأصول	قابلية التداول

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

-محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، -، 2013، ص: 80.

من خلال الجدول السابق نستنتج أن أهم الفروق الجوهرية بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية تكمن في أن الصكوك الإسلامية هي حصة معلومة في المشروعات الإستثمارية، بينما السندات التقليدية فهي ديون في ذمة مصدرها، كما أن إيرادات الصكوك هي ناتجة عن عوائد حقيقة بينما السندات فهي إلتزام من مصدر السند بفوائد محددة تدفع لحامل السند، ومن بين أوجه الإختلاف أيضا نجد أن الصكوك الإسلامية تصدر وفق عقد شرعي بينما السندات هي ورقة محرما شرعا.

**الفرع الثاني: تعريف التصكيك الإسلامي وأركانه.**

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى تعريف التصكيك الإسلامي وأركانه.

**أولا:تعريف التصكيك الإسلامي.**

يستعمل مصطلح التصكيك والتوريق والتسنيد كمفردات لمسمى واحد، أي تشير إلى نفس المعنى. إلا أن مصطلح الصكوك قد أنصب في عقول الجمهور على خصوص الإستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

وأحكام الشريعة. وأما التوريق أو التسنيد فلا يشتهر إستعمالهما عند الباحثين في الإقتصاد الإسلامي لإرتباطهما بالإستثمار التقليدي.<sup>1</sup>

وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي عملية التصكيك بأنها: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية (أعيان، منافع، ديون، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتحكم أحكامه.<sup>2</sup>

ثانياً: أركان عملية التصكيك.

للتصكيك أطراف ينشأ العقد لها حقوق ويترتب عليها إلتزامات، وتوجد أطراف رئيسية في هذا العقد إلى جانب أطراف أخرى تساعد في هذه العملية.

1-الأطراف الرئيسية التي تشارك في هذه العملية مباشرة وهي:<sup>3</sup>

✓ المنشئ:

الجهة مالكة المشروع المنوي إقامته أو توسيعه وقد يكون المنشئ شركة أو فرداً أو حكومة، أو مؤسسة مالية، وينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطية مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويقوم المنشئ بإستخدام حصيلة الإكتتاب في مشروع معين، وقد يقوم المنشئ بإدارة المشروع بنفسه، أو أن يوكل مدير إستثمار بالقيام بذلك. ودوره في عملية التصكيك تملكه للأصل ثم يبيعه أو نقله لشركة التصكيك.

✓ المصدر:

الجهة المصدرة أو شركة التصكيك أو المنشأة ذات الغرض الخاص spv. وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشأة إلى المستثمرين.

---

<sup>1</sup> نور الدين كروش، الصكوك الإسلامية كبديل تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة شعاع للدراسات الإقتصادية، العدد 01، تصدر عن معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي، تسميلت، الجزائر، 2017، ص: 36.

<sup>2</sup> عبد العزيز إختار زيتي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، دار النشر: مجمع الفقه الإسلامي الدورة التاسعة عشر، الشارقة- الإمارات العربية المتحدة-، الطبعة الأولى، 2009م، ص: 03.

<sup>3</sup> حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، 2011م، ص: 76.

✓ المستثمرون:

أي حملة الصكوك يقومون بسداد قيمة الصكوك، ويستردوا أصل قيمتها بالإضافة إلى العائد عليها من حصيلة محفظة التصكيك.<sup>1</sup>

✓ محفظة التصكيك:

من خلالها يتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص، يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تواريخ إستحقاقها.

2-الأطراف المساعدة في عملية التصكيك وهي:

✓ وكالات التصنيف الائتماني:

تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة<sup>2</sup>. حيث تشترط القوانين المنظمة للتصكيك ضرورة حصول الأصول محل التصكيك على شهادة التصنيف الائتماني لمحفظة التصكيك التي تصدر الصكوك في مقابلها وهذا عنصر مهم لحماية حملة الصكوك. وأهم وكالات التصنيف الإسلامية نجد الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومقرها البحرين.<sup>3</sup>

✓ مدير الإستثمار:

ويمثل الجهة التي تتولى إدارة الإستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار، كما تتولى هذه الجهة إعداد الدراسات الإقتصادية اللازمة، وإعتبار الصيغة والطريقة التي تدار بهما أموال المستثمرين. وتحدد العلاقة بين مدير الإستثمار والمستثمرين (حملة الصكوك) على أساس المضاربة أو الوكالة، فإذا كانت على أساس عقد المضاربة يكون مدير الإستثمار هو المضارب الذي يستحق نسبة شائعة من الربح

<sup>1</sup> محمد جعفر هني، أحمد مدانياً، التصكيك الإسلامي كآلية لتمويل قطاع الإسكان في الجزائر، متاح على الموقع: [despace.univ-setif.dz](http://despace.univ-setif.dz)، تاريخ الإطلاع: 2020/01/02، على الساعة: 06:00.

<sup>2</sup> جاسم عجيل النمشي، بحث التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، الدورة التاسعة عشرة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، متاح على الموقع: [dr-nashmi.com](http://dr-nashmi.com)، تاريخ الإطلاع: 2020/01/02، على الساعة: 07:30 صباحاً.

<sup>3</sup> حكيم براضية، جعفر هني محمد، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص: 151.

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

الذي سيتحقق لاحقاً نظير جهده. أما إذا كان على أساس عقد الوكالة، فيستحق الوكيل (مدير الإستثمار) أجراً معلوماً، أو نسبة معلومة من رأس المال سواء تحقق الربح أم لا.<sup>1</sup>

✓ الأمين:

وهو الطرف الذي يناط به مهمة حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة على أعمال شركة الإدارة ومدى إلزامها بالشروط المنظمة لهذه العملية الإستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، وقد يتوافق وجود الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك وقد يعين لاحقاً.

الفرع الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية وأنواعها.

سننظر في هذا العنصر إلى أهمية الصكوك الإسلامية وأنواعها.

أولاً: أهمية الصكوك الإسلامية.

إزدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل أهمها:

1- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لإستخدام الصكوك الإسلامية ضمن إطار السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في إمتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛

2- تلبي الصكوك إحتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلاً من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام المقترنان بالفوائد الربوية<sup>2</sup>، فعلى سبيل المثال يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة ترغب الحكومة في إقامتها لتحقيق مصلحة عامة تراها لا بغرض الربح كتمويل بناء الجسور والمطارات والطرق وسائر مشروعات البنية التحتية، حيث تكون الحكومة هنا هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة

<sup>1</sup> زاهرة علي محمد بن عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، 2008م، ص: 84.

<sup>2</sup> حميد قرومي، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول دور المالية الإسلامية في التنمية الإقتصادية والإجتماعية "الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية، كلية العلوم الإقتصادية، صفاقس-تونس-، بدون ذكر الصفحة.

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

ملاك هذه الأعيان المؤجرة للدولة ثم تقوم الحكومة بصفقتها مستأجرا بإتاحة تلك المشاريع للمواطنين لإستخدامها والإنتفاع بها؛<sup>1</sup>

3-تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وبذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج إلى تكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها<sup>2</sup>، ما يتيح التصكيك من إستبعاد الإستثمارات التي تم توريقها (تصكيكها) من بنود الميزانية خلال فترة قصيرة، وبذلك تتخلص المصارف من الحاجة إلى تكوين مخصصات لمواجهة الخسائر المحتملة، وعليه فالتصكيك يعتبر أحد أشكال الإستثمار خارج بنود الميزانية؛<sup>3</sup>

4-تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوع آجالها ما بين قصير ومتوسط وطويل، تتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية، وتنوع أغراضها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية من عدمه<sup>4</sup>؛

بعد توضيح أهمية الصكوك الإسلامية يمكن القول أن الصكوك الإسلامية وسيلة مفيدة لتمويل مشروعات البنية التحتية والمشروعات التنموية، بالإضافة إلى أنها وسيلة فعالة في حشد الموارد المالية من الأفراد، فضلا عن كونها أداة لمعالجة الضغوط التضخمية في الإقتصاد كأحد أدوات السياسة النقدية.

### ثانيا: أنواع الصكوك الإسلامية.

تتعدد أنواع الصكوك الإسلامية بتنوع صيغ التمويل الإسلامي وهي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية ومن بين أنواع الصكوك الإسلامية نجد:

<sup>1</sup> سليم شابور، طاهر تراري، الصكوك الإسلامية ودورها في التنوع الإقتصادي: ماليزيا نموذجا، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي ديسمبر، التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، يومي 17 و18 ديسمبر، 2019، ص:1332.

<sup>2</sup> فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الأول، جوان 2019، ص:86.

<sup>3</sup> خير الدين معطى الله، رفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة-الجزائر-، يومي 3 و4 ديسمبر 2012، ص:248.

<sup>4</sup> مراد كريفار، محمد أمين بربري، ضرورة إعتناء صكوك التمويل الإسلامي لدفع عجلة التنمية الإقتصادية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي للتكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، يومي 17 و18 ديسمبر 2019، ص:2988.

### ❖ الصكوك القائمة على عقد الشراكة:

تتمثل الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الشراكة فيما يلي:

1- **صكوك المضاربة** (سندات المقارضة): وتعني المضاربة أن يدفع رب المال إلى المضارب مالا ليتاجر فيه، ويكون الربح مشتركا بينهما بحسب ما يشترطان على أن الوضعية (الخسارة) على رأس المال، ولا يتحمل المضارب شيء إلا إذا أثبت أنه تعدى أو قصر أو خان.<sup>1</sup>

وصكوك المضاربة (سندات المقارضة) هي أداة إستثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها بإعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة كل منهم فيه.<sup>2</sup>

2- **صكوك المشاركة**: المشاركة هي عقد بين إثنين أو أكثر على أن يكون الأصل أي رأس المال والربح مشتركا بينهم.<sup>3</sup> وصكوك المشاركة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.<sup>4</sup>

المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الإكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، كما تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة،

---

<sup>1</sup> محمد علي محمد إبراهيم، المخاطر التي تواجه التمويل المصرفي الإسلامي وأثرها على الأداء المالي للمصارف السودانية ومشروعات العملاء للفترة 2003-2015م، أطروحة دكتوراه في الدراسات المصرفية، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2017م، ص: 54.

<sup>2</sup> سعاد شدرى معمر، محمد قريظلي، التجربة الماليزية في صناعة الأدوات المالية الإسلامية المستدامة، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف- الجزائر، يومي 17 و18 ديسمبر، 2019، ص: 868.

<sup>3</sup> محمد علي محمد إبراهيم، المرجع نفسه، ص: 57.

<sup>4</sup> وسام شالور، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي تجربة الشركة السعودية العالمية لببتروكيمياويات "سكيم"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي، 2014، ص: 07.

ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم.<sup>1</sup>

**3- صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.<sup>2</sup> فيجوز لمالك أرض صالحة لزرع الأشجار المثمرة، أن يمول غرسها بهذه الأشجار والإعتناء بها عن طريق إصدار صكوك مغارسة تستخدم حصيلة إصدارها لدفع التكاليف حتى يبلغ مرحلة الإثمار، ويكون هناك عقد مغارسة بين ممثل حملة الصكوك وبين مالك الأرض حسب الإتفاق.<sup>3</sup>

**4- صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد. المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكاتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الإكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المساق (صاحب العمل)، والمكاتبون أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة إكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.<sup>4</sup>

**5- صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع زراعي أو عملية زراعية جديدة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.<sup>5</sup> فالمصدر الأصلي لتلك الصكوك هو مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة، وإقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الإتفاق ويعد المكاتبون في هذه الصكوك

---

<sup>1</sup> نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين-، مجلة الباحث، العدد 09، الجزائر، 2011، ص: 256.

<sup>2</sup> حكيم براضية، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

<sup>3</sup> عبد القادر خداوي مصطفى، خليفة منية وآخرون، إستخدام الصكوك الإسلامية في الإستثمار وفي تمويل مشاريع التنمية، المركز الجامعي الونشريسي، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي بونعام، خميس مليانة- الجزائر، ص: 309.

<sup>4</sup> نوال بن عمارة، المرجع نفسه، ص: 257.

<sup>5</sup> راضية لسود وآخرون، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية للتمويل والتنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، المجلد رقم 01، مجلة الإقتصاد والتجارة، عدد خاص، أفريل 2018، ص: 63.

مزارعين لهذه الأرض بأموالهم، وتمثل الصكوك بعد قفل باب الإكتتاب وبداية الإستثمار والصرف على المحاصيل حصصاً شائعة في موجودات المزارعة والمحاصيل منذ خروجها وحتى جنيهاً وصلاحتها وقسمتها أو بيعها وقسمة ثمنها بين مالك الأرض وحملة الصكوك.<sup>1</sup>

**6- صكوك الوكالة بالإستثمار:** عرفت صكوك الوكالة بالإستثمار من قبل المعايير الشرعية الدولية على أنها: "وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالإستثمار بتعيين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها. والمصدر لها (المتمول) يعرض نفسه وكيلاً لحملة الصكوك، يتولى الإستثمار نيابة عنهم بإذنهم وتوكيلهم، ويتقاضى مصدر الصكوك (الوكيل) أجراً محدداً، معلوماً، مضموناً نظير جهده، ويمكن الإستفادة من هذا النوع في كافة تطبيقات الصكوك وأنواعها.<sup>2</sup>

### ❖ الصكوك القائمة على عقد البيع:

تتمثل الصكوك القائمة على عقد البيع في:

**1- صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.<sup>3</sup>

وبيع السلم هو عقد يتم بمقتضاه دفع قيمة السلع حالاً مع تأجيل إستلام هذه السلعة إلى أجل متفق عليه بين الطرفين. ويسند إلى مبادئ الشريعة الإسلامية، وقد صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره التاسع بأبو ظبي بشأن السلم وتطبيقاته المعاصرة، وبمقتضى العقد بيع الدولة "سليماً" سلعة" محددة الأوصاف تنتجها بحيث يدفع المشتري ثمناً للدولة حالاً على أن تقوم الدولة بتسليمه السلعة في أجل لاحق، وهذا الأسلوب مناسب للدول التي لديها موارد طبيعية تبيعها كالنفط. ومن خلال هذه التقنية نستنتج أن الدولة تكون قد حققت

<sup>1</sup> زين الدين مكاي، مبارك بوزراع، الصكوك الإسلامية بين التجربة الماليزية وآفاق إصدارها في الجزائر، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي للتكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر، يومي 17 و18 ديسمبر، ص ص: 352، 353.

<sup>2</sup> عائشة بوتلجة، زهرة فلاح، دور الصكوك في توظيف السيولة في البنوك الإسلامية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي للتكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر، يومي: 17 و18 ديسمبر، 2019م، ص: 2976.

<sup>3</sup> محمد علي، يوسف يونس الهواملة، صكوك عقود التوريد دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي والتشريعات الأردنية النازمة للصكوك، أطروحة دكتوراه، تخصص: الفقه وأصوله، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 2015، ص: 80.

أموال عاجلة لم يستخرج حتى نفضها الذي بيع قبل وقته بمدة، ما يعطيها قدرة إنفاقية تعالج العجز الحاصل بأموال محققة آنياً.

أما المكتتب فإنه يقوم بإستثمار أمواله في سلعة ذات رواج إحتمال تحقيق الفائدة فيه مرتفع، بحيث سوف تضحي بقدرة شرائية آنية إلى أخرى آجلة زائد فائدة، بإعتبار، المكتتب له علم بتحركات السوق وبالأسعار المستقبلية.<sup>1</sup>

**2- صكوك الإستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد الإستصناع، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية عين مصنعة، يتم تمويل تصنيعها من حصيلة الإصدار، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب، وبدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله.<sup>2</sup> وهي شهادات ذات قيمة متساوية يتم إصدارها لتعبئة الأموال اللازمة لإنتاج السلع والمنتجات التي سيمتلکها حاملوا الشهادة. فمصدر هذه الشهادة هو الصانع والمشاركين هم مشتري المنتج المقصود بينما الأموال المحققة من الإشتراك هي تكلفة المنتج.<sup>3</sup>

**3- صكوك المراجعة:** تمثل وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك. ونجد أن المصدر لتلك الصكوك هو البائع للسلعة، والمكتتبون فيها هم المشترون، أما حصيلة الإكتتاب فهي تكلفة الشراء.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> صاليجة بوذراع، زهية كواش، الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي مناسب في ظل التحديات التي تواجه البنوك الإسلامية-دراسة إستشرافية-، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر-، يومي 17 و18 ديسمبر، 2019م، ص:1371.

<sup>2</sup> أحمد بلخير، صكوك الإستصناع وتطبيقاتها المعاصرة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر -باتنة-، 2018، ص:53.

<sup>3</sup>Nor Balkish Zakaria, Mohamad Azwan and others, **The construct of sukuk, Rating and DefaultRisk**, International congress on Interdisciplinary bassiness and social sience, Accountinng Research Institute & Faculty of Accountancy, Universiti Theknologie MaRa, malaysia, 2012, p:664.

<sup>4</sup>مصباح حراق، كمال فتول، دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات المالية لتمويل التنمية الإقتصادية، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، المجلد 2، عدد خاص، جامعة ميلة -الجزائر-، 2018م، ص:99.

### ❖ الصكوك القائمة على عقد الإجارة:

تنقسم صكوك الإجارة المطبقة حالياً إلى عدة أنواع أشهرها:

**1- صكوك ملكية الأصول المؤجرة:** يمكن تعريف صكوك ملكية الأصول المؤجرة بأنها: "وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، ولا تقبل التجزئة، ويمكن تداولها، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو موعود بإستئجارها، مما يخول ملاكها حقوق هذه الوثائق، ويترتب عليهم مسؤولياتها.

### 2- صكوك ملكية المنافع:

ويقع إستئجار المنافع على ضربين:

**2-1- إجارة منافع أعيان معينة:** وذلك كأن يؤجره منفعة سكنى بيته الفلاني سواء أعيّنت بالإشارة أو بالوصف، ويتعلق حق المستأجر بمنفعة العين المعينة المعقود عليها لا سواها.<sup>1</sup>

**2-2- إجارة منافع أعيان موصوفة في الذمة:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة وإستفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها.

**2-3- صكوك ملكية الخدمات:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين، كمنفعة تعليم من جامعة مسماة، أو من طرف موصوف في الذمة كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها، وإستفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها. فالمصدر لتلك الصكوك هو بائع الخدمة، والمكاتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الإكتتاب هي ثمن تلك الخدمة.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة، بحث مدعوم من برنامج المنح البحثية، في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية لإسلامية، 2013، ص:11.

<sup>2</sup> مساعد عبد الله الحقييل، ربح مالم يضمن، دار الميمان للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2011، ص: 385.

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

المطلب الثاني: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية والضوابط الشرعية لإصدارها وتداولها.

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية ومراحل

إصدارها.

الفرع الأول: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية.

تمر عملية إصدار الصكوك بالمراحل التالية:<sup>1</sup>

**الخطوة الأولى:** الشركة المنشأة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء إستثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك، ونقلها إلى SPV وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشأة بقرار من هيئة سوق المال وفقاً للشروط والإجراءات الخاصة.

**الخطوة الثانية:** تصكيك الأصول ثم بيعها، حيث تقوم الشركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

**1- مرحلة محفظة الصكوك:** بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.<sup>2</sup>

**2- مرحلة إطفاء الصكوك:** عرف معيار سوق دبي المالي عملية إطفاء الصكوك بأنها: "عبارة عن توزيع موجوداتها على حملة الصكوك، أو بيعها للمصدر أو غيره، وتوزيع حصيلة بيعها على حملة الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك."<sup>3</sup>

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك.

سوف نتطرق في هذا العنصر للضوابط الشرعية لإصدار الصكوك والضوابط الشرعية لتداول الصكوك.

<sup>1</sup> علاء الدين زعتري، الصكوك، تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدم بورشة العمل التي أقامتها شركة بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات؛ تنمية؛ ممارسات دولية)، عمان، المملكة العربية الهاشمية، 2010، ص: 28.

عبد العزيز أختري زنتي، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

<sup>3</sup> حسام الدين خليل فرج محمد، علي عارف، إطفاء أو إسترداد صكوك الإستثمار في الفقه الإسلامي عن طريق البيع: دراسة مقارنة، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 13، العدد 2، 2016م، ص: 219.

أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك.

تخضع عملية إصدار الصكوك الإسلامية للعديد من الشروط والضوابط الشرعية، لضمان خلوها من أي خلل شرعي وللتأكد من سلامة التعامل بها في الأسواق المالية الإسلامية ومن أهم الضوابط الشرعية الواجب توافرها ما يلي:<sup>1</sup>

1-يجوز إصدار الصكوك لإستثمار حصيلة الإكتتاب فيها على أساس عقد من العقود الشرعية وتترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك؛

2-تحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وهما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها، وفق نوع العقد وصفته الشرعية، ويقصد بعقد الإصدار العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه؛

3-أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وغيرها من التصرفات المشروعة؛<sup>2</sup>

4-يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددتها(نشرة الإصدار) أو (الإيجاب) يعبر عنه للإكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول يعبر عنه موافقة الجهة المصدرة. إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجابا ويكون الإكتتاب قبولاً؛

5-لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار أو الصكوك المصدرة على أساسها نصا يؤدي إلى إحتمال قطع الشركة في الربح وتوزيع الأرباح بحسب رؤوس الأموال فإن وقع ذلك كان العقد باطلاً؛

6-عدم جواز إشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة عليها.

<sup>1</sup> شافية كتاف، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014م، ص:86.

<sup>2</sup>الصوفي ولد الشيباني، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية ، مجلة الفقه والقانون، العدد 34، جامعة نواكشوط، الجمهورية الموريتانية، 2015، ص:13.

ثانياً: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك.

تخضع عملية تداول الصكوك الإسلامية إلى العديد من الضوابط الشرعية لتجعلها قابلة للتداول وتتمثل

في:<sup>1</sup>

1- إذا كان رأس مال المشروع بعد الإكتتاب موجودات عينية جاز تداولها، لأنها تعتبر مبادلة أعيان بنقد وهذا جائز؛

2- يجوز تداول صكوك المنافع والخدمات بالسعر المتفق عليه نظراً لما تمثله الصكوك من موجودات مختلطة؛

3- إذا صار رأس المال موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول الصكوك؛

4- إذا كانت الصكوك المراد تداولها قد أصدرت مقابل أعيان موصوفة في الذمة فلا يجوز تداولها وذلك لإشتمال عملية التداول على بيع ما لم يقبض وهو لا يجوز؛<sup>2</sup>

5- إذا أصبحت الصكوك بعد بيعها ديون، فيكون تداولها في هذه الحالة بمثابة بيع للدين بالنقد وهذا لا يجوز لإشتماله على الربا.

**المطلب الثالث: مفهوم إدارة المخاطر.**

يتم التعامل مع المخاطر بما يشمل الجانب الوقائي وكذا الجانب العلاجي الذي يتناول مقابلة الآثار السلبية فيما لو تحققت تلك المخاطر، وتركز إدارات البنوك على إيجاد الوسائل التي من شأنها الحد من المخاطر. ومن خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى مفهوم المخاطر وإدارة المخاطر، خطوات إدارة المخاطر وأهدافها.

**الفرع الأول: تعريف المخاطر وتصنيفها.**

سننتظر في هذا العنصر إلى تعريف المخاطر وأنواعها.

**أولاً: تعريف المخاطر.**

للإحاطة بالمفهوم الكامل للمخاطر لا بد من ذكر أصل هذه الكلمة ومعناها اللغوي، لذلك سنحاول أولاً

ذكر معنى كلمة خطر في اللغة.

<sup>1</sup> باسل يوسف محمد الشاعر، هيام عبد القادر الزيدانيين، الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، ملحق 3، 2016م، ص: 1243.

<sup>2</sup> زكية بوسته، فاطمة الزهرة نوي، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مجلة الإقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 07، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2018، ص: 100، 101.

