



## ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية

النسخة الرابعة ابريل ٥-٦ ابريل ٢٠١٢

تحت عنوان :

التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية

ورقة بعنوان :

إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية

إعداد

د. فتح الرحمن علي محمد صالح

مدير إدارة المحافظ والصناديق الإستثمارية

بنك الاستثمار المالي



## المقدمة وتنظيم الورقة

(١-١) تمهيد :

تعتبر عملية حشد المدخرات المالية المستقرة من المهام الأساسية لأجهزة الوساطة المالية فى أى اقتصاد سواء كان نامياً أو متقدماً، إذ تشكل العمود الفقري لتلبية احتياجات المؤسسات والحكومات من التمويل للاغراض المختلفة. تطورت وسائل حشد الموارد فى الاقتصاديات النامية والمتقدمة على السواء ، واصبحت تعتمد على عمليات اسواق راس المال بصورة كبيرة بفضل تطوير هذه الاسواق وزيادة فرص توسيعها وتربطها مع الاسواق المالية الدولية فضلا عن التطور التكنولوجى الذى سارع من وتيرة تطويرها ، حيث أصبحت تقدم هذه الاسواق منتجات مالية مهيكلة ( **Structured Products** ) تركز على عدة أطراف لتلائم إحتياجات مختلف المستثمرين وبالاخص فى جانب إدارة المخاطر.

بدأت المؤسسات المالية الإسلامية فى الظهور منذ نهاية الستينات من العقد الماضى فى إطار تلبية رغبات المستثمرين والمدخرين