1- **الخَطَر لغة:** -بفتحتين- في الأصل هو الرهن، وهو ما يخاطر عليه، ومثل الشيء وعدله، ولا يقال إلا في الشيء الذي له قدر ومزية.<sup>1</sup>

2- **إصطلاحاً:** هي إحتمال الفشل في تحقيق العائد، أو هي درجة التغير في العائد مقارنة بالمرود المتوقع الحصول عليه نتيجة لتأثير عناصر متعددة تساهم في تحقيق قيمة التدفقات.<sup>2</sup> وتتشأ المخاطر عندما يكون هناك إحتمال لأكثر من نتيجة واحدة والنتيجة النهائية غير معروفة، ويمكن تعريفها على أنها تقلب في النتائج غير المتوقعة.<sup>3</sup>

وقد عرفت لجنة التنظيم المصرفي المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية المخاطر بأنها: إحتمال حصول الخسارة إما بشكل مباشر من خلال خسائر في نتائج الأعمال أو رأس المال، أو بشكل غير مباشر من خلال وجود قيود تحد من قدرة المصرف على تحقيق أهدافه وغاياته، حيث أن مثل هذه القيود تؤدي إلى إضعاف قدرة المصرف على الإستثمار في تقديم أعماله وممارسة نشاطاته من جهة أخرى.<sup>4</sup>

ومن خلال التعريفين السابقين يمكن تعريف المخاطر على أنها الحالة التي تتضمن الإنحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة.

**ثانياً: تصنيف المخاطر.**

---

<sup>1</sup>أحمد الشرباصي، المعجم الإقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1971، ص:124 .

<sup>2</sup> هاجر زرارقين، إدارة المخاطر الإئتمانية في المصارف الإسلامية، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، فرع: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف- الجزائر، 2012، ص:53.

<sup>3</sup>Tariquallah Khan, Habib Ahmed, **Risk Management An Analysis of Issues in Islamic FanancialIndustry**, Islamic Devlopment bank.Jeddah-Saudi Arabia, 2001, p:25.

<sup>4</sup> جميلة الجوزي، علي حدو، دراسة مقارنة لإدارة المخاطر في الجزائر بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية-حالة بنك البركة الجزائري وبنك الشركة المصرفية العربية وبنك الخليج الجزائري، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الإقتصادية، العدد07، 2016، ص:80.

يمكن تقسيم مخاطر الإستثمار بصفة عامة إلى:

### 1-المخاطر المنتظمة:

المخاطر المنتظمة هي التي تنتج عن الحوادث غير المتوقعة أي أنها يمكن أن تحدث بشكل متزامن، وبالتالي لا يمكن التغلب على هذا النوع من المخاطر، ويندرج تحت هذا النوع من المخاطر الخسائر المتولدة عن الظروف الإقتصادية العامة والتي تصيب كل المتعاملين في السوق في ذات الوقت.<sup>1</sup> وهي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الإستثماري والتي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها مصطلح مخاطر السوق وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الإستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة، أو بضاعة معينة فهي تؤثر على جميع الشركات وفي نفس الوقت.

ويتضح مما سبق أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تؤثر على الشركات العاملة في السوق ككل دون إستثناء، وبالتالي فهي مخاطر عامة شاملة لجميع الإستثمارات وتتأثر المخاطر المنتظمة بالعديد من العوامل نذكر منها: عوامل أسعار الفائدة، عوامل التضخم، عوامل السوق.<sup>2</sup>

### 2-المخاطر غير منتظمة:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو بقطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الإقتصادي ككل.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد عبد الحي، إستخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الإقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2014م، ص: 13.

<sup>2</sup> نسيم بروال، إستراتيجية إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الإقتصادية، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الفرع: إستراتيجية مالية، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي-، الجزائر، 2011م، 90.

<sup>3</sup> سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة-الجزائر-، 2006م، ص: 14.

وتتأثر المخاطر غير منتظمة بالعديد من العوامل نذكر منها:<sup>1</sup>

**2-1- الظروف الصناعية:** وتنشأ من ظروف خاصة تقع على نوع معين من الصناعات كظهور إختراعات جديدة، وظهور منافسين جدد أو عدم قدرة الشركة على منافسة الشركات الأخرى، وكذلك صعوبة توفير المواد الخام، وهو ما يترك أثره على التدفقات النقدية للشركة.

**2-2- سوء الإدارة:** إن القرارات الخاطئة التي تتسبب فيها إدارة الشركة تؤدي إلى حدوث آثار سلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الإستثمار، فإتخاذ قرارات خاطئة نتيجة لمعلومات غير دقيقة قد يؤثر على أرباح الشركة، وأيضا الإختلاف بين المصالح والأهداف فيما بين المستثمرين والإدارة يعد أحد أسباب التغيرات في العوائد، كما تؤثر المشاكل التي تقوم بين أعضاء مجلس الإدارة أو المشاكل التي تنتج من موظفي الشركة (كإضراب العمال) على العائد المتحقق.

**الفرع الثاني: تعريف إدارة المخاطر، وظائفها، أهدافها.**

سننتظر في هذا العنصر إلى تعريف إدارة المخاطر، خطواتها، وأهم الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها.

**أولاً: تعريف إدارة المخاطر.**

إدارة المخاطر عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى.<sup>2</sup>

وتعرف إدارة المخاطر على أنها: الترتيبات الإدارية التي تهدف إلى حماية أصول وأرباح البنك من خلال تقليل فرص الخسائر المتوقعة إلى أقل حد ممكن، سواء تلك الناجمة عن الطبيعة أو الأخطاء البشرية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نسيمه بروال، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

<sup>2</sup> مسعود بن جواد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية (2008)، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: بنوك مالية ونقود، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-3، 2013م، ص: 59.

<sup>3</sup> نسيمه خضراوي، إدارة المخاطر البنكية دراسة مقارنة بين البنوك التقليدية والإسلامية، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية الإقتصادية، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2019، ص: 19.

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

من خلال التعريفين السابقين يمكن القول أن مفهوم إدارة المخاطر يرجع إلى العمليات الإجمالية التي تتبعها المؤسسات المالية أو الإقتصادية للتعرف على إستراتيجية العمل وتحديد المخاطر التي ستتعرض لها، مع فهم طبيعة المخاطر التي تواجهها والسيطرة عليها.

**ثانياً: الوظائف الأساسية لإدارة المخاطر.**

تتلخص المسؤوليات والوظائف الأساسية لإدارة المخاطر فيما يلي:<sup>1</sup>

- ✓ ضمان توافق الإطار العام لإدارة المخاطر مع المتطلبات القانونية؛
- ✓ القيام بالمراجعة الدورية وتحديث سياسة الائتمان في المصرف؛
- ✓ تحديد مخاطر كل نشاط من أنشطة المؤسسة وضمان حسن تحديدها وتوجيهها لجهات الإختصاص؛
- ✓ مراقبة تطورات مخاطر الائتمان والتوصية بحدود تركز هذه المخاطر مع الأخذ بعين الإعتبار إجمالي المخاطر لمنتجات عينية ، ومخاطر الطرف الآخر؛
- ✓ مراجعة المنتجات المستحدثة على أساس معايير قبول المخاطر والمنافع ورفع تقارير بهذا الشأن للإدارة العامة؛
- ✓ تطبيق النماذج التي تعتمدها المؤسسة في تحديد المخاطر كمياً والإشراف عليها؛
- ✓ المراجعة المستمرة لعمليات التحكم بالمخاطر في المؤسسة وإقتراح التحسينات في الأنظمة المختلفة وعملية تدفق المعلومات؛
- ✓ نشر الوعي بالمخاطر بوجه عام على مستوى المؤسسة ككل.

**ثالثاً: أهداف إدارة المخاطر.**

يطرح معظم الكتاب أهداف متعددة لوظيفة إدارة المخاطر أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

- 1-ضمان كفاية الموارد عند حدوث الخسارة، وتقليل تكلفة التعامل مع الخطر إلى أدنى حد، بالإضافة إلى المحافظة الفاعلية التشغيلية للمؤسسة وتغادي الوصول إلى الإفلاس؛

---

محمد عبد الحميد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 17، 18.<sup>1</sup>

<sup>2</sup> عبد الناصر براني أبو شهد، إدارة المخاطر في المصارف، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2013م، ص:211.

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

2- إستقرار التدفقات النقدية وعدم تقلبها وهذا يعطي ميزة للشركة أو البنك منافسيها، إذ يجنبها مفاجآت تقلب العوائد ويقلل من إحتمال إخفاقها؛

3- قدرة الشركة أو البنك من تأجيل إستثمارته المخطط لها حين تتخفض تدفقاتها النقدية، وتجنب تدفقات إستراتيجياتها الإستثمارية وهذا سوف يؤدي إلى إرتفاع قيمة الشركة وأسهمها في السوق؛

4- حماية المتعاملين أو الزبائن فالدائنون سوف يزيد إطمئنانهم إلى إمكانية الشركة في سداد ديونها والعملاء سوف يستفيدون من إستقرار أسعار منتجاتها.

**المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها.**

باعتبار الصكوك الإسلامية تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الإسلامية. والإسلام يحث على الأخذ بالأسباب في التعامل مع المخاطر ومن ثم يتعين على المنشآت المالية وضع آليات للتعامل مع ما يواجهها من مخاطر بعد تحديدها، سواء بتجنبها أو توزيعها أما المخاطر التي لا يمكن التخلص منها فينبغي قبولها من خلال حسن إدارتها.

**المطلب الأول: المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية.**

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى التعرف على المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية.

**الفرع الأول: أنواع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية.**

تتنوع المخاطر التي تتعرض لها الإستثمارات بمختلف أنواعها، ويمكن تقسيم مخاطر الصكوك الإسلامية

كما يلي:

**أولاً: المخاطر المالية.**

تتجلى أهم المخاطر المالية فيما يلي :

**1-المخاطر الائتمانية:** تتمثل مخاطر الائتمان في المخاطر التي ترتبط بالطرف الآخر في العقد أي مدى قدرته على الوفاء بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي موعدها كما هو منصوص عليه في العقد.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> كمال بوعظم، شوقي بورقية، تطوير نظام إدارة المخاطر الائتمانية في المصارف الإسلامية ضرورة حتمية في ظل الأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني للأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي أنموذجا-معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف-يومي 5-6 ماي، 2009، ص: 03.

وأهم المخاطر الائتمانية التي تواجه المستثمرين ما يلي:

✓ **مخاطر التأخر عن الوفاء:** هي احتمال عدم قدرة مصدر الصكوك على الوفاء بالالتزام التعاقدية، أو أن الأصول المجمعة لا يمكن إستردادها بسبب التخلف عن السداد أو التأخير في التسويات سواء في الربح المستحق أو المبلغ الأصلي.<sup>1</sup>

✓ **مخاطر العجز عن الوفاء:** هذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، فيما يبرز أهمية ودور وكالات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر، والتي تساعد المستثمرين توقع هذا الخطر قبل إتخاذ قرار الإستثمار في الأوراق المالية المصدرة.<sup>2</sup>

**2-مخاطر السوق:**تعتبر الأدوات والأصول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالمتغيرات الإقتصادية الكلية، أو نتيجة أحوال المنشأة الإقتصادية، فمخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في الأسعار وفي السياسات على مستوى الإقتصاد ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتتأثر عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول أدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة.<sup>3</sup> وتضم أهم المخاطر التالية:

**2-1- مخاطر سوق الأصول الحقيقية (السلع والخدمات):**هذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية التي تعتمد من أساسها على الملكية لا على المديونية، فالصكوك كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول إستثمارية، وهذه الأصول تباع في الأسواق كأى أصول أخرى، وبالتالي فهي معرضة لما تتعرض له كافة السلع

<sup>1</sup>Nurasyikin Moh Noor, Shahida Shahimi, **Credit Risk Management For Sukuk : A case Study of Debet-Based sukuk**, Faculti Ekonomi dan Pengurusan, Universiti Kebangsaan Malaysia, 2013, P :1261.

<sup>2</sup> صافية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية، بين الواقع المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي -الإمارات-، 2 ماي-2 جوان، 2009، ص:20.

<sup>3</sup> بوخاري لحو، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك الإسلامية الدولية وأحكام الشريعة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 12، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي برج بوعريبيج، ص ص: 628، 629.

والخدمات من إمكانية تناقص قيمتها بفعل عوامل السوق ومن أهم هذه العوامل: عوامل العرض والطلب، السياسات الإقتصادية للحكومات، الأزمات الإقتصادية... إلخ.<sup>1</sup>

### 2-2- مخاطر سوق المال:

ويمكن تصنيف تلك المخاطر وفقاً لما يلي:

**2-2-1- مخاطر سعر الصرف:** تظهر مخاطر أسعار الصرف عند إصدار الصكوك بعملة معينة وإستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك بمواقع مفتوحة إتجاه بعض العملات الأجنبية أو إلتزامات الدفع خاصة في عمليات المراجحات والتجارة الدولية.<sup>2</sup>

**2-2-2- مخاطر سعر الفائدة "السعر المرجعي":** تتمثل مخاطر تغير أسعار الفائدة في عدم تأكد أو تقلب أسعار الفائدة المستقبلية، حيث تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة. فكلما إرتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق إنخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، والعكس صحيح مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وهو ما يأتثر على معدل العائد على الإستثمار؛ حيث يؤدي إرتفاع أسعار الفائدة إلى جعل الصكوك ذات العائد الثابت نسبياً أقل جاذبية، ومن تم إنخفاض أسعارها، بينما يؤدي إنخفاض أسعار الفائدة إلى العكس، وكلما قل معدل العائد الدوري كلما إزداد تأثير أسعار الفائدة على سعر الصك. وتعتبر الصكوك ذات العائد المتغير أقل تأثيراً بالتغيرات في أسعار الفائدة. ومن جهة أخرى قد يبدو أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر السوق الناشئة عن التغيرات في سعر الفائدة طالما أنها لا تتعامل بسعر الفائدة في أنشطتها ومجالات إستثمارها؛ كونها جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية التي تتعامل بالفائدة لكن في الحقيقية تواجه هذا النوع من المخاطر بصورة غير مباشرة؛ فالصكوك الإستثمارية الإسلامية تتأثر بسعر الفائدة إذا أخذته سعراً مرجعياً؛ ففي عقد المراجعة أو الإستصناع مثلاً يتحدد هامش الربح بالإضافة إلى هامش المخاطرة من خلال السعر المرجعي وهو في العادة معدل الفائدة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، دراسات إقتصادية إسلامية، المجلد 20، العدد 1، جامعة ورقلة - الجزائر، ص: 14.

<sup>2</sup> بوخاري لحلو، وليد عايب، مرجع سبق ذكره، ص: 629.

<sup>3</sup> أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مركز الدراسات الفقهية والإقتصادية، سلسلة دراسات في العقود المستحدثة، مصر، الطبعة الأولى، 2014م، ص: 59.

2-2-3- مخاطر السيولة: وتشير إلى تعرض المعرض للصكوك إلى خسائر محتملة تنشأ عن عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته، أو تمويل الزيادة في الموجودات عند إستحقاقها. لذا نجد أن خطر السيولة مرتبط بمدى القدرة على تحويل أي ورقة مالية أو أصل إلى نقد حال ما اضطرت المؤسسة إلى ذلك.<sup>1</sup>

ثانياً: المخاطر التشغيلية.

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالحوادث الطبيعية أو الحوادث في هلاك الزرع في إستثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في إستثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك. وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو الوسائل التقنية، أو الموارد البشرية الوهلة والمدربة، أو عدم توفر الأهلية الإدارية (أي الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها وإستقرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك أو من خلال ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المستثمرين وسعة المنشأة لديهم وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثاراً على القيمة السوقية للصكوك.<sup>2</sup>

ثالثاً: مخاطر مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية.

تتعرض الصكوك الإسلامية إلى مخاطر مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية والتي سنتطرق إليها كما يلي:

أولاً: مخاطر الصكوك القائمة على صيغة المشاركة.

تتمثل مخاطر الصكوك الإسلامية القائمة على صيغة المشاركة في:

1- مخاطر الإستثمار بالمضاربة: يمكن حصر أبرز مخاطر صيغة المضاربة والتي تواجه العملية الإستثمارية في المخاطر الأخلاقية والتي من مظاهرها خيانة المضارب، وعدم إتزامه بشروط العقد أو أن يقوم بالإحتيال والتزوير في الحسابات المالية الخاصة بالمشروع الإستثماري، ونرى أن صيغة الإستثمار بالمضاربة تعتبر من العلاقات التي قد تثار أو تظهر فيها مشكلة الوكالة (تعارض المصالح وعدم تماثل

<sup>1</sup> محمد أمين بربري، عبد المجيد موزارين، وآخرون، مخاطر الإعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الإقتصادية وآليات إدارتها، المجلد رقم (2)، عدد خاص، أبريل 2018، ص: 37 .

<sup>2</sup> أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الإقتصادية مفهومها، أنواعها، آليات التعامل بها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، دورها التنموي، سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2014 ، ص:

المعلومة بين أصحاب المال أي حملة الصكوك والمضارب المصدر)، وأن للمضارب معلومات عن المشروع المطالب تمويله أكثر من حملة الصكوك، بالإضافة إلى مشكلة عدم وجود ضمانات على صيغة المضاربة إلا على حسن الإدارة وعدم التعدي على مال المستثمرين (والذين هم حملة الصكوك)، وليس لحملة الصكوك حق التدخل في إدارة المشروع كشرط لصحة المضاربة، مما يجعل يد المضارب مطلقة في عملية الإدارة، وأيضا عدم وجود معايير دقيقة يمكن بها إثبات تعدي المضارب وتقصيره في حقوق حملة الصكوك.<sup>1</sup>

**2- مخاطر الإستثمار بالمشاركة:** تتعرض هذه الصيغة لجملة من المخاطر أبرزها: المخاطر المتعلقة بسوء الإدارة، وبما أن صكوك المشاركة تصدر على صيغة المشاركة وأن حملتها هم شركاء-مساهمون في الشركة- فإن أي خطر على الشركة يؤدي إلى تناقص القيمة السوقية للصك وقد تفقد قيمتها الإسمية في حال إفلاس المشروع بشكل كامل.

**3- مخاطر الإستثمار بالإجارة:** هناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل مخاطر الإئتمان-التأخر أو المماطلة في سداد الأقساط-، ومخاطر السوق منها مخاطر تغير قيمة النقود مما قد يؤدي إلى تغير أسعار الصرف، وإرتفاع نسبة التغير النقدي مقرونة بطول فترة السداد، بالإضافة إلى مخاطر الأصول-كتلف الأصول المؤجرة- نتيجة لسوء إدارة المشروع، كما يمكن أن تتعرض هذه الصيغة إلى مخاطر مفاجئة (طبيعية) قد لا تسلم منها كل الإستثمارات. وكل أنواع هذه المخاطر التي سبقت، تتعرض لها صكوك الإجارة، وتعتبر هذه الأصول أساس وجود صكوك الإجارة. وبالتالي فإن أي خطر من هذه المخاطر يتعدى إلى الصكوك مباشرة، وتؤثر عليها من خلال إنخفاض القيمة السوقية للصكوك، أو تآكل لقيمتها الإسمية.<sup>2</sup>

**4- مخاطر الإستثمار بصيغ التمويل الزراعية:** إن من أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الزراعية هي المخاطر الطبيعية نظرا لطبيعة الصيغ المتصلة إتصالا وثيقا بالطبيعة (البيئة) كالكوارث والحوادث الطبيعية (الفيضانات، الحرائق، وغيرها)، مما قد يفقد هذه الصكوك قيمتها الإسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي

<sup>1</sup> محمد عبد العزيز بشير محمد، الصكوك الحكومية وأثرها في الأداء المالي للقطاع المصرفي السوداني 2010-2015م، أطروحة دكتوراه في الفلسفة في العلوم المصرفية، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2018م، ص ص: 69، 70.

<sup>2</sup> أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق (2)، مجلة المسلم المعاصر، العدد 153، 2014م، متاح على الموقع: [almuslimalmuaser.org](http://almuslimalmuaser.org)، تم الإطلاع يوم 2020/01/03، على الساعة: 20:50.

إلى هلاك موجودات المشروع الزراعي بكاملها، وبالتالي إنهيار المشروع وفشله، كما تتعرض المشاريع الممولة بهذه الصيغة كذلك إلى مخاطر السوق (مخاطر الأسعار) كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية، مما يؤدي إلى إنخفاض عائدات الصكوك التي تمثلها.<sup>1</sup>

**ثانياً: مخاطر الصكوك القائمة على صيغة الدين.**

تتمثل مخاطر الصكوك القائمة على صيغة الدين في:

**1- مخاطر الإستثمار بالسلم:** مخاطر صكوك السلم كعدم تسليم المسلم فيه في أجله أو عدم تسليمه تماماً أو تسليمه بشكل مختلف عما إتفق عليه في العقد، ومن المخاطر أيضاً عدم الإلتزام بأحكام الشريعة التي تحرم تداول صكوك السلم لأنها من باب بيع الدين، وكذا تقلبات سعر الشراء.<sup>2</sup>

**2- مخاطر الإستثمار بالإستصناع:** هناك بعض المخاطر الخاصة بها مثل التخزين والنقل ويطلق عليها المخاطر الزمنية، أو عدم سداد الأقساط نتيجة عدم زيادة السعر أو إختلاف المواصفات بسبب إحتمال عدم توفر بعض مواد المستصنع.

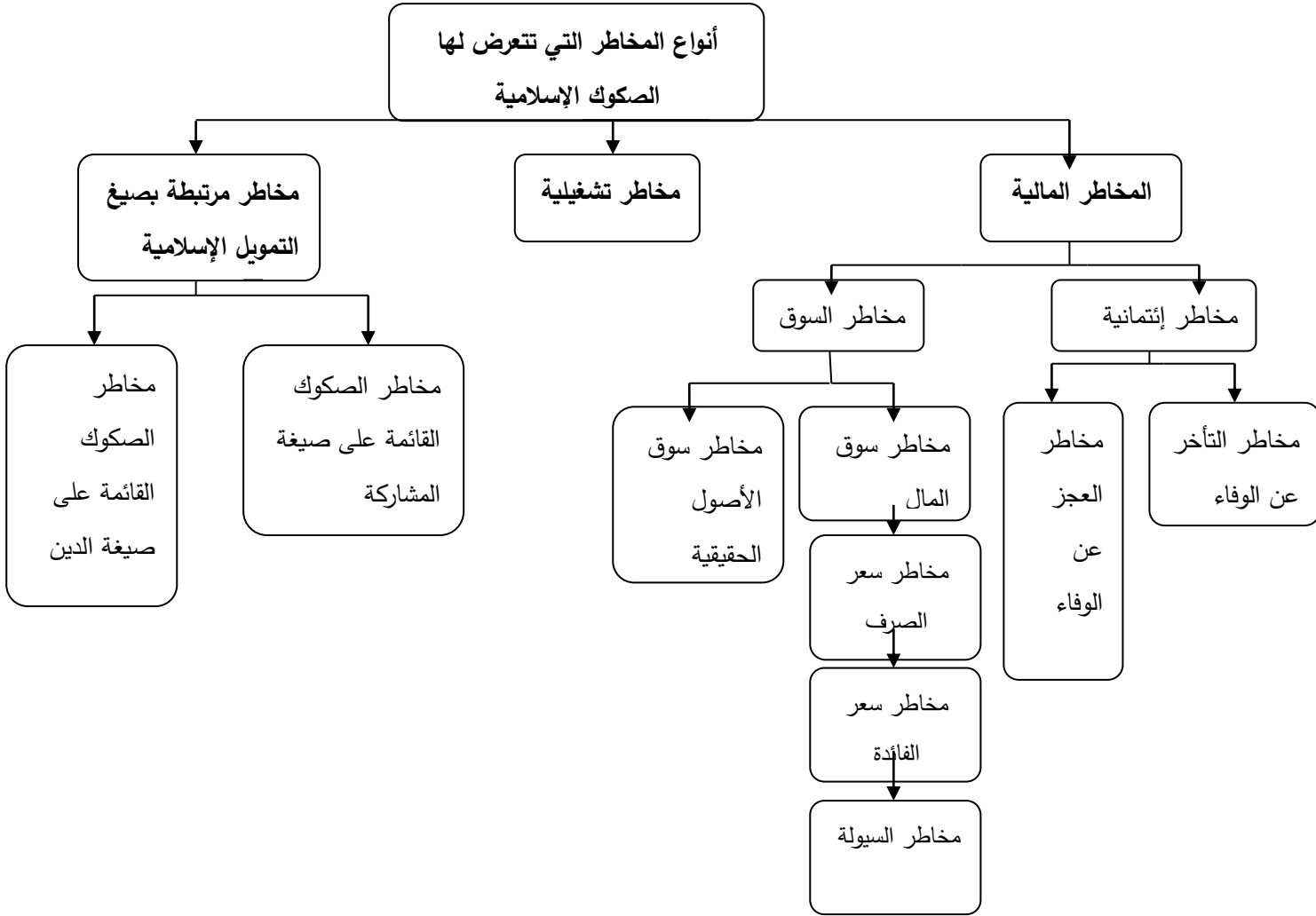
**3- مخاطر الإستثمار بالمرابحة:** ومن المخاطر الخاصة بها، عدم وفاء العميل بإلتزامه بدفع الأقساط المحددة في مواعيدها (مخاطر الإئتمان) فإذا تأخر الزبون أو ماطل في سداد تلك الأقساط، فلا تستطيع المؤسسة المالية الإسلامية أن تزيد عليه أو تفرض غرامات التأخير، ومن بين المخاطر أيضاً عدم الإلتزام بالوعد في حالة صكوك المرابحة للأمر بالشراء، وهي تعتبر من المخاطر عند الأخذ برأي عدم إلزام العميل بتنفيذ وعده بشراء السلعة بعد توفيرها ولو كانت وفق المعايير الخاصة بالأمر بالشراء (في حالة أن الأمر بالشراء ليس المصدر بل جهة أخرى يتولى المصدر تمويلها) فإن حجامه أو نكوسه من الشراء يعني إضطرار المؤسسة إلى بيعها أقل من سعر شرائها، كما يمكن أن تفقد صكوك المرابحة قيمتها الإسمية في حالة وجود ظروف قاهرة إلى إهلاك صيغة المرابحة بكاملها وعليه إنهيار المشروع وفشله.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد العزيز بشير محمد، المرجع نفسه، ص: 72.

<sup>2</sup> سمير غويني، كمال رزيق، مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها، ص: 67، متاح على الموقع: <http://www.asjp.cerist.dz>، تم الإطلاع يوم: 2020/01/03، على الساعة: 21:10.

<sup>3</sup> محمد عبد العزيز بشير، مرجع سبق ذكره، ص: 71.

الشكل رقم (01): يوضح أنواع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على المعلومات السابقة.

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أن مخاطر الصكوك الإسلامية تنقسم إلى أربعة أنواع منها المخاطر التقليدية والمتمثلة في المخاطر الائتمانية، مخاطر السوق، مخاطر التشغيل، حيث نجد أن المخاطر الائتمانية تنقسم إلى مخاطر التأخر عن الوفاء ومخاطر العجز عن الوفاء، أما مخاطر السوق تنقسم إلى مخاطر سوق المال ومخاطر سوق الأصول الحقيقية. كما أن الصكوك الإسلامية قد تتعرض إلى مخاطر خاصة بها وهي مخاطر المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية ومخاطر الرقابة الشرعية، حيث نجد أن مخاطر صيغ التمويل الإسلامية تنقسم إلى المخاطر القائمة على صيغة المشاركة كمخاطر صكوك المضاربة، ومخاطر قائمة على صيغة الدين كمخاطر صكوك السلم.

### المطلب الثاني: منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

لتنفيذ عملية إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية بالشكل الصحيح والفعال لا بد من تحديد الخطوات العلمية والعملية اللازمة لها؛ وتتمثل تلك الخطوات فيما يلي:<sup>1</sup>

**1- تحديد المخاطر:** من أجل القيام بعملية إدارة المخاطر لا بد من تحديدها أولاً من خلال تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية، سواء كانت كانت مخاطر عامة أو خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر، سواء كانت مخاطر إئتمان أو مخاطر سوق، أو مخاطر تشغيل، والوقوف على أسباب تلك المخاطر، كما يجب أن تتصف بالإستمرارية، وأن يتم فهم كافة المخاطر على مستوى كل نشاط.

**2- تقييم وقياس المخاطر:** خلال هذه المرحلة يتم تقدير احتمال وقوع المخاطر وكذا الخسائر الممكن حدوثها، فيتم وضع أهم المعلومات الخاصة بكل نوع من المخاطر سواء تعلق الأمر بحجم الخسائر التي يمكن أن يوقعها الخطر (كبيرة-متوسطة-ضعيفة)، مدة الخطر، وكذا احتمال وقوع الخطر، وبالتالي يمكن أخذ فكرة عن كل نوع من الصكوك ونوع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها مما يسمح بإتخاذ الإجراءات اللازمة للتعامل مع كل نوع من المخاطر.

**3-دراسة وإختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر:** وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، وإختيار القرار اللازم بإختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر أو توزيعها أو قبولها والتعامل معها، خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب في التعامل مع المخاطر فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية؛<sup>2</sup>

**4-تنفيذ القرار:** وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع الصكوك؛<sup>3</sup>

**5-مراقبة ومراجعة المخاطر:** بما أن عملية إدارة المخاطر هي عملية مستمرة، ولضمان هذا يتم القيام بمراقبة ومراجعة نتائجها، ونظراً لسرعة تغير بيئة الأعمال وبالتالي إختفاء مخاطر معينة وظهور أخرى بتغير هذه

---

<sup>1</sup> يوسف تيري، الصكوك الإسلامية، مخاطرها وآليات معالجتها، مجلة الإقتصاد الجديد، العدد 13، المجلد 02، 2015م، ص:326.

<sup>2</sup> لحو بوخاري، وليد عايب، مرجع سبق ذكره، ص:631.

<sup>3</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، مرجع سبق ذكره، ص:33.

التقنيات الضرورية لإدارة هذه المخاطر فضلا عن إمكانية إكتشاف أخطاء في إدارة المخاطر الموجودة قبل ذلك، وبالتالي يصبح لدى المديرين القدرة على تصحيح هذه الأخطاء قبل أن تؤدي إلى كوارث لا تستطيع المنظمة إدارتها.

من خلال ما سبق نستنتج أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر، ونظرا للمخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية ظهرت الحاجة إلى وجود منهج لإدارة هذه المخاطر وذلك من خلال مجموعة من الأساليب والإجراءات للتحكم في تلك المخاطر أو تخفيفها والمتمثلة في تقييم المخاطر، تحديد وقياس المخاطر، دراسة وإختيار البدائل المناسبة، تنفيذ القرار، مراقبة ومراجعة المخاطر.

### المطلب الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

إن الإسلام لا يمانع من إتخاذ تدابير وقائية أو إستخدام وسائل مشروعة للتخفيف من آثار المخاطر وتوزيعها بعدالة بين أطراف العلاقة، وفي هذا الإطار يمكن ذكر بعض الطرق التي تحد من مخاطره، والتي يستطيعون حاملوه أن يطلبونها بالإتفاق مع مصدري الصكوك وأهمها:

**1-دراسة الجدوى الإقتصادية:** وتعرف على أنها الدراسات التي تسبق المشروع الإستثماري من جميع جوانبه لتقييم العائدات المتوقعة، والتوخي أو التقليل من المخاطر الإقتصادية والمخاطر الشرعية حيث إن تقييم جدوى المشروع من منظور إسلامي يحكمه ما يمكن تسميته "الربحية الإسلامية" من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال، فضلا عن الكفاءة الإقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الإستثمار وفقا للضروريات والحاجيات وديمومة متابعة العملاء، وكل هذا من شأنه أن يسهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة.<sup>1</sup>

**2- كفاءة الإدارة والرقابة عليها:** تعد كفاءة إدارة الصكوك الإسلامية سر ربحيتها ونموها، وبقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان فضلا عن مراعاة الإعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الإجتماعية، وقد حث الإسلام على أن يجمع المدير بين الجوانب الأخلاقية والفنية كما حث على حسن إختيار الشركاء والمضاربين والعاملين من ذوي الكفاءة والمهارة والمشهود لهم بالأخلاق الطيبة، كما أن

<sup>1</sup> نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، رسالة ماجستير، مرسى سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، 2013، ص: 71.

من عوامل نجاح تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية عامة تمثلهم.<sup>1</sup>

**3- الضمانات:** إن الضمان من أدوات الهندسة المالية الإسلامية حيث يعتبر أداة فاعلة في علاج مخاطر الصكوك الإستثمارية الإسلامية، فالصكوك التي تصدرها المؤسسات الحكومية والخاصة إن لم تكن مضمونة بطبيعة الحال لا يكتب فيها الجمهور، مما يجعل تغطية الصكوك بالضمانات أمرا في غاية الأهمية لضمان نجاح عملية الإكتتاب وتخصيص حصيلته. والجدير بالذكر أن كون الصكوك مضمونة لا يعني ضرورة وقوع المخاطر، لأن عمليات الإصدار سبقتها دراسات جدوى دقيقة، وإنما هي في الغالب وسيلة إحترازية.<sup>2</sup> ومن بين أنواع الضمانات نجد:

**3-1 الكفالة:** وتعني إلتزام طرف بتحمل العبئ عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص ذي الملاءة وذو الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حسيلة الصكوك الإسلامية.<sup>3</sup> ويمكن الإفادة من الضمان بمعنى الكفالة في توثيق المعاملات الآجلة، فتشترط المؤسسة على العميل تقديم كفيل أو أكثر، لضمان مديونيتها عليه. فإذا رفض العميل شرط توفير كفيل في العقد المبرم بينهما، فإنه يحق للمؤسسة مقاضاته لإلزامه بذلك، أو فسخ العقد.<sup>4</sup>

**3-2 ضمان طرف ثالث:** والمراد به الضمان من طرف ثالث، والمقصود به وجود طرف غير طرفي العقد (يختلف عن جهة الإصدار -الإدارة- وعن المشاركين -حملة الصكوك-)، وهذا الضمان هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم ضمان يعادل قيمة الأصول الإسمية في حالة تعرضها للهلاك مهما كان سببه، أي حتى لو كان ناشئا عن التعدي أو التقصير من المدير، إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض.<sup>5</sup>

**3-3 الرهن:** وهو حبس الشيء بحق يمكن إستقائه منه، أو جعل شيء مالي محبوسا وثيقة بحق مثل تقديم المدين حليا أو ساعة أو عقارا رهنا للدائن المرتهن وهو مشروع في الإسلام، تسمح هذه الآلية بتخفيض مخاطر

<sup>1</sup> أحمد شعبان محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص: 174.

<sup>2</sup> إسحاق الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، تخصص: الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2005م، ص: 122.

<sup>3</sup> نجلاء بنت محمد البقمي، مرجع سبق ذكره، ص: 72.

<sup>4</sup> إسحاق الأمين حامد، المرجع نفسه، ص: 123.

<sup>5</sup> محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 145.

الصكوك الإئتمانية خاصة، فيمكن للدائن أن يشرط على المدين تفويضه بيع الرهن عند حلول أجل الدين للإستقاء من ثمنه.<sup>1</sup>

ويشترط في الشيء المرهون عدة شروط من أهمها: أن يكون مالا متقوما منتفعا به وأن يكون قابلا للبيع عند حلول الأجل، وتعذر الوفاء من المدين، وأن يكون عينا، وذلك على خلاف الفقهاء في رهن الدين والمنفعة، فالحنفية والشافعية لا يجيزون رهن الدين، بدليل قوله تعالى: "فرهان مقبوضة" ولأن قبض الدين لا يصح ما دام دينا سواء كان عليه أو على غيره، لأن الدين حق لا يصح فيه قبض وإنما يتأتى القبض في الأعيان، ولأنه غير مقدور على تسليمه.<sup>2</sup>

**4-التأمين التعاوني:** في ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني، فإن هذا التأمين يعد آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الإئتمانية، ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الإستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.<sup>3</sup>

والتأمين التعاوني بشكل عام يقوم على فكرة مؤداها أن توزع المخاطر على مجموعة من الأفراد بدلا من ترك من لحقته المخاطر يتحمل تبعاتها وحده.<sup>4</sup>ويمكن للجهات المصدرة للصكوك المشاركة في صندوق للتأمين التعاوني عن طريق قيامها بسداد نسبة معينة من الدين المؤمن عليه في حساب خاص لهذا الغرض على سبيل التبرع مقابل حصولها على تعويض عند تعرضها لأحد المخاطر، وهذه الآلية في الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية تستفيد منها الجهة المصدرة لها سواء كانت جهة حكومية أم شركات أم مؤسسات خاصة، حيث يمكن من خلال هذه الآلية التأمين على الأصول الإستثمارية من كافة المخاطر التي تلحق بها.<sup>5</sup>

**5-تكوين صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الإستثمار:** وذلك بإقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك، أي بعد إنقطاع المقابل المخصص للإدارة (سواء حصة من الربح، أو عمولة وكالة كي لا تسهم الإدارة في الضمان)،

<sup>1</sup> لحو بوخاري، وليد عايب، مرجع سبق ذكره، ص: 632.

<sup>2</sup> أسماء طهراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

<sup>3</sup> أحمد شعبان محمد علي، مرجع سابق، ص: 173.

<sup>4</sup> إسحاق الأمين حامد، مرجع سبق ذكره، ص: 129.

<sup>5</sup> حماد مصطفى عزب حماد مصطفى عزب، التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الإقتصادية والإجتماعية: دراسة في القانونين الكويتي والمصري، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، العدد 4، الجزء الأول، ماي 2019م، ص: 277.

ومن خلال هذا الإحتياطي يمكن سد الخسارة التي قد تقع على الصكوك وإذا تعاضم هذا الإحتياطي قد يغطي الخسارة الشاملة إن حصلت.<sup>1</sup>

**6- تحديد شروط في نشرة الإصدار:** إن إختيار صيغة التعاقد لعملية ما يؤثر تأثيرا فعلا على إدارة المخاطر التي قد تنجم عنها، لذلك من الممكن تضمين العقود على بعض البنود المشروعة التي تخفف من المخاطر المحتملة، ومثال ذلك: تسديد الثمن على دفعات في عقد الإستصناع جائزا ويخفف المخاطر. وما يجب التأكيد عليه هنا، أنه يجب التحقق من موافقتها هذه الشروط لأحكام الشريعة وذلك من طرف هيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية.<sup>2</sup>

**7- تنوع محفظة الصكوك:** لا تضع كل البيض في سلة واحدة، القصد من هذه المقولة هو التنوع والتنوع الكفؤ الذي يعمل على خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد الصك ومن أهم أساليب التنوع نذكر:<sup>3</sup>

**7-1- تنوع جهة الإصدار:** ويقصد بتنوع جهة الإصدار عدم توجيه كل المدخرات أو المخصصات لإستثمارها في صكوك مؤسسة واحدة، بل ينبغي إستثمارها في عدد متنوع من الإصدارات.

**7-2- تنوع تواريخ الإستحقاق:** بإعتبار أن الصكوك تصدر لفترة معينة ينتهي العمل بها بإنتهاء المشروع الممثل لها فيستحسن تنوع الإستثمار في الصكوك الممثلة لمشاريع مختلفة المدة وأن لا تكون ذات فترة واحدة.

**8- التحوط:** مصطلح التحوط (hedging) يستخدم للدلالة على تحديد المخاطر وتقليصها. وهناك من يفرق بين التحوط وبين التأمين، بأن التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الإحتفاظ بإمكانية الربح.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، بحث مقدم إلى ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، 24-26 ماي 2010، ص: 05.

<sup>2</sup> زيمة عمري، صالح مفتاح، نحو هندسة مالية إسلامية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 48، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر-، 2017م، ص: 154.

<sup>3</sup> يوسف تيري، مرجع سبق ذكره، ص ص: 328، 327.

<sup>4</sup> سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، دار النشر: فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية، جدة، الطبعة الأولى، 2007م، ص: 66.

وتقوم آلية التحوط على حماية إستثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية ويمكن إعتقاد تلك الآلية ضد المخاطر شريطة ألا يؤخر البديلين الثمن والمثمن. ويمكن التحوط من خلال:<sup>1</sup>

**8-1 الشراء بئمن مؤجل:** وذلك بتعجيل المبيع وتأجيل الثمن، وهو البيع بالأجل، وهو مشروع ويحقق غرض المشتري بالحصول على السلعة والتزامه بئمنها في ذمته، مستفيدا من ذلك التأجيل، مع حق البائع بزيادة الثمن عن البيع الحال، نظير ما فاتته من التقليل المؤدي لزيادة أرباحه بقبض الثمن الحال ووضعه في سلع أخرى وهكذا.

**8-2 بيع السلم:** وذلك بتأجيل المبيع وتعجيل الثمن، وهو السلم، وهو مشروع أيضا وهو يحقق تملك البائع للثمن وإنتقاعه به وحصول المشتري لاحقا على السلعة بئمن أرخص من السوق.

وبالتالي يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي، ولكن فقط لمن يستطيع أن يقوم بسد حاجة البائع للتمويل، ويعتبر عقد السلم من بين العقود المسماة أنسبها لتحقيق وظيفة التحوط حيث يستطيع البائع أو المزارع حماية قيمة محصوله من التقلبات غير المرغوبة وذلك ببيعه مسبقا بسعر وكمية وموعد تسليم متفق عليه. ولكن الغرض والحكمة من السلم ليست التحوط بل التمويل للبائع أو المزارع.

**8-3 بيع الإستصناع:** وهنا يقوم طرف بالتعاقد مع طرف آخر بتصنيع سلعة معينة حسب مواصفات متفق عليها بئمن متفق عليه، لا يشترط للطرف الأول دفع الثمن أو جزء منه عند التعاقد، وبالتالي يتم العقد بغياب السلعة وغياب ثمنها، وبذلك يستطيع الطرف الأول تثبيت ثمن السلعة وبالتالي حمايتها من الإرتفاع، وكذلك الصانع يحمي نفسه من أي إنخفاض في السعر، ولكن هذا العقد يقتصر إستخدامه على السلع الغير مثلية والتي تحتاج إلى تصنيع إذ يشترط على الصانع أن يساهم بجهده وبالمواد الخام لصناعة السلعة المتفق عليها.<sup>2</sup>

ويمكن التحوط من التذبذب في أسعار الصرف من خلال التحوط بالمرابحة، فالمرابحة المصرفية معروفة في التمويل الإسلامي، وتم إقتراحها أيضا لغرض التحوط وإدارة المخاطر من تذبذب أسعار العملات، وذلك بأن

<sup>1</sup> عبد الستار أبو غدة، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون-السلم- تداول الديون)، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن من الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 ماي، 2009م، ص: 04.

<sup>2</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الإقتصاد الإسلامي، مجلد 11، كلية الإقتصاد والإدارة، قسم الإقتصاد، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة، المملكة العربية السعودية، 1999، ص ص: 68، 70.

يقوم البنك بشراء السلعة التي يريدها العميل بالعملة التي تباع بها ثم يقوم ببيعها على العميل بالعملة التي تتفق مع إيراداته.<sup>1</sup>

### 9- بيع العربون (قصير الأجل):

يعتبر البيع مع العربون أو بيع العربون من التقنيات الممكنة للتحوط ضد مخاطر الأسعار من وجهة نظر المشتري، وضد مخاطر الائتمان (النكول) من وجهة نظر البائع. فالبيع مع العربون لا يخلو عن خيار للمشتري يعطيه حق الفسخ. ولكنه يخسر المبلغ المعجل (غالبا) بإسم العربون، للتعويض عن البائع الذي حبس سلعته من السعي لبيعها لآخرين غير المشتري مع حق العربون. ومن شرط العربون تحديد المدة وإحتفاظ البائع بمحل العقد الذي فيه العربون فليس له التصرف فيه كما أن حق العربون ليس قابلا للتداول.<sup>2</sup>

من خلال ما سبق نستنتج أن الصكوك الإسلامية تواجه العديد من المخاطر من بينها مخاطر السوق ومخاطر التشغيل ومخاطر الائتمان، وهي مخاطر تقليدية تتعرض لها جميع الأوراق المالية، غير أن الصكوك الإسلامية تواجه مخاطر خاصة بها مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية ومخاطر المخالفات الشرعية، وعلى أساس وجود مخاطر تواجه الصكوك الإسلامية، فإنه يجب إدارة هذه المخاطر والحد منها وذلك من خلال طرق وأساليب تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من بينها: دراسة الجدوى الإقتصادية، كفاءة الإدارة والرقابة عليها، الضمانات، التنوع، الإحتياطات، تحديد شروط في نشرة الإصدار، بيع العربون، وهي من أهم أدوات الهندسة المالية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

<sup>1</sup> عبد الله بن محمد العمراني، البدائل الشرعية لأدوات التحوط التقليدية، ندوة البركة التاسعة والثلاثون، الإقتصاد الإسلامي، جدة، 8-9 رمضان 1440هـ الموافق ل 13-14 ماي 2019، ص ص: 83، 82.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة الخطر -مدخل مالي-، دار النشر: إي كتب، لندن، الطبعة الأولى، 2018، ص ص: 396، 397.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة والقيمة المضافة.

نال موضوع إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية إهتماما كبيرا عند الباحثين الإقتصاديين المهتمين بالإقتصاد الإسلامي، ونظرا لأهمية هذا الموضوع سوف نستعرض في موضوعنا مجموعة من الدراسات التي لها صلة بالموضوع بالإضافة إلى القيمة المضافة.

**المطلب الأول: الدراسات المحلية.**

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى دراسات محلية تخص كلا من:

1-دراسة حكيم براضية بعنوان: **التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي -الشلف-، الجزائر، 2011م.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: **ماهي الحلول التي تتيحها آلية التصكيك الإسلامي للتغلب على**

**مشكلة إدارة السيولة ومخاطرها في البنوك الإسلامية؟**

ولقد هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الخلفيات الأساسية لعمليات التصكيك، مع إبراز دور التصكيك في توفير البنية التحتية للبنوك الإسلامية من أجل إدارة سيولتها بالإضافة إلى عرض تجربتي ماليزيا والسودان في مجال إستخدام منتجات التصكيك لإدارة السيولة.

وقد توصل الباحث إلى أن الصكوك الإسلامية تعتبر من بين منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي تم

إبتكارها لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وكبديل لأدوات الإستثمار التقليدي، كما توصل الباحث إلى أن

تجربة السودان بينت أن لمنتجات التصكيك الإسلامي دور كبير في التحكم في السيولة المصرفية، أما التجربة الماليزية تعتبر تجربة عريقة ومتطورة في مجال الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام ورائد في مجال منتجات التصكيك الإسلامي.

2-دراسة مسعود بن جواد بعنوان: **إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية(2008)**، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-3-، 2013م.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: **ما هي الخاصية المميزة لإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**

**التي من شأنها أن تقلل من آثار الأزمة المالية العالمية؟**

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى عرض شامل لمفاهيم المخاطر وأدوات إدارة المخاطر كما

تتصورها الصناعة المالية التقليدية والإسلامية بالإضافة إلى مناقشة المخاطر التي تختص بها الخدمات المالية

الإسلامية من غيرها ورؤية المصارف الإسلامية لهذه المخاطر، حيث تم مناقشة وتحليل التحديات التي أفرزتها الأزمة المالية ذات الصلة بإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية.

وخلص الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن المصارف الإسلامية كانت أقل تأثراً بتداعيات الأزمة المالية العالمية وهذا نتيجة طبيعة العمل المصرفي الإسلامي الذي يقوم على عدم التعامل بالعقود القائمة على أسعار الفائدة، كما توصل الباحث إلى أن العمل المصرفي الإسلامي يتضمن مخاطر أعلى من المصارف التقليدية، وذلك عائد إلى آلية عمل المصارف الإسلامية والمتمثلة بمشاركة العملاء، كما أنها تقتصر إلى معالجة مخاطر الديون ضمن نطاق شرعي.

3-دراسة أسماء طهراوي بعنوان: إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية-دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية ومؤسسة، فرع: بنوك، جامعة أبو بكر بلقايد-الجزائر-، 2014م.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: ما مدى كفاءة إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية؟

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على المخاطر التي تواجه المصارف الإسلامية والتعرف على أدوات إدارة المخاطر كما يجري بها العمل المصرفي الإسلامي، بالإضافة إلى التعرف على الوسائل والأساليب المشروعة التي يمكن إستخدامها للتعامل مع المخاطر في المصارف الإسلامية.

وتوصلت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى أن المصارف الإسلامية ذات كفاءة في إدارتها للمخاطر وقد تمثلت هذه الكفاءة بحرصها على إبقاء أداؤها المالي على أحسن ما يرام، ذلك من خلال تنفيذ أوامر السلطات الرقابية وإهتمامها لما جاءت به المعايير الدولية للمراقبة، كما توصلت الباحثة أن وجود مخاطر تنفرد بها المصارف الإسلامية يتطلب وجود أساليب ملائمة لإدارة مخاطرها، أي أنها تستطيع المصارف الإسلامية أن تستخدم بعض الأدوات لإدارة مخاطرها والتي تثبت مشروعيتها لمواجهة مخاطرها من خلال إشراكها في قائمة صندوق للتأمين التبادلي لمواجهة المخاطر والتي يمكن أن تتعرض لها.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى الدراسات الأجنبية التالية:

1-دراسة **Noor Mohd Nurasiyikin و Shahidashahimi** بعنوان: إدارة مخاطر الائتمان للصكوك دراسة حالة للصكوك القائمة على الدين، كلية الاقتصاد، جامعة Kebangsaan، ماليزيا، 2013. حيث تمثلت إشكالية الدراسة في طرح سؤال حول: كيفية إدارة مخاطر الائتمان للصكوك ! هل هي نفس إدارة مخاطر الائتمان المطبقة على السندات التقليدية؟

إن هدف الباحثان من خلال هذه الورقة هو العثور على الجواب المناسب من خلال التركيز على الصكوك القائمة على الدين مثل صكوك الإجارة ودراسة كيفية إدارة مخاطر الائتمان في إطار الصكوك من أجل تعزيز هيكل الصكوك. وتكمن أهمية هذه الورقة في المساعدة في إعطاء فكرة عن كيفية تحسين إدارة مخاطر الائتمان في الصكوك.

وقد توصل الباحثان إلى أن الصكوك هي الجزء الأكثر نمواً في السوق الإسلامي، إلا أنها تجلب معها بعض المخاطر الرئيسية مثل مخاطر التخلف عن السداد والمخاطر التنظيمية ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة. ولا سيما أن الشيء الأكثر أهمية هو أن التخلف عن السداد يحدث ليس بسبب هيكل الصكوك ولكن الطريقة التي تتعامل بها إدارة المؤسسة مع إطار إدارة مخاطر الائتمان، حيث يلعب فريق إدارة الائتمان دوراً مهماً في المهارة والخبرة والمعرفة وهذا ما زلنا نفتقر إليه حالياً، كما أن أفضل إستراتيجية للمساعدة في تحسين الوضع هي عن طريق تعزيز المؤشرات الحالية خاصة فيما يتعلق بإدارة مخاطر الائتمان، والنظر في كيفية أداء الصكوك الآن وإلى أين تتجه.

2- دراسة **azaw mohamed ، zakaria belkish nor**، وآخرون بعنوان: تكوين تصنيف الصكوك ومخاطر التخلف عن السداد، المؤتمر الدولي حول الاعمال متعددة التخصصات والعلوم الاجتماعية، معهد البحوث، كلية إدارة الأعمال، جامعة teknologiemara، ماليزيا، 2013م. الهدف من هذه الورقة هو توفير فهم حول الفكرة الأصلية للصكوك وتصنيفها وتأثيرها على مخاطر التخلف عن السداد.

وتوصل الباحثون إلى أن الصكوك مصدر حيوي وقابل للتطبيق الإسلامي من أجل التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما توصل الباحثون إلى أن نمو وقبول الصكوك مستقر على مر السنين وفي جميع أنحاء العالم، ومع ذلك فإن العدد المتزايد مع الصكوك المتعثرة يجب أن يكون أحد المخاوف، لأنه مرتبط ارتباطاً

وثيقا بمخاطر الإئتمان. ولا يزال إصدار الصكوك بحاجة إلى الخضوع لعملية تصنيف مماثلة للسندات من خلال تقييم التصنيف الائتماني، ويمكن اعتبار الصكوك أدوات إئتمانية موثوقة مثل الديون التقليدية الأخرى على الرغم من إصدار الصكوك مع ضمان الأصول إلا أن الصكوك لاتزال تواجه احتمال التخلف عن السداد وبالتالي فإن الجدارة الائتمانية للمصدرين ضرورية.

3-دراسة: **taoual safiyah** بعنوان:الصكوك:إمكانية تحقيق الإستقرار والتنمية في دول مجلس التعاون الخليجي، جامعة kingstom، لندن، 8 أفريل، 2016م.

إن هدف هذه الباحثة من خلال هذه الورقة هو تحليل نمو الصكوك القائمة على الأصول في دول مجلس التعاون الخليجي.

وتوصلت الباحثة إلى أن هناك زيادة التركيز الإقليمي على الصكوك من قبل المؤسسات المالية والغير المالية في دول مجلس التعاون الخليجي واضحة، كما توصلت الباحثة أنه يتم إستخدام الأدوات الإسلامية لأغراض السيولة على المدى القصير بهدف تعزيز القطاع المصرفي الإسلامي. وبذلك فإن الإعتماد الكبير على الإستخدام قصير الأجل يشير بعض المخاوف خصوصا أن الإصدارات قصيرة المدى يمكن إعتبارها علامة على الضيق الموسمي الذي يعجل بالإنتهاء، في حين أن التمويل طويل الأجل أمر أساسي لتمويل التنمية لأن ذلك يسمح بتطوير البنية التحتية والإستثمار، وبالتالي إمكانيات النمو متاحة لإصدارات الصكوك طويلة الأجل حيث يمكن القول أنها تعزز الإستثمار بدرجة كبيرة.

### المطلب الثالث: القيمة المضافة.

تختلف دراستنا عن الدراسات السابقة في أن الدراسات السابقة ركزت على الحديث عن المخاطر التي تتعرض لها المصارف الإسلامية ووضع أدوات لإدارة هذه المخاطر، كما ركزت الدراسات السابقة على مخاطر الإئتمان للصكوك وكيفية إدارتها، بالإضافة إلى تحليل نمو الصكوك القائمة على الأصول في دول مجلس التعاون الخليجي. وقد تم إبراز دور التصكيك في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية مع عرض تجربتي ماليزيا والسودان في مجال إستخدام منتجات التصكيك الإسلامي.

أما دراستنا فقد ركزت على إبراز أنواع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية، ووضع الآليات المناسبة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لإدارتها. وذلك من خلال الحلول التي جاءت بها الهندسة المالية الإسلامية، وما يميز دراستنا أيضا أنه تم التركيز على المنهج الوصفي في دراستنا لأنواع الصكوك

## الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

---

المتداولة في السودان مع بيان المخاطر التي تواجهها، ووضع إقتراحات ووسائل تمكن من تخفيف تلك المخاطر، بالإضافة أن فترة هذه الدراسة إمتدت من (1998-2018م) وهو ما يعطيها نوع من الحداثة.

### خلاصة الفصل.

تعد الصكوك الإسلامية واحدة من أهم الصناعات المالية الإسلامية التي تصدر وفق قواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية وتعد بديلة للسندات التقليدية القائمة على أسعار الفائدة المحرمة شرعا، فهي وسيلة مفيدة لتمويل المشروعات ووسيلة فعالة في حشد الموارد المالية من الأفراد بطرق تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وبما أن الصكوك الإسلامية تعتبر أداة من أدوات التمويل الإسلامي فهي تواجه مجموعة من المخاطر منها ما هو مرتبط بالمخاطر التقليدية مثل مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومخاطر التشغيل، كما تواجهها مخاطر خاصة بها كمخاطر المخالفات الشرعية ومخاطر صيغ التمويل الإسلامية؛ وتتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية وفقا لهيكل الصكوك فالمخاطر القائمة على صيغة المشاركة تختلف عن المخاطر القائمة على صيغة الدين.

وفي ظل تعدد هذه المخاطر وجب العمل على إدارتها وفق آليات وأساليب تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن بين الحلول التي جاءت بها الهندسة المالية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية نجد: دراسة الجدوى الاقتصادية، التأمين التعاوني، الضمانات، كفاءة الإدارة والرقابة عليها، تكوين صندوق احتياطي، تحديد شروط في نشرة الإصدار، التحوط الإسلامي.

## الفصل الثاني:

دراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان  
للفترة (1998-2018م)

تمهيد.

تعتبر السودان من الدول الرائدة في مجال التمويل الإسلامي بإعتباره أول دولة إسلامية تتخذ النظام الإقتصادي الإسلامي منها في كافة الأنشطة الإقتصادية، وقد قامت الجهات المعنية في السودان بإستخدام الصكوك الإسلامية الحكومية كنوع من الأدوات المالية التي تساعد في تعبئة الموارد وتغطية العجز في الموازنة وتمويل المشاريع خاصة ما يتعلق فيها بالبنية التحتية، كما تم إستخدامها لغرض إدارة السيولة في الإقتصاد الوطني عن طريق ما يعرف بسياسة السوق المفتوحة.

وبالرغم من الدور المهم الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في السودان إلا أنها تواجه بعض المخاطر التي تحد من إنتشارها لذلك لا بد من إقتراح سياسات ووسائل كتدابير يمكن أن تسهم في تخفيف المخاطر المحتملة للإصدارات السودانية.

وعليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى أهم الجوانب والمفاهيم المتعلقة بالصكوك الإسلامية في السودان حيث قسم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: واقع الصكوك الإسلامية في السودان.

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية في السودان وطرق إدارتها.

### المبحث الأول: واقع الصكوك الإسلامية في السودان.

تعتبر السودان أول دولة إسلامية تصدر أوراق مالية إسلامية متوافقة مع مبادئ الشرع الإسلامي، الأمر الذي يتطلب منها إبتكار أدوات تتماشى وفق هذا المنهج. ومن بين هذه الأدوات نجد الصكوك الإسلامية الحكومية التي قامت الجهات المعنية في السودان بإستخدامها في تغطية عجز موازنتها العامة لتمويل المشاريع خاصة ما يتعلق فيها بالبنية التحتية، بالإضافة إلى إستخدامها في إدارة السيولة من قبل بنك السودان المركزي.

### المطلب الأول: ماهية سوق الخرطوم للأوراق المالية.

خطت السودان خطوة مهمة وإيجابية في سبيل تحويل سوقها المالي إلى سوق مالي إسلامي، تتوفر فيه فرص الإستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا.

### الفرع الأول: لمحة تاريخية عن سوق الخرطوم للأوراق المالية.

في هذا العنصر سوف نقوم بتعريف سوق الخرطوم للأوراق المالية، مع إعطاء لمحة تاريخية حول نشأته وأهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها.

### أولاً: نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية.

بدأ التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان في عام 1962م، حيث تم إجراء العديد من الدراسات والاتصالات التي بدأتها وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي. تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب في عام 1982م لكي ينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان، ولكن لم يتم أي شي في هذا المجال<sup>1</sup>.

بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية في بداية التسعينات أيان تطبيق سياسات التحرير الإقتصادي والذي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الإقتصادي (1990-1993م)، حيث تم تأسيس هيئة للأسواق المالية لعام 1992م، وفي نوفمبر من نفس العام أقر مجلس الوزراء تعديلا على قانون سوق الأوراق

<sup>1</sup> محمد عثمان مجذوب أبو ذر، "تقويم سوق الخرطوم للأوراق المالية" من حيث الأداء والفعالية"، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد البحت، كلية الدراسات الاقتصادية والإجتماعية، جامعة الخرطوم، 2004م، ص: 09.

المالية لعام 1982م، ولكن هذا المعدل لم يف بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية إلا أن صدر قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في صورته الحالية للعام 1994م.<sup>1</sup>

بدأ العمل في السوق الأولية "سوق الإصدارات" في العاشر من شهر أكتوبر 1994م، وفي الثاني من يناير 1995م بدأ العمل بنظام السوق الموازية، وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق وفقاً لإستيفائها للشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامية أو الموازية.<sup>2</sup>

### ثانياً: تعريف سوق الخرطوم للأوراق المالية.

يعرف سوق الخرطوم للأوراق المالية على أنه سوق يعني بتنظيم ورقابة الأوراق المالية السودانية المدرجة من الأسهم أو الصكوك الحكومية أو الصناديق الإستثمارية، وتنظيم بيع وشراء الأوراق المالية بما يخدم الإقتصاد السوداني، وتوفير بيئة جاذبة للإستثمار من خلال تجميع المدخرات وتوظيفها للتوظيف الأمثل والمحافظة على حقوق أصحاب الأسهم في الشركات المدرجة.

أكمل سوق الخرطوم للأوراق المالية بنهاية 2018م عامه الرابع والعشرين منذ تأسيسه، وشهدت مسيرته عدة مراحل وتطورات كان من شأنها دفع عجلة تقدم السوق، حيث كان آخرها البداية الفعلية بالتعامل الإلكتروني.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> يعقوب محمد السيد، إبراهيم مشاهد عثمان، سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية ، بنك السودان المركزي قطاع المؤسسات المالية والنظم، الإدارة العامة لتنظيم وتنمية الجهاز المصرفي، 2011، ص: 21.

<sup>2</sup> محمد عثمان مجذوب أبوذر، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

<sup>3</sup> سامية عمر عبدة، عديلة مريم، أهمية تداول الصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية -دراسة قياسية خلال الفترة (2001-2018م)، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر، يومي 17 و18 ديسمبر 2019، ص: 1347.

ثالثاً: أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية.

نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية على أن تكون للسوق الأغراض التالية:<sup>1</sup>

- ✓ تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعا وشراء؛
- ✓ تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية مما يعود بالنفع على المواطن والإقتصاد السوداني؛
- ✓ العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الإقتصاد الوطني وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية؛
- ✓ تطوير وتنمية سوق الإصدارات، وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام من قبل الجمهور؛
- ✓ ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية حماية لصغار المستثمرين؛<sup>2</sup>

الفرع الثاني: أهم المؤسسات المالية المكونة لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

تتمثل أهم المؤسسات المالية المكونة لسوق الخرطوم للأوراق المالية في:

أولاً: بنك السودان المركزي.

تتلخص مهام بنك السودان المركزي حسب المادة (6) من قانونه سنة 2002م (تعديل 2012) في المحافظة على إستقرار سعر الصرف وكفاءة النظام المصرفي وإصدار العملة بأنواعها وتنظيمها ومراقبتها، ووضع السياسة النقدية وتنفيذها، وتنظيم العمل المصرفي ورقابته والإشراف عليه، والعمل على تطويره وتنميته ورفع كفاءته بما

<sup>1</sup> سوق الخرطوم للأوراق، التقرير السنوي 2012م، متاح على الموقع: <http://www.kse.com.sd>، تم الاطلاع يوم: 2020/03/04م على الساعة: 21:30.

<sup>2</sup> هند يوسف سليمان أبو قرون، دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في التنمية الاقتصادية في السودان للفترة 1998-2017م، المؤتمر العلمي العالمي الرابع: دور الاقتصاد الإسلامي في بناء إقتصاديات الدولة، مركز تأصيل العلوم وكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة القرآن الكريم وتأصيل العلوم، الخرطوم-السودان-، يومي الثلاثاء والأربعاء 6-7 نوفمبر، 2018م، ص: 17.

يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المتوازنة، بالإضافة إلى عمله كمصرف للحكومة ومستشار ووكيل لها.<sup>1</sup>

ثانيا: شركة السودان للخدمات المالية المحدودة.

في إطار جهود بنك السودان المركزي ووزارة المالية والإقتصاد الوطني لإبتكار أدوات نقدية جديدة لإدارة السيولة في الإقتصاد لإستخدامها في عمليات السوق المفتوحة كبديل للأدوات المستخدمة في النظام التقليدي، فقد تم الإهتمام إلى أدوات مالية تقوم على أسس شرعية وتتميز بدرجة من المرونة وتقوم على المشاركة بدلا عن المداينة، وبما أن بنك السودان المركزي لا يقوم بالمتاجرة في الأوراق المالية مع الجمهور مباشرة فقد تم إنشاء شركة السودان للخدمات المالية المحدودة لتقوم بهذا الدور، بعد أن تنازلت كل من وزارة المالية وبنك السودان المركزي من أصولها في البنوك المملوكة لهما كليا أو جزئيا لصالح الشركة، وأصبحت مملوكة بنسبة 99% لبنك السودان المركزي و1% لوزارة المالية.<sup>2</sup>

ثالثا: شركة الوساطة المالية.

تعرف شركات الوساطة المالية بأنه شركات تحتوي على العديد من الإختصاصيين والمحترفين في الشؤون المالية وذوي الخبرة والكفاءة في التعامل بالأوراق المالية وطرق تداولها ويشترط فيها وفي موظفيها توفر شروطا معينة قبل البدء بممارسة أعمالها كشركة وساطة مالية. تقوم شركات الوساطة المالية بالعديد من الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية كإدارة المحافظ الإستثمارية والقيام بمهام وكيل الإصدار، وغيرها من الأنشطة التي يحددها القانون.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بنك السودان المركزي، التقرير السنوي السابع والخمسون، 2017، متاح على الموقع: [cbos.gov.sd](http://cbos.gov.sd)، تما لإطلاع يوم: 2020/03/05 على الساعة 06:30، ص: 59.

<sup>2</sup> شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقرير السنوي الأول، 2009، متاح على الموقع: <http://www.shahama-sd.com/ar/reports>، تم الإطلاع يوم: 2020/03/05 على الساعة: 07:15.

<sup>3</sup> يعقوب محمد السيد، إبراهيم مشاهد عثمان، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

ومن خلال ما تقدم يتضح أن أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية تضم كل الجوانب المتعلقة بالتعامل في الأوراق المالية سواء كانت في سوقها الأولية أو سوقها الثانوية، ويتضح أيضا دور السوق الرقابي والإشرافي على إصدار الأوراق المالية حرصا وحماية لأموال المستثمرين.

### المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

في إطار النظام المصرفي، وبعد إجراء العديد من البحوث وبجهود مشترك بين بنك السودان والهيئة العليا للرقابة للمصارف والمؤسسات المالية، تم إبتكار نوع جديد من الشهادات تتوافق مع الأسس الشرعية وتصلح كألية لإدارة السيولة عن طريق سياسة السوق المفتوحة. وفي هذا المطلب سنتطرق إلى فكرة ظهور الصكوك الإسلامية في السودان مع التعرف على أنواعها وتوضيح تطور كل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية السودانية خلال الفترة (1998-2018م).

### الفرع الأول: ظهور الصكوك الإسلامية في السودان.

إنتهجت السودان النظام المصرفي الإسلامي بالكامل منذ ثمانينات القرن الماضي، الذي يقتضي بعدم التعامل بالفائدة لجميع مؤسسات القطاع المصرفي وعليه كان لابد للبنك المركزي السوداني إستخدام أدوات بديلة لإدارة السيولة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية تتمتع بفاعلية وكفاءة عالية. وقد واجه تحديات بالغة التعقيد في إدارته للسياسة النقدية والتمويلية لعدم وجود إرثا عمليا يمكن الإعتماد عليه في تطبيق التجربة الإسلامية في القطاع المالي والمصرفي.<sup>1</sup>

لجأ السودان إلى إستخدام أذونات الخزنة العامة أول مرة عام 1966م لسد عجز الموازنة، وكانت هناك محاولات لإنشاء سوق لتنظيم الأوراق المالية في عقد الستينات من القرن الماضي، إلا أن الفكرة رأت النور فعليا عام 1994م بإجازة قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية وقانون صكوك التمويل لعام 1995م، لتنظيم إصدارات الصكوك المختلفة. وفي بداية التسعينات أدخلت تعديلات هيكلية على تركيبة الإقتصاد السوداني تم بموجبها

<sup>1</sup>سندس حميد موسى، تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة -السودان-نموذجا، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، العدد21، السنة الحادية عشر، 2017م، ص ص: 946، 945 .

إلغاء العمل بنظام سندات الخزينة بإعتبارها آلية غير متطابقة مع موجّهات الإقتصاد الإسلامي مما أدى إلى التفكير في إصدار أوراق مالية حكومية تتفق مع موجّهات الشريعة الإسلامية.<sup>1</sup>

وفي النصف الأول من عقد التسعينات شهد الإقتصاد السوداني تراجعاً كبيراً وارتفاعاً في حجم الإستدانة من القطاع المصرفي، وبلغت معدلات التضخم نسبة 133% في عام 1996م، الأمر الذي أدى إلى ضرورة التفكير في إيجاد آليات ووسائل كفيلة بتحقيق أهداف سياسات البلد الكلية من خلال الإستعمال الأمثل للموارد المتاحة، وإلى إصدار أوراق مالية حكومية تراعي الجانب الشرعي للمعاملات المالية وإمكانية تطبيقها على مستوى الإقتصاد الكلي.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

في هذا العنصر سوف يتم تقديم أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

#### أولاً: شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم".

سوف نتطرق في هذا العنصر إلى مفهوم شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم" وخصائصها مع توضيح آلية العمل بها.

#### 1- مفهوم شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم".

تعرف شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم" بأنها شهادات مشاركة تمكن حاملها من مشاركة بنك السودان المركزي في ملكيته لأسهمه بالبنوك التجارية، وتنشأ الشهادة بعد حصر مساهمات بنك السودان المركزي وتحديد قيمتها ومن تم تجزئتها إلى شهادات مشاركة بقيم متساوية. بدأ العمل بهذه الشهادة في العام 1998م وانتهى العمل بها في العام 2004م.

<sup>1</sup> عثمان حمد محمد خير، تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الحكومية، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية وممارسات دولية، الأردن، 6، 7 شعبان 1421، بدون صفحة.

<sup>2</sup> سندس حميد موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 946.

هدفت "شمم" إلى تحقيق إدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي ومنح البنوك فرصة لإستثمار فوائدها لأجل قصيرة.<sup>1</sup>

## 2- خصائص شهادات البنك المركزي " شمم".

ومن أهم خصائص " شمم" نجد:<sup>2</sup>

- ✓ لها قيمة إسمية محددة تكون مظهرة في الشهادة وقيمة محاسبية يتم إعلانها كل ثلاثة أشهر وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند تبادل الشهادة؛
- ✓ ليس لها فترة سريان محددة وهي قابلة للتداول وسهلة التسييل؛
- ✓ تستخدم هذه الأداة من قبل البنك المركزي في التحكم في إدارة السيولة فإذا رأى أن النشاط الإقتصادي في حاجة إلى سيولة عرض شراء هذه الشهادات منمالكها، وإذا شعر بزيادة في السيولة عرض ما عنده من شهادات للبيع ليمتص السيولة الزائدة؛
- ✓ يعود العائد على شمم في شكل أرباح رأسمالية يتم تحقيقها عند بيع الشهادة ولا تدفع فيها أرباح نقدية؛

## 3-آلية عمل شهادات "شمم".

تبنى العلاقة في شهادات شمم وفقا للآتي:<sup>3</sup>

- ✓ المستثمرون(الصارف)؛
- ✓ الشركة(مدير الصندوق)؛
- ✓ بنك السودان المركزي(المالك لمكون الشراكة والجهة المستفيدة من هذه الشهادات في إدارة السيولة)؛

<sup>1</sup>شركة السودان للخدمات المالية، التقرير السنوي السابع 2015م، متاح على الموقع: [http://www.shahama-](http://www.shahama-sd.com/ar/reports)

[sd.com/ar/reports](http://www.shahama-sd.com/ar/reports)، تم الإطلاع يوم: 2020/03/10 على الساعة 11:15، ص:13.

<sup>2</sup> موسى عبد الله سعيد محمد، الإطار النظري لشهادة مشاركة البنك المركزي (شمم) وشهادة المشاركة الحكومية (شهامه) والتكليف الشرعي لهما، مجلة جامعة البحر الأحمر ، دورية، علمية، محكمة، نصف سنوية، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة البحر الأحمر ، العدد الأول، أكتوبر 2011م، ص ص:86، 87.

<sup>3</sup> شركة السودان للخدمات المالية، التقرير السنوي السابع، 2015م، متاح على الموقع: [http://www.shahama-](http://www.shahama-sd.com/ar/reports)

[sd.com/ar/reports](http://www.shahama-sd.com/ar/reports)، تم الإطلاع يوم: 2020/03/25 على الساعة: 09:40، ص: 14.

## الفصل الثاني: دراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان للفترة (1998-2018م)

- ✓ تبنى العلاقة بين المستثمرين والشركة على قيام الشركة بتمليك المستثمرين المعلومات المرتبطة بالأداء المالي للأصول المكونة لصندوق الشراكة؛
- ✓ تنشئ الشركة الصندوق نيابة عن بنك السودان المركزي ويوضع تحت إدارتها بغرض إصدار الصكوك؛
- ✓ يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية لمكون الشركة.

### 4- تطور شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم".

يبين الجدول الآتي تطور شهادات مشاركة البنك المركزي كما يلي:

الجدول رقم (02): يوضح رصيد شهادات شمم للفترة 1998-2004م.

مليون دينار

العام	الرصيد	الزيادة %
1998	48.51	-
1999	42.02	13.4
2000	57.91	37.8
2001	53.40	7.8
2002	56.38	5.6
2003	6.33	88.8
2004	11.69	84.7

المصدر: عبدالله محمد الحسن وآخرون، تقييم أدوات السياسة النقدية والتمويلية في السودان خلال الفترة 1980-2002م، سلسلة بحثية تصدر عن إدارة البحوث، إصدار رقم(4)، سبتمبر 2004، ص:34.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن رصيد شهادات "شمم" بلغ 48.51 مليون دينار عام 1998 ثم إنخفض إلى 42.02 مليون دينار خلال العام 1999 مما يدل على أن بنك السودان المركزي قد قام بضخ سيولة في الإقتصاد، أما خلال العام 2000 فنلاحظ أن رصيد "شمم" قد ارتفع إلى 57.91 مليون جنيه ويعني ذلك أن بنك السودان المركزي قد قام بسحب سيولة من الإقتصاد، ثم عاد رصيد "شمم" إلى الإنخفاض مرة أخرى خلال العام 2001 بقيمة قدرها 53.40 مليون دينار ثم عاد إلى الإرتفاع عام 2002 بقيمة قدرها 56.38 مليون دينار وذلك بهدف ضخ وسحب السيولة من الإقتصاد. أما خلال السنوات 2003 و2004 نلاحظ تواصل

إنخفاض رصيد "شمم" حيث قدرت قيمته ب 6.33 و 11.69 مليون دينار لسنتي 2003 و 2004 على التوالي مما يدل على أن بنك السودان المركزي قد واصل ضخ السيولة في الإقتصاد. والجدير بالذكر أنه تم تصفية هذه الشهادات خلال العام 2004 لعدم فعاليتها.

ثانياً: شهادات المشاركة الحكومية "شهامة".

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى مفهوم شهادات المشاركة الحكومية "شهامة" والخصائص التي تميزها مع توضيح آلية العمل بها.

### 1- مفهوم شهادات المشاركة الحكومية "شهامة".

تعرف هذه الشهادات بأنها شهادات مشاركة تمكن حاملها من مشاركة بنك السودان المركزي في ملكيته لأسهمه بالبنوك التجارية، وتنشأ بعد حصر مساهمات بنك السودان المركزي وتحديد قيمتها ومن تم تجزئتها إلى شهادات مشاركة بقيم متساوية.<sup>1</sup> وتعتبر شهادات المشاركة الحكومية شهامة صكوك قائمة على أصول حقيقية تم إصدارها في ماي 1999م، وعلى الرغم من أن الهدف الأساسي من وراء إصدار شهامة هو توفير آليات للبنك المركزي في إدارة السيولة إلا أنها أصبحت في فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل الميزانية العامة تستطيع من خلالها الحكومة الحصول على موارد حقيقية من الجمهور لتغطية عجز الميزانية العامة بدلا من الإستدانة من القطاع المصرفي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> شركة السودان للخدمات المالية، التقرير السنوي السابع، 2015م، ص: 04، متاح على الموقع: <http://www.shahama-sd.com/ar/reports>، تم الإطلاع يوم: 2020/04/15 على الساعة: 08:00.

<sup>2</sup> بدر الدين قرشي مصطفى، شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، بنك السودان المركزي التجربة السودانية في إدارة السيولة (تطبيق عمليات السوق المفتوح عبر الصكوك الحكومية)، الخرطوم 2009م، متاح على الموقع: متاح على الموقع: <http://www.shahama-sd.com/ar/report>، تم الإطلاع يوم: 2020/04/15 على الساعة: 11:30.

## 2- خصائص شهادات "شهامة":

من أهم خصائص شهادات الحكومية "شهامة" نجد:<sup>1</sup>

- ✓ تمثل وسيلة لتمويل عجز الموازنة العامة وآلية لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي؛
- ✓ تمثل وسيلة لتجميع المدخرات القومية وتشجع المؤسسات والأفراد على استثمار فوائضهم وتساعد في تطوير سوق النقد؛
- ✓ لها عوائد حقيقية تمثل الأرباح التشغيلية والرأسمالية للمؤسسات المكونة للصندوق؛
- ✓ لها فترة سريان محددة بعام كامل؛
- ✓ تسجل الشهادات بأسماء أصحابها في سجل خاص؛
- ✓ قابلة للتحويل ويتم تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- ✓ تعرض عن طريق مزادات في فترات محددة وتحكم عملية المزاد ضوابط محددة.

## 3- آلية عمل شهامة:

تبنى العلاقة في شهادات شهامة وفقا للآتي:<sup>2</sup>

✓ المستثمرون؛

✓ الشركة؛

✓ الوزارة وهي الجهة المالكة لمكون الشراكة؛

تبنى العلاقة بين المستثمرين والشركة على قيام الشركة بتقديم المشورة المالية وتمليك المشتري المعلومات المرتبطة بالأداء المالي للأصول المكونة للشراكة، تنشئ الشركة الصندوق نيابة عن الوزارة ويوضع تحت إدارتها بغرض إصدار الصكوك مقابل عمولة قدرها 2% يتم تحصيلها من الوزارة.

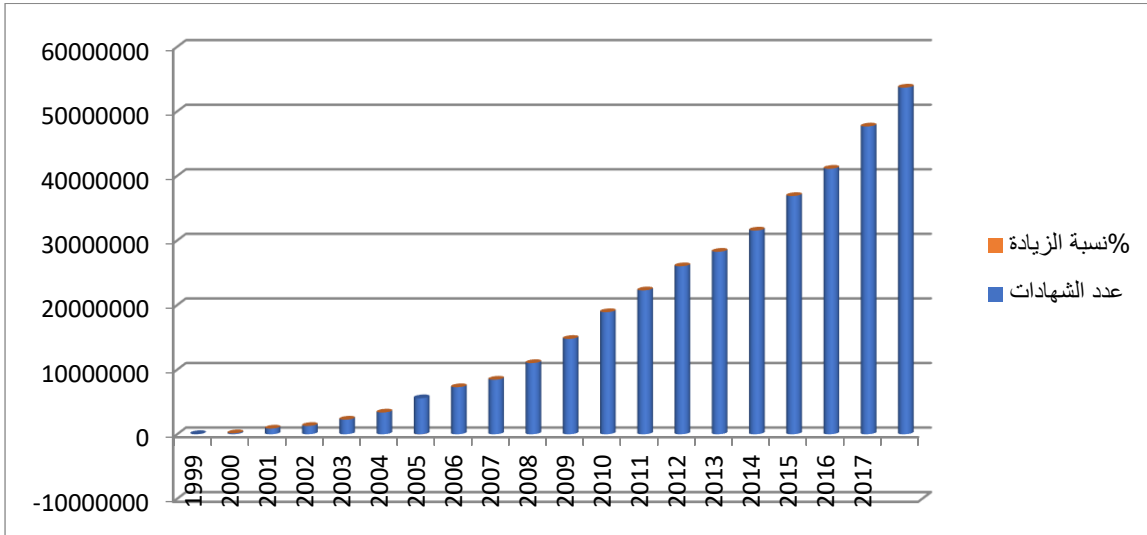
<sup>1</sup> بدر الدين مصطفى قرشي، المرجع نفسه، ص: 15.

<sup>2</sup> شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقرير السنوي لعام 2012م، متاح على الرابط: <http://www.shahama-sd.com/ar/report>، تم الإطلاع يوم : 2020/03/27 على الساعة، 16:00، ص: 11.

4-تطور شهادات المشاركة الحكومية شهامة للفترة (1999-2018م).

يوضح الشكل الموالي تطور شهادات "شهامة" كآآتي:

الشكل رقم(02): تطور حجم شهادات شهامة خلال الفترة 1999-2018م.



من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (01).

من خلال الشكل أعلاه والملحق رقم (01) نلاحظ أن إصدارات شهادات المشاركة الحكومية "شهامة" في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة من 1999 إلى 2018م، إذ ارتفع عدد إصدار هذه الشهادات من 29.450 شهادة بقيمة 14.70 مليون جنيه عام 1999م ليصل إلى 153.530 شهادة بقيمة 76.8 مليون جنيه عام 2000م بمعدل زيادة قدرها 422% مما يدل على فعالية هذه الشهادات في إدارة السيولة. كما نلاحظ خلال الفترة (2010-2015) أن شهادات شهامة شهدت زيادة مرتفعة في حجم الإصدارات ولكن بنسب زيادة أقل بل بلغ عددها عام 2010م 18.904640 شهادة بقيمة 9.452.3 مليون جنيه و بنسبة زيادة قدرها 27% مقارنة بعام 2009م، حيث كان عدد إصدار شهادة شهامة 14.864.268 شهادة بقيمة 7432.13 مليون جنيه ونسبة زيادة قدرها 34% وإستمر إصدار هذه الشهادات لسنوات لاحقة ونمت بشكل ملحوظ لكن بنسب زيادة أقل من السنوات السابقة، حيث أنه خلال العام 2013م كانت نسبة الزيادة في أدنى مستوياتها م بنسبة 8.5% وهذا يدل على أن المستثمرين لا يرغبون الإستثمار في شهادات المشاركة الحكومية شهامة لإنخفاض قيمة العوائد التي تحققها هذه الشهادات خاصة أن الأرباح توزع سنويا. في حين أنه في عام 2014م نلاحظ أن نسبة الزيادة في حجم الإصدارات إرتفعت إلى 11.6% مقارنة بعام 2013م، كما إرتفعت نسبة الزيادة في العام 2015م إلى

16.95%، وهذا ما يدل على إرتفاع عوائد الإستثمار في هذه الشهادات مما يشجع المستثمرين على الإستثمار في هذه الشهادات. أما في السنوات 2016 و 2017 و 2018م نجد أن نسب الزيادة في إصدار شهامة تتأرجح بين الزيادة والنقصان حيث بلغت 11.43% عام 2016م ثم ارتفعت إلى 15.94% عام 2017م، لتعود إلى الإنخفاض مرة أخرى إلى 12.63% عام 2018م.

ثالثاً: صكوك الإستثمار الحكومية "صرح".

سننظر في هذا العنصر إلى مفهوم صكوك الإستثمار الحكومية "صرح" وأهم الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها مع توضيح آلية العمل بها.

### 1- مفهوم صكوك الإستثمار الحكومية "صرح":

هي عبارة عن صكوك مالية يتم إصدارها على صيغة المضاربة، وعلى مبدأ الشرع الإسلامي، تصدرها وزارة المالية والتخطيط الإقتصادي. منذ العام 2003م تتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، وشركات الوساطة المالية المعتمدة.<sup>1</sup>

وتهدف هذه الصكوك لتحقيق أهداف عديدة تتمثل في:<sup>2</sup>

- ✓ تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الإستثمار؛
- ✓ إدارة السيولة على مستوى الإقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة؛
- ✓ المشاركة في تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية؛
- ✓ توظيف حصيلة الصكوك في تمويل المشاريع التنموية مشاريع البنية التحتية.

<sup>1</sup> مصطفى زكريا أحمد محمد، تجربة شهادات شهامة وصرح 2010 - 2015م، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، قسم الاقتصاد، الخرطوم، 2017، ص: 81.

<sup>2</sup> شركة دام للإستثمار المالي المحدودة على الموقع: [damin.vest.com](http://damin.vest.com)، تم الإطلاع يوم: 2020/03/11 على الساعة: 17:34.

## 2-آلية عمل "صرح":

تبنى العلاقة في صكوك صرح على ثلاثة أطراف:<sup>1</sup>

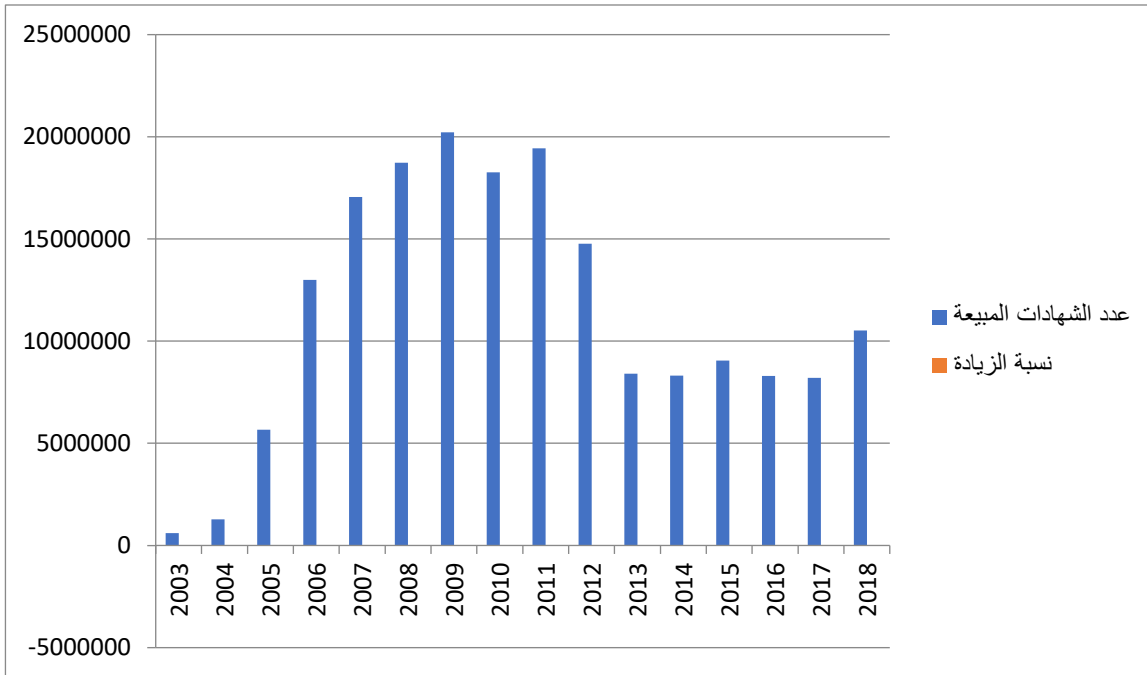
- ✓ حملة الصكوك (أرباب العمل)؛
- ✓ شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (مضارب)؛
- ✓ وزارة المالية والإقتصاد الوطني (الجهة الطالبة للتمويل).

تقوم العلاقة بين حملة الصكوك والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي، وبين الوزارة والشركة على أساس عقود صيغ التمويل الإسلامية.

## 2-تطور مبيعات صكوك الإستثمار الحكومية "صرح" خلال الفترة 2003-2018م:

الشكل الموالي يوضح تطور مبيعات صكوك الإستثمار الحكومية صرح كما يلي:

**الشكل رقم (03): يوضح تطور مبيعات شهادات الإستثمار الحكومية صرح للفترة 2003-2018.**



من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (02).

<sup>1</sup> مصطفى زكريا أحمد محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

من خلال الملحق رقم (02) والشكل أعلاه نلاحظ أن عدد الشهادات المباعة لصرح في عام 2003م بلغت 600.000 شهادة بقيمة 6.000.0 مليون جنيه ليرتفع عددها إلى 1280000 شهادة بقيمة 12.800.0 مليون جنيه عام 2004م، مما يدل على إرتفاع العائد في هذه الشهادات إذ بلغت نسبته 113.3%، وتواصل إرتفاع نسبة العائد في هذه الشهادات في العام الموالي ليصل إلى 384%. أما خلال السنوات 2006م و2007م نلاحظ تراجع نسبة العوائد في هذه الشهادات حيث قدرت نسبته ب 17.2- أي ما يعادل 12.990.816 شهادة بقيمة 13.0 مليون جنيه عام 2006م و 17.050.795 شهادة بقيمة 1.705.0 مليون جنيه عام 2007، وتواصل هذا التراجع لعام 2008م حيث قدرت نسبة العوائد ب 53.7- أي ما يعادل 18.725.819 شهادة بقيمة 1.872.5 مليون جنيه. ونلاحظ أيضا أنه خلال العام 2009م عادت الشهادات المباعة لتحقيق مستوى من العوائد حيث قدرت نسبتها ب 52.4% أي ما يعادل 20.223.815 شهادة بقيمة 2.002.38 مليون جنيه وواصل إرتفاع حجم الشهادات المباعة في العام الذي يليه بنسبة زيادة قدرت ب 66.7% أي ما يعادل 18.264.017 شهادة بقيمة 1.826.3 مليون جنيه. لكن تراجعت نسبة الزيادة في حجم الشهادات المباعة مرة أخرى في عام 2001م بنسبة 0.01% من العوائد المحققة وتواصل هذا الإنخفاض في العام الموالي بنسبة قدرها 30.4- أي ما يعادل 14.761.555 شهادة بقيمة 1.476.3 مليون جنيه. وفي السنوات التالية تفاوتت أحجام الإصدارات صعودا وهبوطا ليصبح عدد الشهادات المباعة بنهاية عام 2018م 10.524.097 شهادة بقيمة 1.052.4 مليون جنيه.

#### رابعاً: صكوك إجارة البنك المركزي (شهاب).

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى مفهوم شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب" مع توضيح آلية العمل بها.

#### 1- مفهومها.

تعرف صكوك إجارة البنك المركزي "شهاب" بأنها صكوك مالية يتم إصدارها على صيغة الإجارة، وذلك بغرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة وتوفير فرص إستثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك، عن طريق تصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين. وتتكون من العقارات المملوكة لبنك السودان المركزي والتي تم بيعها لشركة السودان للخدمات المالية (الوكيل)، وإستأجرت هذه الأصول المصككة لبنك

السودان المركزي. يوزع العائد من الإجارة ب 95% لحملة الصكوك و5% للشركة (الوكيل)<sup>1</sup>. تم إصدار شهادات شهاب في العام 2005م، وتهدف شهادات شهاب إلى إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض تمكين بنك السودان المركزي إدارة السيولة وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك ويتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك وعرضها للمستثمرين.<sup>2</sup>

## 2-آلية عمل شهادات شهاب:

تبنى العلاقة في شهادات شهاب على ثلاث أطراف كما يلي<sup>3</sup>:

✓ المستثمرون؛

✓ شركة السودان للخدمات المالية (الوكيل المؤجر)؛

✓ البنك المركزي، وهو البائع للأصل والمستأجر له؛

تكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة، وبين الشركة (الوكيل) والبنك على أساس شراء الأصل وتأجيله له (إجارة العين لمن باعها المجازة من الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية).

---

<sup>1</sup> سناء رحمانى، فتحة ديلمي، مداخلة بعنوان الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، الملتقى العلمي الوطني حول: النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، المحور السادس: الحلول المقترحة والبدائل الممكنة في تمويل الاقتصاديات الوطنية، جامعة محمد بوضباف، المسيلة، يومي 4 و5 فيفري 2020م، ص:11.

<sup>2</sup> السعيد خامرة، دور الأوراق المالية الإسلامية في تطوير العلاقة بين المركزي والبنوك الإسلامية-عرض التجربة السودانية-، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر-، العدد(6)، جوان 2017م، ص:40.

<sup>3</sup> شركة السودان للخدمات المالية التقرير السنوي لعام 2014م، متاح على الموقع: <http://www.shahama-sd.com/ar/reports>، تم الإطلاع يوم: 2020/04/08 على الساعة 06:10، ص:14.

3- تطور صكوك إجارة البنك المركزي "شهاب" خلال الفترة (2005-2014م).

الجدول الموالي يوضح تطور صكوك إجارة البنك المركزي شهاب كما يلي:

الجدول رقم (03): يوضح موقف شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب" خلال الفترة (2005 - 2014م).

السنوات	عدد الشهادات	القيمة
2005	135.000	13.4 مليار جنيه
2006	138.500	13.9 مليار جنيه
2007	184.400	184.4 مليون جنيه
2008	206.625	206.6 مليون جنيه
2009	20.137	20.16 مليون جنيه
2010	180.371	180.4 مليون جنيه
2011	187.257	187.3 مليون جنيه
2012	144.970	145.0 مليون جنيه
2013	58.041	52.0 مليون جنيه
2014	-	-

من إعداد الطالب بالإعتماد على:

- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للسنوات: 2005، 2006، 2007، 2008، .....، 2014م، متاحة على

الموقع: [cbos.gov.sd](http://cbos.gov.sd)

من خلال الجدول أعلاه يمكننا التعرف على حجم شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب" الذي عرف تنذبات خلال عدة سنوات إنحصرت في الفترة الممتدة من (2005-2014)، إذ نلاحظ زيادة في حجم إصدار الشهادات مما يدل على أن السلطات النقدية قد قامت بإمتصاص حجم السيولة الفائضة في الإقتصاد من أجل خفض حجم السيولة في الإقتصاد وهذا ما شهدته السنوات 2007، 2006، 2008، 2011، 2010.

أما السنوات 2009، 2013، 2012، فقد شهدت إنخفاض حجم الشهادات، مما يدل على أن السلطات النقدية قد قامت بضح سيولة في الإقتصاد، من أجل زيادة حجم السيولة. وتكمن أسباب إنخفاض حجم شهادات "شهاب" إلى تداعيات الأزمة المالية لعام العالمية لعام 2008م وإنفصال جنوب السودان عام 2011م.

والجدير بالذكر أنه تم تصفية شهادات إجارة البنك المركزي شهاب لدى المصارف نهاية 2014م وآلت

ملكيتها لبنك السودان المركزي.

خامسا: شهادات الإستثمار الجماعي بالعملة الأجنبية "شموخ".

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى مفهوم شهادات الإستثمار الجماعي بالعملة الأجنبية "شموخ" مع توضيح آلية العمل.

1- مفهومها.

هي شهادات أجلها عام واحد (أفريل 2009م-أفريل 2010م) تمنح للمستثمرين الفرصة في الإستثمار في صندوق تمويل إستيراد سلع إستراتيجية وفقا لصيغ التمويل الإسلامي، وهي تهدف إلى تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي وتحقيق عائد مجزي للمستثمرين بالعملة الأجنبية إلا أن هذه الشهادة لم تحقق هدفها بتمويل إستيراد سلع مباشرة وبقيت في حساب طرف بنك السودان المركزي، إلا أن تمت تصفيتهما في أفريل 2010م دون الدخول في تجربة أخرى، حيث لم يتم تداولها بالسوق الثانوي نسبة للصعوبات التي واجهت البنك نتيجة لتآكل الإحتياطي القومي من العملات الصعبة، خصوصا وأن أرباح هذه الصكوك كانت تتراوح ما بين 5% إلى 7% وتوزع بالدولار الأمريكي.<sup>1</sup>

2- آلية العمل بها.

تقوم العلاقة التعاقدية بين الشركة كمضارب وحملة الشهادات الإستثمارية كأرباب مال على أساس عقد المضاربة الشرعي ويتم توزيع الأرباح بين المضارب ورب المال بنسبة 95% لرب المال و5% للمضارب، أما العلاقة بين الشركة والبنك فتقوم على أساس المضاربة المقيدة بغرض تمويل إستيراد سلع وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.<sup>2</sup>

سادسا: شهادة إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول "شامة".

سنتطرق إلى مفهوم إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول "شامة" مع توضيح آلية العمل بها.

<sup>1</sup>أزهري الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2017م، ص: 199.

<sup>2</sup>أزهري الطيب الفكي أحمد، تقييم أداء الصكوك الحكومية في السودان وأثرها على الاقتصاد الوطني للفترة من 1998م وحتى 2012م، مركز البحوث والنشر والإستشارات، 2013م، متاح على الموقع: [shahama-sd.com](http://shahama-sd.com)، تم الإطلاع يوم 2020/05/05 على الساعة 14:08 ص: 09.

## 1- مفهومها.

بدأ العمل بشهادات شامة عام 2010م، وهي عبارة عن صندوق إستثماري متوسط الأجل، يتم إنشاؤه بغرض حشد موارد المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية، لتوظيفها في شراء أصول مصفاة الخرطوم وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية. وتهدف إلى توسيع عرض الأوراق المالية المسجلة بسوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال إضافة أوراق مالية جديدة كما تهدف إلى تطوير صناعة الصناديق الإستثمارية في البلاد.<sup>1</sup>

## 2- آلية عمل شهادات (شامة).

تقوم العلاقة التعاقدية بين الأطراف التالية كما يلي:<sup>2</sup>

✓ المستثمرون؛

✓ الشركة؛

✓ الوزارة وهي البائع للأصل والمستأجر له بإجارة تشغيلية.

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

## 3- تطور شهادات إجارة مصفاة الخرطوم (شامة).

من خلال الجدول الموالي سوف نوضح تطور شهادات "شامة" خلال الفترة 2010-2018 كما

يلي:

---

<sup>1</sup>السعيد بريكة، سناء مرابطي، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية -تجربة السودان نموذجا-، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، جوان 2017م، ص:191

<sup>2</sup>شركة السودان للخدمات المالية، الصيغ الإسلامية، متاح على الموقع: [Shahama-Sd.com](http://Shahama-Sd.com)، تم الإطلاع يوم: 2020/03/29 على الساعة 23:00.

الجدول رقم (04): تطور شهادات إجازة مصفاة الخرطوم (شامة) خلال الفترة (2010-2018م).

السنوات	عدد الشهادات	القيمة بالمليون جنيه
2010	2.844.345	1.422.2
2011	3.784.000	1.892.0
2012	3.784.000	1.892.0
2013	-	-
2014	3.784.000	1.892.0
2015	-	-
2016	-	-
2017	3.784.000	1.892.0
2018	3.784.000	1.892.0

من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للسنوات من 2010 م .....حتى عام 2018م، متاح على

الموقع: [cbos.gove.sd](http://cbos.gove.sd).

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ إرتفاع عدد الشهادات المباعة من 2.844.345 شهادة بقيمة 1.422.2 مليون جنيه عام 2010م إلى 3.784.000 شهادة بقيمة 1.892.0 مليون جنيه مما يدل على إقبال المستثمرين عليها. أما خلال العام 2012م نلاحظ إستقرار عدد وقيمة هذه الشهادات عند نفس المستوى لعام 2011م. في حين نلاحظ أنه في عام 2013م لم يتم تسجيل أي إصدار لهذه الشهادات، لكن ظهرت مرة أخرى في عام 2014م بنفس عدد وقيمة الشهادات المباعة خلال العام 2012م، لتختفي مرة أخرى عامي 2015م و2016م لكن عاد ظهور هذه الشهادات عامي 2016م و2017م بنفس عدد الشهادات المباعة ونفس القيمة أي 3.784.000 شهادة بقيمة 1.892.0 مليون جنيه.

سابعاً: شهادة إجازة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور).

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى مفهوم شهادات إجازة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء "نور" مع توضيح آلية العمل بها.

### 1- مفهومها.

هذه الشهادات عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل أنشئ بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة المقيدة لتوظيفها لشراء أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء وتأجيرها لوزارة المالية والتخطيط الإقتصاد بإجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيه.

تهدف شهادات نور إلى إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك بتصكيك أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء وعرضها للمستثمرين بالإضافة إلى توفير موارد نقد أجنبي مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الإستثمارية في البلاد.<sup>1</sup>

### 2- آلية عمل شهادات نور:

تقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف التالية:<sup>2</sup>

✓ المستثمرين (رب المال)؛

✓ لشركة (المضارب) وزارة المالية وهي البائع للأصل والمستأجر له إجارة تشغيلية.

تكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد المضاربة المقيدة وبين الشركة (المضارب) والوزارة على أساس شراء الأصل منها وتأجيرها لها.

### 3- تطور مبيعات شهادة إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء "نور".

الجدول الموالي يوضح موقف شهادات نور كما يلي:

الجدول رقم (05): يوضح موقف مبيعات شهادة "نور" للفترة من (2012-2014م).

الأعوام	عدد الشهادات المباعة	القيمة (بالدولار الأمريكي)
2012	7.580.000	758.000.000 ألف دولار
2013	47.695	4.770 ألف دولار

<sup>1</sup> آثار أحمد حسن أحمد، دور الصكوك في تمويل التنمية الاقتصادية بالسودان (دراسة تطبيقية على القطاع الزراعي 2007-2012م)، بحث تطبيقي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي (التمويل)، كلية الدراسات، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2019م، ص: 42.

<sup>2</sup> آثار أحمد حسن أحمد، المرجع نفسه، ص: 42.

## الفصل الثاني: دراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان للفترة (1998-2018م)

758.000.000 ألف دولار	7.580.000	2014
-----------------------	-----------	------

من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للسنوات: 2012م، 2013م، 2014م متاحة على الموقع [cbos.gov.sd](http://cbos.gov.sd).

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن عدد الشهادات المباعة إنخفضت من 7.580.000 شهادة بقيمة 758.000.000 دولار أمريكي عام 2012م إلى 47.695 شهادة بقيمة 4.770 ألف دولار أمريكي عام 2013م، لترتفع مرة أخرى إلى نفس عدد الشهادات المباعة عام 2012م ونفس القيمة. وقد تم تصفية شهادات نور تدريجيا خلال العام 2014م.

ثامنا: شهادات توزيع أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء "شاشة".

سنتطرق في هذا العنصر إلى مفهوم شهادات توزيع أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء "شاشة" مع توضيح آلية العمل بها.

### 1- مفهومها:

صندوق إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء، عبارة عن صندوق إستثماري متوسط الأجل أنشئ بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة، لتوظيفها لشراء بعض أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وتأجيرها لوزارة المالية والإقتصاد الوطني إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين.<sup>1</sup>

### 2- آلية عمل "شاشة":

تقوم العلاقة التعاقدية بين الأطراف التالية:<sup>2</sup>

✓ المستثمرون؛

✓ الشركة؛

<sup>1</sup>أزهري الطيب الفكى أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

<sup>2</sup> أثار أحمد حسن محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

✓ وزارة المالية وهي البائع للأصل والمستأجر له إجازة تشغيلية.

تكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على عقد المضاربة، وبين الشركة (المضاربة) والوزارة على أساس شراء الأصل منها وتأجيله له.

من خلال ما سبق وبعد التعرف على أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، نستنتج أن الحكومة السودانية طول فترة الدراسة ركزت على كل من شهادات المشاركة الحكومية "شهادة" وشهادات الإستثمار الحكومية "صرح"، وذلك لما تحققه هذه الشهادات من عوائد مجزية من خلال الزيادة المستمرة في عدد إصدار هذه الشهادات طول فترة الدراسة مما يدل على الإقبال المتزايد عليهما من قبل المستثمرين.

### المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية في السودان.

الصكوك الإسلامية من الأدوات المهمة في التمويل الإسلامي التي يمكن أن تدعم إحتياجات التنمية الإقتصادية ومتطلباتها، وذلك من خلال تجميع الأموال من حصيلة الإكتتاب في الصكوك وتوجيهها نحو الإستثمار في مختلف القطاعات الإقتصادية. ومن خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى دور الصكوك الحكومية السودانية في تمويل عجز الموازنة العامة بالإضافة إلى توضيح مساهمتها في تمويل مشاريع البنية التحتية، كما سيتم التطرق إلى توضيح دور الصكوك في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

### الفرع الأول: دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة في السودان للفترة (2009-2018م).

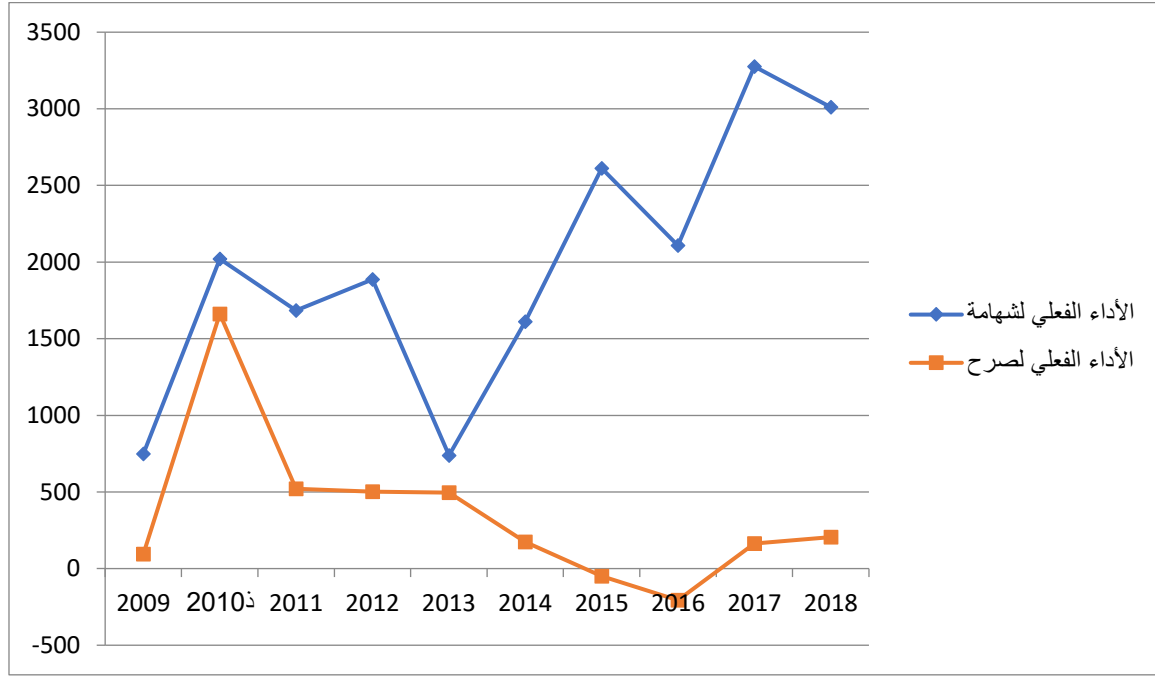
تعتبر مشكلة عجز الموازنة العامة من المسائل و القضايا الجوهرية التي أثارت إهتمام الباحثين في دول العالم المختلفة، ويعبر العجز الموازني عن تلك الوضعية التي تكون فيها النفقات العامة أكبر من الإيرادات العامة، في حين تعد الصكوك الحكومية إحدى الأدوات المالية الإسلامية الفعالة التي يمكن أن تكون بديلة للسندات التقليدية والتي يمكن للحكومات الإستفادة منها في توفير ما تحتاجه من موارد بغرض تمويل العجز في موازنتها العامة.

والشكل الموالي سيوضح دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للفترة (2009-2018م) كما

يلي:

الشكل رقم (04): مساهمة "شهامة" و"صرح" في تمويل عجز الموازنة العامة في السودان خلال الفترة

2009-2018م.



من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (03).

من خلال الشكل أعلاه والملحق رقم (03) نلاحظ أن العجز الكلي للموازنة العامة في تزايد مستمر حيث قدرت قيمته ب 4.895.5 مليون جنيه عام 2009م ليصل هذا العجز إلى 37.846 مليون جنيه عام 2018م، ونلاحظ أيضا أنه تم الإعتماد في تغطية عجز الموازنة العامة للسودان على كل من التمويل الداخلي والخارجي. إلا أنه في العام 2015م سجلت قيمة صافي التمويل الخارجي ب 405.4 مليون جنيه، أما التمويل الداخلي فقد قدرت قيمته ب 7321.8 مليون جنيه عام 2015م وأعلى قيمة له قدرت ب 10074.2 مليون جنيه عام 2016م، ومن بين مصادر التمويل الداخلي التي تم الإعتماد عليها لتغطية عجز الموازنة العامة للسودان نجد شهادات "شهامة" و "صرح"، إذ نلاحظ من خلال الملحق رقم (03) والشكل أعلاه أن قيم صكوك المشاركة الحكومية "شهامة" و"صرح" تتأرجح بين الزيادة والنقصان إلا أن إصدارات "شهامة" قد بلغت 2611.2 مليون جنيه بنسبة مساهمة قدرت ب 37.4 % عام 2015م، في حين حققت صكوك الإستثمار الحكومية

## الفصل الثاني: دراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان للفترة (1998-2018م)

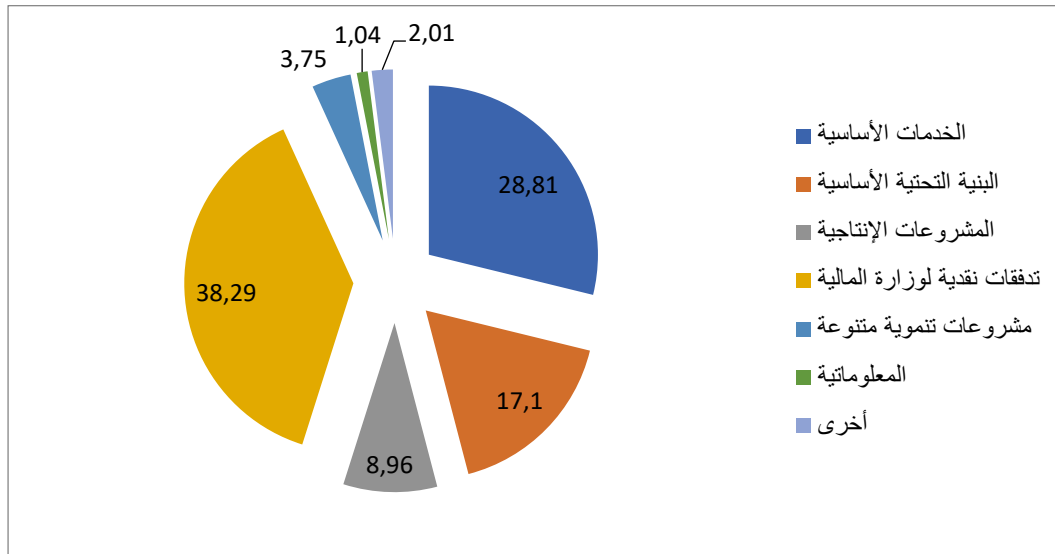
"صرح" 50.3 مليون جنيه بنسبة مساهمة قدرت ب 0.72% لنفس العام، بينما انخفضت نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة لعام 2018م.

من خلال ما سبق تستنتج أن شهادات المشاركة الحكومية "شهامة" كان لها دور فعال في المساهمة في تغطية عجز الموازنة العامة، بينما كانت نسب مساهمة شهادات الإستثمار الحكومية "صرح" منخفضة مقارنة بشهامة، والجدير بالذكر أن إصدار الصكوك الحكومية "صرح" تم إستخدام مواردها لتغطية إلتزامات الشركة على الوزارة، لذلك كل الموارد المستخدمة هي عبارة عن مخصصات لمشروعات مؤجلة أو جاري تنفيذها.

### الفرع الثاني: دور الصكوك في تمويل مشروعات البنية التحتية للفترة (2003-2018م).

ساهمت صكوك الإستثمار التي تصدرها شركة السودان للخدمات المالية في تمويل مشروعات التنمية في مختلف القطاعات الإقتصادية والإجتماعية لمختلف ولايات السودان. والجدول الموالي يبين قطاعات التنمية الممولة عبر الصكوك للفترة 2003-2018م كما يلي:

#### الشكل رقم (05): حجم القطاعات الممولة عبر الصكوك للفترة 2003-2018م.



#### من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (04).

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن حصيلة كبيرة من الموارد المالية المحصلة خلال الفترة قد وجهت إلى وزارة المالية بمبلغ 1.493.46 مليون جنيه أي بنسبة 38.29%، تليها مشروعات المياه والصحة والتعليم بنسبة 28.81% من حصيلة إصدارات الصكوك بمبلغ يعادل 1.123.77 مليون جنيه، وبلغ نصيب مشروعات البنية التحتية الأساسية (سدود وكهرباء) 669.05 مليون جنيه بنسبة قدرت ب 17.15%، كما أن المشروعات

## الفصل الثاني: دراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان للفترة (1998-2018م)

الإنتاجية التي تم تمويلها من حصيلة الصكوك الحكومية حظيت بحوالي 8.96% ببلغ قدر ب 349.34 مليون جنيه ومشروعات تنموية متنوعة قدرت قيمتها ب 146.27 مليون جنيه أي ما نسبته 3.75% إجمالي الموارد المخصصة والمتبقي تم توزيعه على مشروعات المعلوماتية وبعض المشاريع التنموية الأخرى.

من خلال ما سبق نستنتج أن معظم الموارد المحصلة خلال الفترة 2003-2018م موجهة إلى وزارة المالية بنسبة 38.29% ومشروعات المياه والصحة والتعليم بنسبة 28.81%، وبالتالي فإن صكوك الإستثمار الحكومية "صرح" تلبى إحتياجات الدول في تمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الحيوية بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام.

### الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

إن الشهادات والصكوك التي أصدرتها شركة السودان وجدت قبولا من قبل الجمهور مما ساهم في نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية. والجدول الموالي يوضح حركة التداول في السوق الثانوي لبورصة السودان خلال الفترة 2001-2018م.

الجدول رقم (06): نشاط السوق الثانوي خلال الفترة (2001-2018م).

عدد الصفقات المنفذة	عدد الشهادات والصكوك	حجم التداول الكلي	السنة
1.240	1.082.174	168.3674.78	2001
2.585	914.490	249.055.365	2002
3.109	914.490	244.104.011	2003
3.534	814.070	447.722.927	2004
3.673	132.898	1.216.833.003	2005
5.842	1.153.913	2.068.330.03	2006
7.195	2.905.751	1.799.635.684	2007
8.569	4.733.723	1.879.185.955	2008
8.069	7.398.962	2.246.552.09	2009
8.266	11.225.511	2.422.315.002	2010
7.870	10.910.198	2.567.626.975	2011
12.719	8.430.665	3.073.607.167	2012
16.435	11.194.967	3.885.405.658	2013
22.670	128.915.61	5762.7178.20	2014
30.307	8.648.753	6.250.361.501	2015
43.421	21.088.000	4.364.326.340	2016
37.995	20.179.152	11.236.889.608	2017
22.112	20.179.572	9.697.785.883	2018

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الرابع والعشرون 2018، متاح على الموقع: <http://www.ksecom.sd>، تم الإطلاع يوم 2020/04/15 على الساعة 19:15، ص: 81.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ تقلبات في حجم الصكوك والشهادات المتداولة خلال الفترة (2001-2018)، حيث بلغ حجم الصكوك والشهادات المتداولة 1082174 خلال العام 2001، لينخفض إلى 914490 صك وشهادة عامي 2002 و2003، وواصل هذا الإنخفاض حتى عام 2005 حيث قدر عدد الشهادات والصكوك المتداولة بـ 132898 صك وشهادة. بينما إرتفع حجمها عام 2006 إلى 1153913 صك وشهادة وواصل هذا الإرتفاع إلى غاية عام 2010، في حين قدر عدد الشهادات والصكوك بـ 11225511 صك و شهادة، لكن عاد حجم الشهادات والصكوك إلى الإنخفاض مرة أخرى عام 2011 إلى 10910198 صك وشهادة، ويمكن إرجاع هذا الإنخفاض إلى إنفصال جنوب السودان خلال عام 2011م. في حين بقي

حجم الشهادات والصكوك يتأرجح بين الزيادة والنقصان خلال السنوات اللاحقة إلى أن وصل إلى 20179572 عام 2018م.

أما فيما يخص الحجم الكلي للتداول فهو في تزايد مستمر حيث شهد 168367478 جنيه و1240 صفقة منفذة خلال العام 2001، وبقي ينمو إلى أن وصل إلى أعلى قيمة له عام 2017 حيث بلغ حجم التداول الكلي 11236889608 جنيه، لكن إنخفض حجم التداول الكلي إلى 9697785883 مليون جنيه عام 2018 و22112 صفقة منفذة.

ويمكن إرجاع التطور في حجم التداول الكلي إلى السياسة التي إنتهجتها دولة السودان والتي إعتمدت فيها على كل من التمويل الداخلي والخارجي في تمويل التنمية.

من خلال ما سبق نستنتج أن الصكوك الإسلامية ساهمت في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وذلك من خلال إرتفاع حجم التداول الكلي وإرتفاع عدد الشهادات والصكوك المتداولة.

#### المبحث الثاني: مخاطر الصكوك السودانية وطرق إدارتها.

بعد التعرف على أنواع الصكوك في السودان والمدرجة منها في سوق الخرطوم للأوراق المالية، سنحاول من خلال ما يلي التعرف على دور هيئة الرقابة الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية في السودان بالإضافة إلى التعرف على المخاطر التي تواجه الصكوك السودانية وآليات إدارتها.

#### المطلب الأول: الرقابة على الصكوك الإسلامية السودانية.

تعتبر هيئات الرقابة الشرعية أهم جهاز مستحدث في بناء الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية الإسلامية، فهي تحقق المقصد الضروري العام في التشريع وهو مقصد "حفظ المال" بتكثيره ومنع الفساد فيه. وفي هذا المطلب سوف يتم التطرق إلى مفهوم الرقابة الشرعية والهيئة العليا للرقابة الشرعية في السودان مع توضيح دور الهيئة العليا للرقابة الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية في السودان.

#### الفرع الأول: مفهوم الهيئة العليا للرقابة الشرعية في السودان.

سننتظر في هذا العنصر إلى مفهوم الرقابة الشرعية في السودان، ومفهوم الهيئة العليا للرقابة الشرعية في السودان مع توضيح أهم الأهداف التي تسعى إليها.

أولاً: مفهوم الرقابة الشرعية.

المقصود بالرقابة الشرعية في المصارف والمؤسسات المالية وضع ضوابط وأحكام شرعية مستمدة من الأدلة الشرعية، بغرض مزاولة المؤسسة لنشاطها وفق هذه الضوابط والأحكام ثم متابعتها للتأكد من صحة التطبيق، وذلك حرصاً على تصحيح أي أخطاء أول بأول لضمان إستمرار التطبيق الشرعي السليم.<sup>1</sup>

ثانياً: مفهوم الهيئة العليا للرقابة الشرعية في السودان.

أصدر وزير المالية والتخطيط الإقتصادي بالتشاور مع محافظ بنك السودان قرار بإنشاء الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، وذلك إستناداً على أحكام المادة الثامنة من قانون تنظيم العمل المصرفي لسنة 1991، وتماشياً مع القرارات الصادرة بإلغاء الصيغة الربوية في معاملات الدولة المالية والإقتصادية وفي إطار أسلمة النظام المصرفي وإزالة أشكال المعاملات الربوية في المعاملات المالية في بنك السودان والمصارف والمؤسسات المالية التي تمارس أعمالاً مصرفية.

ثالثاً: أهداف هيئات الرقابة الشرعية في السودان.

تسعى الهيئات العليا للرقابة الشرعية إلى:<sup>2</sup>

- ✓ مراقبة ومتابعة مدى إلتزام بنك السودان والمصارف والمؤسسات المالية التي تمارس أعمالاً مصرفية بتطبيق الصيغ الشرعية الإسلامية؛
- ✓ تنقية النظام المصرفي من الشوائب الربوية في المعاملات المالية والإقتصادية في إطار أحكام الشريعة الإسلامية.

<sup>1</sup> الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مخطط هيئة هيئات الرقابة الشرعية: نشأة وتطور وتقييم هيئات الرقابة الشرعية في الجهاز المصرفي السوداني، بنك السودان، الطبعة الأولى، الخرطوم، 2006، ص: 01.

<sup>2</sup> الهيئة العليا للرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية، نبذة عن الهيئة، متاح على الموقع، [www.hssb.gov.sd/ar/content](http://www.hssb.gov.sd/ar/content)، تم الإطلاع يوم: 2020/06/02 على الساعة 15:45.

كما تهدف الرقابة الشرعية في السودان إلى:<sup>1</sup>

- ✓ تحقيق الهدف الأسمى للبنك الإسلامي الذي يعتمد الربح الحلال بعيدا عن نظام الفائدة (الربا)؛
- ✓ حماية العاملين بالبنوك الإسلامية من الوقوع في الربا؛
- ✓ حماية المودعين (المستثمرين) من ضعف الربحية بسبب مصادر الكسب غير مشروع؛
- ✓ إقناع المتعاملين مع البنوك الإسلامية بأنها لا تتعامل بالربا وسائر المحرمات وذلك لجذب مزيد من الودائع؛
- ✓ صناعة المنتجات الإسلامية لإدارة السيولة؛
- ✓ العمل على إنشاء المؤسسات المساعدة، صندوق ضمان الودائع المصرفية، شركات التأمين الإسلامية، شركة الخدمات المالية؛
- ✓ الإهتمام الكامل بتنمية القدرات: تأهيل العاملين والمتعاملين ومناهج التعليم الحكومي والمهني.

الفرع الثاني: مهام الهيئة العليا للرقابة الشرعية في السودان.

في هذا العنصر سنتطرق إلى مهام الهيئة العليا للرقابة الشرعية في السودان مع توضيح دور الهيئة في إصدار الصكوك الإسلامية السودانية.

أولاً: مهام الهيئة العليا للرقابة الشرعية في السودان.

تتمثل مهام الرقابة الشرعية في:<sup>2</sup>

- ✓ الإشتراك مع المسؤولين بالبنك في وضع نماذج العقود والإتفاقات والعمليات العائدة لجميع معاملات البنك مع المساهمين والمستثمرين والغير، وذلك بقصد التأكد من خلو العقود والإتفاقات والعمليات المذكورة من المحضورات الشرعية؛
- ✓ إبداء الرأي من الناحية الشرعية فيما يحيله إليها مجلس الإدارة أو المدير العام من معاملات البنك؛
- ✓ تقديم ما تراه مناسبا من المشورة الشرعية إلى مجلس الإدارة في أمر من الأمور العائدة لمعاملات البنك؛

---

<sup>1</sup> محمد علي يوسف أحمد، دور السلطات الرقابية في الرقابة على المؤسسات المالية الإسلامية، مؤتمر الخدمات الإسلامية الثاني، السودان، ص: 25.

<sup>2</sup> الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 11، 12.

✓ تقدم هيئة الرقابة الشرعية دوريا وكلما إقتضى الأمر تقاريرها وملاحظاتها إلى كل من المدير العام ومجلس الإدارة.

ومن بين إختصاصات وسلطات الهيئة العليا للرقابة الشرعية نجد:<sup>1</sup>

- ✓ دراسة المشاكل الشرعية التي تواجه البنك أو المصارف أو المؤسسات المالية وإبداء الرأي فيها؛
- ✓ إصدار الفتاوى الشرعية في الموضوعات التي يطلب في شأنها فتوى شرعية؛
- ✓ مراجعة القوانين واللوائح والمنشورات التي تنظم عمل بنك السودان والمصارف والمؤسسات المالية التي تمارس أعمالا مصرفية بغرض إزالة ما بها من تعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية وذلك بالتنسيق مع الجهات المختلفة؛
- ✓ مراقبة مراعاة التزام وتقييد البنك والمصارف والمؤسسات المالية التي تمارس أعمالا مصرفية بما يؤدي إلى إستيعاب الصيغ الإسلامية والجوانب الفقهية والشرعية في المعاملات؛
- ✓ إعداد البحوث والدراسات التي تؤدي إلى إثراء إتباع المنهج الإسلامي في الإقتصاد؛
- ✓ تقديم تقرير سنوي لوزارة المالية والتخطيط الإقتصادي عن السلامة الشرعية لمعاملات البنك والمصارف والمؤسسات المالية التي تمارس أعمالا مصرفية؛
- ✓ الإطلاع على أي مستندات أو وثائق أو سجلات أو عقود ترى أنها لازمة وضرورية لتمكينها من أداء مهامها؛
- ✓ تفتيش أعمال بنك السودان والمصارف والمؤسسات المالية التي تمارس أعمالا مصرفية بغرض التأكد من سلامة تطبيق الجوانب الشرعية في أعمالها.

ثانيا: دور الهيئة العليا للرقابة الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية.

تلعب الهيئة العليا للرقابة الشرعية دورا رئيسيا وأساسيا في إصدار الصكوك الإسلامية في السودان، بحيث لا يتم إصدار الصكوك والشهادات وطرحها في السوق إلا بعد إعتقاد الهيئة لها وإجازتها بعد عدة مناقشات ومراجعات. ويبدأ دور الهيئة منذ التفكير في إصدار الورقة المالية مرورا بدراساتها وتصنيفها الشرعي

---

<sup>1</sup>محمد عوض العبيد علي، هيئات الرقابة الشرعية ودورها في تقليل مخاطر عدم إلتزام المصارف بالضوابط الشرعية-دراسة ميدانية على عينة من المصارف، رسالة ماجستير في الدراسات المصرفية، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2014، ص:19.

وتكييفها تحت أحد العقود الإسلامية المعروفة مثل الشراكة والمضاربة ولا يقتصر دور الهيئة العليا للرقابة الشرعية على هذا فحسب، وإنما تراجع نشرة الإصدار الوافية والمفصلة لكي يتم الوقوف على حجم المخاطر ومؤشرات الجدوى الفنية والإدارية والجهات المحايدة لمراعاة حقوق حاملي الصكوك. وبذلك فإن الصكوك والإصدارات المالية الإسلامية لا تصدر إلا بعد الدراسة الوافية والإقرار من الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالبنك والمؤسسات المالية الأخرى<sup>1</sup>. كما أن صكوك الدولة والبنك المركزي لا تصدر أيضا إلا بعد إستكمال شروط المراجعة والمراقبة من الهيئة العليا للرقابة الشرعية. أضف إلى ذلك أن الشركة التي تتولى إصدار الصكوك والأوراق المالية بالنيابة عن الدولة (شركة الخدمات المالية) لديها هيئة رقابة شرعية تراجع الصكوك والأوراق المالية قبل صدورهما، وعلى هذا الأساس فإن عملية إصدار الصكوك والأوراق المالية الإسلامية تخضع لرقابة شرعية أولية ونهائية.

كما أن الصك لا يصدر إلا بعد إعداد نشرة وافية للإصدار وفق إقرار من الهيئة الشرعية للجهة المصدرة، ووفقا لهذا الدور الهام للهيئة العليا للرقابة الشرعية فإن قانون إنشاؤها نص أن يكون أعضائها من علماء الشريعة الإسلامية بالإضافة إلى مستشارين إقتصاديين، وبذلك فإن الصكوك تكتسب قوتها من قوة وكفاءة مؤهلات الهيئة المصدرة لها.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> علي بن ثابت، مايا فتحي، التجربة السودانية الأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة: الجزائر نموذجا، الملتقى الدولي الثاني بصناعة المالية الإسلامية بعنوان: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، عنابة (الجزائر)، يومي 8 و9 ديسمبر 2013م، ص:20.

<sup>2</sup> حسام الدين عبد الوهاب محمد، تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف السودانية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، 2013م، ص:39.

المطلب الثاني: المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية في السودان.

من بين المخاطر الرئيسية التي تعيق التداول النشط للصكوك في السوق الثانوية هي نفس المخاطر التي أدت إلى عزوف الأفراد عند الإكتتاب في الصكوك والتي تتمثل في الآتي:<sup>1</sup>

✓ عدم إلتزام وزارة المالية بدفع الأرباح في موعدها كما هو الحال في شهادات شهامة والتي عادة ما تتأخر ما بين 15 يوم إلى شهرين؛

✓ عدم إلتزام وزارة المالية بدفع أصل الشهادات عند الإستحقاق في الوقت المحدد؛

✓ النظرة التقليدية للمستثمرين الأفراد؛

✓ تعدد فترة توزيع الأرباح من ثلاث شهور إلى ست شهور وهي في الغالب تؤدي إلى قصر فترة التداول مما لا يتيح وقت كافي للتغير في الأسعار؛

✓ تأخر إدراج الإصدارات بالسوق الثانوية بعد الإنتهاء من الإكتتاب والتي لا يتم إدراجها إلا بعد تحويل غالب موجودات الصندوق إلى أصول عينية؛

✓ ضعف العلاقة بين شركة السودان للخدمات المالية والوكلاء في السوق والتي إنحصرت في الرقابة والإشراف حسب إفادة بعض الوكلاء.

كما تواجه الصكوك الإسلامية في السودان مجموعة من المخاطر المحتملة يتمثل أهمها في:<sup>2</sup>

✓ تداخل مهام وإختصاصات الإصدار؛

✓ ضعف الشفافية في عملية بيع الأصول من الحكومة إلى الشركة، ثم إعادة الشراء من قبل الحكومة للأصول عند التصفية للورقة المالية (حالة شهامة) يؤثر على الكفاءة التنظيمية للإصدار؛

---

<sup>1</sup> شركة السودان للخدمات المالية- إدارة التمويل-، بنك السوداني المركزي، دراسة حول تنشيط السوق الثانوية لصكوك الإستثمار الحكومية، 2009م.

<sup>2</sup>فتح الرحمن علي محمد صالح، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية بعنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، 5 و 6 أبريل، 2012م، ص 18،19.

✓ الجمع بين وظائف المحاسبة والمراجعة والتقييم للأصول في أيدي ديوان المراجع العام وهو جهة حكومية وقد لا يضمن ذلك مصداقية أكبر على هيكل الإصدارات الحكومية فيما لو تمت من قبل مراجع خاص خارجي؛

✓ لا توجد شفافية في الإفصاح عن أداء المكونات ولو نصف سنويا (يتم الإعلان عن الشركات المكونة فقط كأسماء)؛

✓ لا توجد نشرة إصدار مصاحبة لكل إصدار على حدة؛

✓ لا يتم الإفصاح عن المجالات الحقيقية لتوظيف حصيلة الإكتتاب، حيث يذكر فقط مشروعات عامة (من شأن الإعلان عن المشروعات تدعيما لقوة الشهادة)؛

✓ التأخر في سداد الأرباح وأصل المبالغ عند التصفية (مخاطر تسويقية)؛

✓ التأخير في إدراج الشهادات في السوق المالية؛

✓ لا توجد تقارير دورية عن حالة الموجودات محل الشهادة المصرفية المصدرة (شهادة) أو المشروعات الممولة (حالة صرح) حيث أنها مقيدة للتنبؤ بالعائد بجانب التخارج عند مجالات ضعف الأداء.

وهناك مخاطر أخرى تم رصدها، قد يتعرض لها خاصة حملة الصكوك من أهمها:<sup>1</sup>

1- **المخاطر السياسية:** حيث يتسم المشهد السياسي في السودان بعدم الإستقرار في الآونة الأخيرة، سواء على المستوى الداخلي (بين الأحزاب والأطراف السياسية في الدولة) أو على المستوى الخارجي مع دولة الجنوب بعد إنفصالها عن الشمال، هذا الوضع يأخذه بالحسبان أي مستثمر أجنبي يرغب بالإستثمار في السودان، لذلك نرى أن الوضع السياسي الزاهن للسودان يعتبر أحد أهم العوامل غير المحفزة للإستثمار.

2- **مخاطر الثقة:** تعاني الصكوك الحكومية السودانية في المدة الأخيرة من هذا النوع من المخاطر، حيث يشكك البعض ومن داخل السودان في شرعيتها، منها أن طريقة حساب العائد الدوري تتم بالإسترشاد بمعدل الفائدة ليبور (LIBOR) هذه الشكوك من شأنها أن تؤثر على سمعة الصكوك الحكومية السودانية خاصة لدى من يرغب في الإستثمار فيها. وللاشارة فإن محاولة ربط العوائد الدورية للصكوك الحكومية السودانية بمعدل الفائدة

---

<sup>1</sup>أساسي زميم العجيلي، إستراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية)، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد رقم (4)، العدد (1)، قسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد، جامعة الزاوية، ليبيا، جوان، 2016م، ص: 124.

ليبور (LIBOR) ينطبق على العديد من إصدارات الصكوك الإسلامية خاصة العالمية والخليجية، سعياً منها للتقريب بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية من حيث العائد.

المطلب الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية في السودان.

في هذا المطلب سيتم توضيح التدابير والأساليب المنتهجة من السودان بهدف إدارة مخاطر الصكوك والتي يمكن أن تسهم في تخفيف المخاطر المحتملة للإصدارات السودانية.

من بين مقترح حلول المخاطر التي أدت إلى عزوف الأفراد عن الإكتتاب في الصكوك نجد:<sup>1</sup>

- ✓ إلزام وزارة المالية والإقتصاد الوطني بدفع أرباح وأصول الصكوك بأوامر دفع مستديمة وفقاً للجدول الزمني لدفع الإستحقاقات؛
- ✓ تنظيم حملة إعلامية توعية مخططة في كل الوسائل الإعلامية المسموعة والمقروءة والمرئية، تستهدف المستثمرين حسب قطاعاتهم المختلفة بإبراز المشروعات القومية التي تنفذ بواسطة هذه الصكوك؛
- ✓ توحيد فترة توزيع الأرباح لتكون سنوية بدلاً من ربع سنوية أو نصف سنوية حتى تكون هناك فرصة للقيمة السوقية العادلة للصكوك من التحرك (ومثال على ذلك إذا رغب أحد المستثمرين أن يبيع أحد الصكوك عبر الوكلاء وكان قد إستلم ربحه عن ربع سنة الأولى فلا يضره شيئاً إذا باعها بالقيمة الإسمية بعد شهر من إستلام الأرباح)؛
- ✓ العمل على سرعة تحويل موجودات الصكوك إلى أصول عينية حتى يتم إدراجها بالسوق الثانوية في أقصر وقت ممكن، وذلك بالإسراع في تحويل ملكية الأصول الجاهزة التي تقدمها وزارة المالية لشركة السودان للخدمات المالية؛
- ✓ العمل على تطوير العلاقة بين الشركة والوكلاء حتى يسهموا في تحسين تداول صكوك الإستثمار الحكومية؛
- ✓ تفعيل نشاط صناع سوق خاص بالتداول في السوق الثانوي لصكوك الإستثمار الحكومية.

---

<sup>1</sup> شركة السودان للخدمات المالية، مرجع سبق ذكره، بدون ذكر الصفحة.

ومن بين الأساليب المنتهجة كذلك من السودان بهدف إدارة مخاطر الصكوك نجد:<sup>1</sup>

- ✓ إنشاء إطار للتشريعات القانونية للتعامل بهذه الأدوات المالية في السودان حيث إعتمدت الصكوك السودانية على قانوني سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994 وقانون صكوك التمويل لسنة 1995؛
- ✓ وجود رقابة شرعية موحدة مختصرة في الهيئة العليا للرقابة الشرعية، كما أنها مستمرة لكافة مراحل الإصدار والتداول؛
- ✓ إستطاعت السودان أن تتجاوز مخاطر السيولة وهي أهم المخاطر التي عانت منها صناعة الصكوك الإسلامية ذلك بفضل وجود سوق ثانوية لتداول الصكوك أعطاهها ميزة التمتع بقدرة تسييل عالية؛
- ✓ التنسيق بين السياسات المالية والنقدية فيما يلي الإصدارات الحكومية للوصول إلى الحجم الأنسب للإصدارات مع إقتراح لجنة دائمة للإصدار تجمع دوريا وليس فقط في حالة الإصدار؛
- ✓ تفعيل دور بنك السودان المركزي كداعم/ ضامن رئيسي للشهادة من خلال الإلتزام بالسداد في الموعد المحدد للأرباح تفعيل ضمان الطرف الثالث؛
- ✓ توفير التقارير والفتاوى الشرعية المصدرة حول الشهادات لتأكيد شرعية حساب المكون وحساب الأرباح.

---

<sup>1</sup>عمر حميدات، عبيرات مقدم، دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر المالية (التجربة السودانية)، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية -دراسات إقتصادية-، المجلد (32)، العدد(2)، جامعة زيان عاشور، الجلفة-الجزائر-، ص:97.

خلاصة الفصل.

تعد تجربة السودان تجربة جادة في صناعة الصكوك الإسلامية، حيث تم إبتكار أدوات مالية إسلامية من أجل إدارة السيولة وتمويل عجز الموازنة العامة بطرق تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. إعتمدت السودان على شهادات الإستثمار الحكومية "شهامة" وشهادات الإستثمارات الحكومية "صرح" في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وكان لشهامة دور فعال في تغطية هذا العجز مقارنة مع شهادات الإستثمار الحكومية "صرح"، في حين لعبت شهادات الإستثمار الحكومية صرح دور فعال في تمويل مشاريع البنية التحتية للدولة.

كما ساهمت الصكوك الإسلامية السودانية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية، وذلك من خلال إرتفاع حجم التداول الكلي وإرتفاع حجم الشهادات المتداولة. إلا أن الصكوك الإسلامية السودانية قد تواجهها مجموعة من المخاطر التي تؤدي إلى عزوف المستثمرين للإقبال عليها ومن أبرزها ضعف الشفافية والإفصاح في نشرة الإصدار، مما يتطلب البحث عن مناهج وحلول للحد من تلك المخاطر أو تخفيفها وذلك من خلال وجود رقابة شرعية موحدة تكون مستمرة في كافة مراحل الإصدار والتداول.



خاتمة عامة

## خاتمة.

تعتبر الصكوك الإسلامية بديلاً للسندات التقليدية القائمة على الفوائد الربوية، فهي أداة فعالة في تعبئة الموارد وتمويل المشاريع الاقتصادية بما يتوافق مع متطلبات الشريعة الإسلامية.

إلا أن الصكوك الإسلامية تواجه مجموعة من المخاطر منها ما هو مرتبط بها دون غيرها مثل مخاطر صيغ التمويل الإسلامية، بالإضافة إلى المخاطر التقليدية التي تشترك فيها مع بقية الإستثمار مثل المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق ومخاطر التشغيل، وبالتالي لا بد من منهج إسلامي جيد لإدارة المخاطر وإدارتها من خلال مجموعة من التقنيات والآليات التي توفرها الهندسة المالية الإسلامية والمتمثلة في: دراسة الجدوى الاقتصادية، كفاءة الإدارة والرقابة عليها، الضمانات، التأمين التعاوني، تكوين صندوق احتياطي، تحديد شروط في نشرة الإصدار، التحوط الإسلامي.

## 1- نتائج إختبار الفرضيات.

✓ **الفرضية الأولى:** الصكوك الإسلامية هي أدوات مالية تحكمها ضوابط الشريعة الإسلامية في إصدارها وتداولها والتعامل بها. **صحيحة.**

-**التفسير:** تخضع عملية إصدار الصكوك الإسلامية للعديد من الشروط والضوابط الشرعية، لضمان خلوها من أي خلل شرعي وللتأكد من سلامة التعامل بها في الأسواق المالية الإسلامية.

✓ **الفرضية الثانية:** تتعرض الصكوك الإسلامية إلى مخاطر مالية ومخاطر تشغيلية، إضافة إلى مخاطر مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامي. **صحيحة.**

-**التفسير:** تتعرض الصكوك الإسلامية إلى مخاطر مالية ومخاطر تشغيلية كغيرها من الأوراق المالية الأخرى بالإضافة إلى تعرضها لمخاطر ترتبط بها، كمخاطر صيغ التمويل الإسلامي.

✓ **الفرضية الثالثة:** يتمثل منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية في تحديد المخاطر وتقييمها، إختبار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر، تنفيذ القرار، مراقبة ومراجعة المخاطر. **صحيحة.**

-**التفسير:** لتنفيذ عملية إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية بالشكل الصحيح والفعال لا بد من تحديد الخطوات العلمية والعملية اللازمة لها، وتتمثل هذه الخطوات في تحديد المخاطر، تقييم المخاطر، ضبط المخاطر، تنفيذ القرار، مراقبة ومراجعة المخاطر.

✓ **الفرضية الرابعة:** نعم تساهم الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية. **صحيحة.**  
-التفسير: ساهمت الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية وذلك من خلال إرتفاع حجم التداول الكلي وإرتفاع حجم الشهادات المتداولة.

## 2- نتائج الدراسة:

- بعد الدراسة النظرية والتطبيقية للموضوع تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها:
- ✓ تعتبر الصكوك الإسلامية بديل شرعي مناسب للسندات المحرمة شرعا؛
  - ✓ تتنوع الصكوك الإسلامية وتنقسم إلى صكوك قائمة على صيغة المشاركة مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وصكوك قائمة على صيغة الدين مثل صكوك السلم وصكوك الإستصناع؛
  - ✓ للصكوك الإسلامية أهمية بالغة في حشد الموارد المالية من الأفراد بطرق شرعية، كما لها أهمية بالغة في تمويل مشاريع البنية التحتية بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام؛
  - ✓ تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر منها ما هو تقليدي مثل المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق، ومنها ما هو مرتبط بها مثل مخاطر صيغ التمويل الإسلامي ومخاطر الرقابة الشرعية؛
  - ✓ يتمثل منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية في تحديد المخاطر، إكتشاف وتحديد الخطر، تقييم الأخطار وتصنيفها، تحديد البدائل وإختيار الوسيلة المناسبة لمواجهة الخطر، تنفيذ القرار، التقييم والمراجعة، وذلك من أجل إدارة المخاطر بالشكل الصحيح والفعال؛
  - ✓ من بين الآليات التي إعتدتها الهندسة المالية في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية نجد: دراسة الجدوى الإقتصادية، التأمين التعاوني، كفاءة الإدارة والرقابة عليها، الضمانات، تكوين صندوق إحتياطي، تحديد شروط في نشرة الإصدار، التنوع، التحوط الإسلامي.
  - ✓ تعتبر الصكوك الإسلامية في السودان أداة إستثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم إبتكارها كبديل للسندات التقليدية القائمة على الفوائد الربوية المحرمة شرعا؛
  - ✓ تعتبر تجربة السودان في مجال إبتكار الصكوك الإسلامية تجربة جادة نظرا للبيئة المصرفية الإسلامية وسعي بنك السودان المركزي لإستحداث أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة؛

- ✓ كان لشهادات الإستثمار الحكومية "شهادة" دور فعال في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة وإدارة السيولة في الجهاز المصرفي؛
- ✓ ساهمت شهادات الإستثمار الحكومية "صرح" تلبية إحتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية؛
- ✓ تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر التي تحد من إنتشارها من بينها ضعف الشفافية والإفصاح في عملية الإصدار والتأخير في سداد الأرباح وأصل المبالغ عند التصفية؛
- ✓ من بين الحلول والمقترحات لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السودانية وجود رقابة شرعية موحدة مختصرة في الهيئة العليا للرقابة الشرعية وتكون مستمرة لكافة مراحل الإصدار والتداول؛
- ✓ توفير التقارير والفتاوى الشرعية المصدرة حول الشهادات لتأكيد شرعية حساب الأرباح.

#### 4- التوصيات.

- ✓ ضرورة العمل على نشر ثقافة الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها في مختلف القطاعات الإقتصادية للإستفادة من الأموال المدخرة بدلا من الإحتفاظ بها؛
- ✓ ضرورة تصنيف السودان من قبل وكالات التصنيف الإئتماني العالمية من أجل بعث الثقة وجلب المستثمرين؛
- ✓ دعوة الدولة السودانية إلى إقامة شركات التأمين متخصصة للتأمين على مخاطر الصكوك الإسلامية؛
- ✓ ضرورة وجود تقارير دورية عن حالة موجودات الصكوك الحكومية وذلك من أجل التنبؤ بالعائد والتخارج عند توقع ضعف الأداء؛
- ✓ ضرورة وجود نشرة إصدار عند كل طرح، والإفصاح فيها عن جميع المخاطر المتوقعة مما يجعل الصكوك الإسلامية السودانية أكثر شفافية وبالتالي يترك للمستثمرين الخيار في الإستثمار وتحمل نتائج خياراتهم؛
- ✓ ضرورة الفصل بين وظائف المحاسبة والمراجعة وتقييم الأصول من قبل ديوان المراجعة العامة وهو جهة حكومية حتى يضمن ذلك مصداقية أكبر على هيكل الإصدارات الحكومية فيما لو تمت من قبل مراجع خاص أو خارجي.

## 5-آفاق الدراسة

بعد دراستنا لهذا الموضوع تظهر لنا إمكانية المواصلة بالبحث فيه من عدة جوانب، يمكنها أن تكون محل إشكاليات لبحوث مستقبلية تستحق الدراسة، وذلك بالتطرق للمواضيع التالية:

- التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية؛
- إدارة المخاطر ودورها في رفع كفاءة الصكوك الإسلامية.

## قائمة المراجع

أولاً: المصادر.

أ- المعاجم:

1. أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الإفريقي، لسان العرب، دار المعارف، الطبعة الأولى، القاهرة.
2. أحمد الشرباصي، المعجم الإقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1971.

ثانياً: المراجع.

أ- الكتب.

1. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الإقتصادية مفهومها، أنواعها، آليات التعامل بها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، دورها التنموي، سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2014م.
2. أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2017م.
3. الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مخطط هيئة هيئات الرقابة الشرعية: نشأة وتطور وتقييم هيئات الرقابة الشرعية في الجهاز المصرفي السوداني، بنك السودان، الطبعة الأولى، الخرطوم، 2006.
4. الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مخطط هيئة هيئات الرقابة الشرعية: نشأة وتطور وتقييم هيئات الرقابة الشرعية في الجهاز المصرفي السوداني، بنك السودان، الطبعة الأولى، الخرطوم، 2006.
5. حكيم براضية، جعفر هني محمد، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
6. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم (17)، صكوك الإستثمار، البحرين، 2010.
7. عبد العزيز إختار زيتني، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، دار النشر: مجمع الفقه الإسلامي الدورة التاسعة عشر، الشارقة- الإمارات العربية المتحدة-، الطبعة الأولى، 2009م.
8. عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة، بحث مدعوم من برنامج المنح البحثية، في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية لإسلامية، 2013.

9. عبد الناصر براني أبو شهد، إدارة المخاطر في المصارف، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2013.
10. عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة الخطر -مدخل مالي-، دار النشر: إي كتب، لندن، الطبعة الأولى، 2018.
11. علاء الدين زعتري، الصكوك، تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات إصدارها، بحث مقدم بورشة العمل التي أقامتها شركة بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات؛ تنمية؛ ممارسات دولية)، عمان، المملكة العربية الهاشمية، 2010.
12. عبد العزيز إختار زيتي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، دار النشر: مجمع الفقه الإسلامي الدورة التاسعة عشر، الشارقة- الإمارات العربية المتحدة-، الطبعة الأولى، 2009م.
13. سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، دار النشر: فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية، جدة، الطبعة الأولى، 2007م، ص:66.
14. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك، والإستثمارات العقارية، 2009.
15. مساعد عبد الله الحقييل، ربح مالم يضمن، دار الميمان للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2011.
16. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم (17)، صكوك الإستثمار، البحرين، 2010.

#### ب- الرسائل والأطروحات.

1. أحمد بلخير، صكوك الإستصناع وتطبيقاتها المعاصرة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر -باتنة-، 2018.
2. أسماء طهراوي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية-دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: مالية ومؤسسة، فرع: بنوك، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان-، الجزائر، 2014م.
3. إسحاق الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، تخصص: الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2005م.
4. حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، 2011م.
5. زاهرة علي محمد بن عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، 2008م.

6. سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة-الجزائر، -، 2006م.
7. محمد عبد العزيز بشير محمد، الصكوك الحكومية وأثرها في الأداء المالي للقطاع المصرفي السوداني 2010-2015م، أطروحة دكتوراه في الفلسفة في العلوم المصرفية، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2018م.
8. محمد عثمان مجذوب أبو ذر، تقويم سوق الخرطوم للأوراق المالية من حيث الأداء والفعالية"، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد البحث، كلية الدراسات الاقتصادية والاجتماعية، جامعة الخرطوم، 2004م.
9. محمد علي محمد إبراهيم، المخاطر التي تواجه التمويل المصرفي الإسلامي وأثرها على الأداء المالي للمصارف السودانية ومشروعات العملاء للفترة 2003-2015م، أطروحة دكتوراه في الدراسات المصرفية، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2017م.
10. محمد علي، يوسف يونس الهوملة، صكوك عقود التوريد دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي والتشريعات الأردنية النازمة للصكوك، أطروحة دكتوراه، تخصص: الفقه وأصوله، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 2015.
11. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، -، 2013، ص: 80.
12. محمد عوض العبيد علي، هيئات الرقابة الشرعية ودورها في تقليل مخاطر عدم إلتزام المصارف بالضوابط الشرعية- دراسة ميدانية على عينة من المصارف، رسالة ماجستير في الدراسات المصرفية، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2014.
13. مسعود بن جواد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية (2008)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: بنوك مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-3، -، 2013م.
14. مصطفى زكريا أحمد محمد، تجربة شهادات شهامة وصرح 2010-2015م، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير ، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، قسم الاقتصاد، الخرطوم، 2017.
15. نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، رسالة ماجستير، مرسى سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية السعودية، 2013.
16. نسيمه بروال، إستراتيجية إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الفرع: إستراتيجية مالية، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي، -، الجزائر، 2011م.

17. نعيمة خضراوي، إدارة المخاطر البنكية دراسة مقارنة بين البنوك التقليدية والإسلامية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2019.

18. هاجر زرارقين، إدارة المخاطر الائتمانية في المصارف الإسلامية، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، فرع: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف - الجزائر -، 2012.

ت-المجلات.

1. أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مركز الدراسات الفقهية والإقتصادية، سلسلة دراسات في العقود المستحدثة، مصر، الطبعة الأولى، 2014م.

2. السعيد بريكة، سناء مرابطي، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية -تجربة السودان نموذجا-، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، جوان 2017م

3. الصوفي ولد الشيباني، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مجلة الفقه والقانون، العدد 34، جامعة نواكشوط، الجمهورية الموريتانية، 2015.

4. باسل يوسف محمد الشاعر، هيام عبد القادر الزيدانيين، الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، ملحق 3، 2016م.

5. بوخاري لحو، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك الإسلامية الدولية وأحكام الشريعة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 12، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي برج بوعرييج.

6. جميلة الجوزي، علي حدو، دراسة مقارنة لإدارة المخاطر في الجزائر بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية - حالة بنك البركة الجزائري وبنك الشركة المصرفية العربية وبنك الخليج الجزائري، المجلة الجزائرية للعلمة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016.

7. حسام الدين خليل فرج محمد، علي عارف، إطفاء أو إسترداد صكوك الإستثمار في الفقه الإسلامي عن طريق البيع: دراسة مقارنة، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 13، العدد 2، 2016م.

8. حماد مصطفى عزب، التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية: دراسة في القانونين الكويتي والمصري، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، العدد 4، الجزء الأول، ماي 2019م.

9. ساسي زميم العجيلي، إستراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة المخاطر الصكوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية)، مجلة دراسات الإقتصاد والأعمال، المجلد رقم (4)، العدد (1)، قسم التمويل والمصارف، كلية الإقتصاد، جامعة الزاوية، ليبيا، جوان، 2016م.
10. سندس حميد موسى، تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة -السودان -نموذجاً، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، العدد 21، السنة الحادية عشر، 2017م.
11. راضية لسود وآخرون، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية للتمويل التنموية المستدامة وآفاقها في الجزائر، المجلد رقم 01، مجلة الإقتصاد والتجارة، عدد خاص، أفريل 2018.
12. ريمة عمري، صالح مفتاح، نحو هندسة مالية إسلامية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 48، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، -، 2017م.
13. زكية بوسته، فاطمة الزهرة نوي، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مجلة إقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 07، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2018.
14. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، دراسات إقتصادية إسلامية، المجلد 20، العدد 1، جامعة ورقلة -الجزائر -
15. شافية كتاف، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014م.
16. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الإقتصاد الإسلامي، مجلد 11، كلية الإقتصاد والإدارة، قسم الإقتصاد، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 1999.
17. عمر حميدات، عبيرات مقدم، دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر المالية (التجربة السودانية)، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية -دراسات إقتصادية-، المجلد (32)، العدد (2)، جامعة زيان عاشور، الجلفة-الجزائر
18. فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الأول، جوان 2019.
19. مصباح حراق، كمال فتول، دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات المالية لتمويل التنمية الإقتصادية، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، المجلد 2، عدد خاص، جامعة ميلة -الجزائر-، 2018م.
20. محمد أمين بربري، عبد المجيد موزارين، وآخرون، مخاطر الإعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الإقتصادية وآليات إدارتها، المجلد رقم (2)، عدد خاص، أفريل، 2018م.

21. موسى عبد الله سعيد محمد، الإطار النظري لشهادة مشاركة البنك المركزي (شمم) وشهادة المشاركة الحكومية (شهامه) والتكيف الشرعي لهما، مجلة جامعة البحر الأحمر، دورية، علمية، محكمة، نصف سنوية، قسم الإقتصاد، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة البحر الأحمر، العدد الأول، أكتوبر 2011م.
22. نور الدين كروش، الصكوك الإسلامية كبديل تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة شعاع للدراسات الإقتصادية، تصدر عن معهد العلوم الإقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي، تسميلت، الجزائر، العدد الأول، 2017.
23. نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين-، مجلة الباحث، العدد 09، الجزائر، 2011.
24. يوسف تبرى، الصكوك الإسلامية، مخاطرها وآليات معالجتها، مجلة الإقتصاد الجديد، العدد 13، المجلد 02، 2015م.

### ث-الملتقيات والندوات.

1. أنفال حدة خبيزة، نورة بومدين، المصارف الإسلامية ودورها في دعم الصكوك الإسلامية-دراسة حالة بنك الإمارات الإسلامي-، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي للتكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، يومي 17 و 18 ديسمبر، 2019.
2. السعيد خامرة، دور الأوراق المالية الإسلامية في تطوير العلاقة بين المركزي والبنوك الإسلامية-عرض التجربة السودانية-، المجلة الجزائرية للتنمية الإقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر-، العدد(6)، جوان 2017م.
3. حميد قرومي، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول دور المالية الإسلامية في التنمية الإقتصادية والإجتماعية "الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية، كلية العلوم الإقتصادية، صفاقس-تونس-بدون صفحة.
4. خير الدين معطى الله، رفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة-الجزائر-، يومي 3 و 4 ديسمبر 2012.
5. زين الدين مكاي، مبارك بوزراع، الصكوك الإسلامية بين التجربة الماليزية وآفاق إصدارها في الجزائر، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي للتكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، يومي 17 و 18 ديسمبر.
6. سامية عمر عبدة، عديلة مريم، أهمية تداول الصكوك في سوق الخرطوم لأوراق المالية -دراسة قياسية خلال الفترة (2001-2018م)، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي للتكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية

- الإسلامية كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، يومي 17 و18 ديسمبر 2019.
7. سعاد شكري معمر، محمد قرنتلي، التجربة الماليزية في صناعة الأدوات المالية الإسلامية المستدامة، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، يومي 17 و18 ديسمبر، 2019.
8. سليم شابور، طاهر تراري، الصكوك الإسلامية ودورها في التنوع الإقتصادي: ماليزيا نموذجا، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي ديسمبر، التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي و، الشلف-الجزائر-، يومي 17 و18 ديسمبر، 2019.
9. سناء رحمانى، فتيحة ديلمي، مداخلة بعنوان الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، الملتقى العلمي الوطني حول: النظام المالي وإشكالية تمويل الإقتصاديات النامية، المحور السادس: الحلول المقترحة والبدائل الممكنة في تمويل الإقتصاديات الوطنية، جامعة محمد بوضباف، المسيلة، يومي 4 و5 فيفري 2019م.
10. صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية، بين الواقع المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي-الإمارات-، 21ماي-2جوان، 2009.
11. صالحية بوزراع، زهية كواش، الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي مناسب في ظل التحديات التي تواجه البنوك الإسلامية-دراسة إستشرافية-، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر-، يومي 17 و18 ديسمبر، 2019م.
12. عائشة بوتلجة، زهرة فلاحى، دور الصكوك في توظيف السيولة في البنوك الإسلامية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، يومي: 17 و18 ديسمبر، 2019م.
13. عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، بحث مقدم إلى ندوة(الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، 24-26ماي 2010.
14. عبد الستار أبو غدة، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون-السلم- تداول الديون)، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن من الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 ماي، 2009م.
15. عبد الله بن محمد العمراني، البدائل الشرعية لأدوات التحوط التقليدية، ندوة البركة التاسعة والثلاثون، الإقتصاد الإسلامي، جدة، 8-9 رمضان 1440هـ الموافق ل 13-14 ماي 2019.

16. عثمان حمد محمد خير، تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الحكومية، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية وممارسات دولية، الأردن، 6، 7 شعبان 1421.
17. علي بن ثابت، مايا فتحي، التجربة السودانية الأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة: الجزائر نموذجاً، الملتقى الدولي الثاني بصناعة المالية الإسلامية بعنوان: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، عنابة (الجزائر)، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013م.
18. فتح الرحمن علي محمد صالح، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية بعنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، 5، 6 أفريل، 2012م.
19. كمال بوعظم، شوقي بورقبة، تطوير نظام إدارة المخاطر الإئتمانية في المصارف الإسلامية ضرورة حتمية في ظل الأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني للأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي أنموذجاً-معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف-يومي 5-6 ماي، 2009.
20. مراد كريفار، محمد أمين بربري، ضرورة اعتماد صكوك التمويل الإسلامي لدفع عجلة التنمية الإقتصادية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر-، يومي 17 و 18 ديسمبر 2019.
21. محمد علي يوسف أحمد، دور السلطات الرقابية في الرقابة على المؤسسات المالية الإسلامية، مؤتمر الخدمات الإسلامية الثاني، السودان.
22. هند يوسف سليمان أبو قرون، دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في التنمية الإقتصادية في السودان للفترة 1998-2017م، المؤتمر العلمي العالمي الرابع: دور الإقتصاد الإسلامي في بناء إقتصاديات الدولة، مركز تأصيل العلوم وكلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة القرآن الكريم وتأصيل العلوم، الخرطوم-السودان-، يومي الثلاثاء والأربعاء 6-7 نوفمبر، 2018م.
23. وسام شالور، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي تجربة الشركة السعودية العالمية للبيتروكيمياويات "سكيم"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي، 2014.

### ج-المراجع باللغة الإنجليزية.

1. Mohammed waleedalswaidan, **An Investistigation of sukuk structure risk**,thesisissubmitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the

- degeeof doctor in economics and finance of philosoply, university of portsmputh,29 jouné, 2017.
2. NorBalkish Zakaria, Mohamad Azwan and others, **The conctruct of sukuk, Rating and DefaultRisk**, International congress on Interdisciplinarybassiness and social sience, AccountingResearch Institute &Faculty of Accountancy, UniversitiTheknologieMaRa, malaysia, 2012.
  3. NurasyikinMoh Noor, ShahidaShahimi,**Credit Risk Management For Sukuk : AcaseStudy of Debet–Basedsukuk**,FacultiEconomi dan Pengurusan, UniversitiKebangsaan Malaysia,2013.
  4. Tariqullah Khan. Habib Ahmed. **Risk Management An Analysis of Issues in IslamicFanancialIndustry**,IslamicDevlopmentbank,Jeddah–Saudi Arabia, 2001.

ح-التقارير.

1. بنك السودان المركزي، التقرير السنوي السابع والخمسون، 2017.
2. تقارير بنك السودان المركزي للسنوات من 2003 ..... 2018م.
3. سوق الخرطوم للأوراق، التقرير السنوي 2012م.
4. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقرير السنوي الأول، 2009.
5. شركة السودان للخدمات المالية، التقرير السنوي السابع 2015م.
6. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقرير السنوي لعام 2012م
7. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة التقرير السنوي العاشر 2018م
8. شركة السودان للخدمات المالية التقرير السنوي لعام 2014م
9. شركة السودان للخدمات المالية- إدارة التمويل-، بنك السوداني المركزي، دراسة حول تنشيط السوق الثانوية لصكوك الإستثمار الحكومية، 2009م.

خ-المواقع الإلكترونية.

1. أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق(2)، مجلة المسلم المعاصر، العدد 153، 2014م، متاح على الموقع: [almuslimalmuaser.org](http://almuslimalmuaser.org).
2. أزهرى الطيب الفكي أحمد، تقييم أداء الصكوك الحكومية في السودان وأثرها على الإقتصاد الوطني للفترة من 1998م وحتى 2012م، مركز البحوث والنشر والإستشارات، 2013م، متاح على الموقع: [shahama-sd.com](http://shahama-sd.com)
3. التقارير السنوية لبنك السودان المركزي متاحة على الموقع: [cbos.gov.sd](http://cbos.gov.sd)
4. السيولة (تطبيق عمليات السوق المفتوح عبر الصكوك الحكومية)، الخرطوم 2009م، متاح على الموقع: متاح على الموقع <http://www.shahama-sd.com/ar/reports>.
5. الهيئة العليا للرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية، نبذة عن الهيئة، متاح على الموقع، [www.hssb.gov.sd/ar/content](http://www.hssb.gov.sd/ar/content)
6. بدر الدين قرشي مصطفى، شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، بنك السودان المركزي التجربة السودانية في إدارة السيولة (تطبيق عمليات السوق المفتوح عبر الصكوك الحكومية)، الخرطوم 2009م، متاح على الموقع: متاح على الموقع: <http://www.shahama-sd.com/ar/report>، تم الإطلاع يوم: 2020/04/15 على الساعة: 11:30.
7. جاسم عجيل النمشي، بحث التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، الدورة التاسعة عشرة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، متاح على الموقع: [dr-nashmi.com](http://dr-nashmi.com)
8. حمد جعفر هني، أحمد مدانياً، التصكيك الإسلامي كآلية لتمويل قطاع الإسكان في الجزائر، متاح على الموقع: [despace. Univ-setif.dz](http://despace.Univ-setif.dz)
9. سمير غويني، كمال رزيق، مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها، متاح على الموقع: <http://www.asjp.cerist.dz>
10. سوق الخرطوم للأوراق المالية متاح على الموقع: <http://www.kse.com>
11. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة متاح على الموقع: [Shahama-Sd.com](http://Shahama-Sd.com)
12. شركة دام للإستثمار المالي المحدودة على الموقع: [damin.vest.com](http://damin.vest.com)
13. محمد جعفر هني، أحمد مدانياً، التصكيك الإسلامي كآلية لتمويل قطاع الإسكان في الجزائر، متاح على الموقع: [despace. Univ-setif.dz](http://despace.Univ-setif.dz)

14. يعقوب محمد السيد، إبراهيم مشاهد عثمان، سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية ، بنك السودان المركزي قطاع المؤسسات المالية والنظم ، الإدارة العامة لتنظيم وتنمية الجهاز المصرفي، 2011، متاح على [cbos.gov .com](http://cbos.gov.com)

## قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): تطور حجم شهادات شهامة خلال الفترة 1999-2018م.

العام	فترة توزيع الأرباح	عدد الشهادات	قيمة الشهادات (بالمليون جنيه)	نسبة الزيادة %
1999	سنوية	29.450	14.7	
2000	سنوية	153.530	76.80	422.4
2001	ربع سنوية	875.830	437.9	470.2
2002	ربع سنوية	1.288.040	6.440.2	47.1
2003	نصف سنوية	2.262.270	101.621.5	75.6
2004	نصف سنوية	3.362.197	167.110.5	192.1
2005	نصف سنوية	5.575.274	228.12 مليار جنيه	-12.7
2006	سنوية	7.288.217	36.4 مليار دينار	23.7
2007	سنوية	8.446.201	4.223.1	21.0
2008	سنوية	11.022.653	5511.33	27.6
2009	سنوية	14.765.179	7432.13	34.8
2010	سنوية	18.904.640	9452.3	27.2
2011	سنوية	22.279.547	11139.8	12.9
2012	سنوية	26.015.660	13025.9	16.9
2013	سنوية	28.262.676	14131.3	8.5
2014	سنوية	31.545.804	15773.0	11.6
2015	سنوية	36.891.981	18446.0	16.95
2016	سنوية	41.110.428	20555.21	11.43
2017	سنوية	47.662.866	20.503.50	15.94
2018	سنوية	53.684.542	26842.3	12.63

المصدر:

- تقارير بنك السودان المركزي للسنوات من 2003 ..... 2018م، متاحة على الموقع: [cbos.gov.sd](http://cbos.gov.sd).
- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة التقرير السنوي العاشر 2018م، متاح على الموقع <http://www.shahama-sd.com/ar/reports>، تم الإطلاع يوم: 2020/04/02 على الساعة: 10:10.

الملحق رقم (02): تطور مبيعات صكوك الإستثمار الحكومية صرح خلال الفترة (2003-2018م).

السنوات	عدد الشهادات المباعة	القيمة بملايين الجنيهاات	النسبة
2003	600.000	6.000.0	-
2004	12.80000	12.800.0	113.3
2005	5.660.000	56.60	384
2006	12.990.816	13.0	-17.2
2007	17.050.795	1.705.0	-17.2
2008	18.725.819	1.872.5	-53.7
2009	20.223.815	2.022.38	52.4
2010	18.264.017	1.826.3	66.7
2011	19.442.477	1.944.2	-0.01
2012	14.761.555	1.476.3	-30.4
2013	8.413.256	841.3	0
2014	8.319.691	831.9	100
2015	9.042.101	904.2	-84.2
2016	8.291.901	829.2	0
2017	8.195.403	819.5	0
2018	10.524.097	1.052.4	-

المصدر:

-التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للسنوات:2003م، 2004م، 2005م، .....2018م، متاحة

على الموقع: [cbos.gov.sd](http://cbos.gov.sd)، تم الإطلاع يوم: 2020/04/05 على الساعة 15:25.

- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقرير السنوي العاشر، 2018م، متاح على

الموقع: <http://www.shahama-sd.com/ar/reports>، تم الإطلاع يوم: 2020/04/05 على

الساعة 17:1، ص:93.

الملحق رقم (03): مساهمة الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة في السودان للفترة (2009-2018م).

مساهمة صرح في التمويل الداخلي		مساهمة شهامة في التمويل الداخلي		صافي التمويل الداخلي	صافي التمويل الخارجي	العجز الكلي للموازنة	السنوات
نسبة المساهمة %	الأداء الفعلي	نسبة المساهمة %	الأداء الفعلي				
11.94	95.0	15.3	749.0	3.984.6	910.9	(4.895.5)	2009
21.9	1.662.0	26.6	2.020.0	8.292.7	(706.6)	(7.586.1)	2010
5.5	521.5	17.9	1.687.5	9.0655	55.7	(9.121.2)	2011
6.5	501.2	24.6	1.886.3	5.385.0	268.3	(7.653.4)	2012
(8)	495.7	(11)	738.7	5.383.2	1.073.2	(6.456.6)	2013
(4)	173.1	(36)	1.611.6	3.546.0	870.9	(4.416.9)	2014
1	(50.3)	(37.4)	2.611.2	7.381.8	(405.4)	(6.976.4)	2015
1.8	(206.4)	(18.8)	2.109	10.074.2	1.141.4	(11.234.9)	2016
1	163	23	3.276	15.450	(385)	(14.314)	2017
1	206	8	3.011	34.394	3.518	(37.846)	2018

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للسنوات: 2009م، 2010م، .....، 2018م، متاحة على الموقع:

[cbos.gov.sd](http://cbos.gov.sd)

الملحق رقم (04): قطاعات التنمية الممولة عبر الصكوك للفترة 2003-2018م.

النسبة	المبلغ	البيان
28.81	1.123.77	الخدمات الأساسية (مياه، صحة،
17.15	669.05	البنيات التحتية الأساسية
8.96	349.34	المشروعات الإنتاجية
38.29	1.493.46	تدفقات نقدية لوزارة المالية
3.75	146.27	مشروعات تنموية متنوعة
1.04	40.47	المعلوماتية
2.01	78.34	أخرى

المصدر: شركة السودان للخدمات المالية، التقرير السنوي العاشر، عام 2018م، متاح على الرابط: <http://www.shahama-sd.com/ar/reports>، تم الإطلاع يوم: 2019/04/25 على الساعة 08:30، ص: 59.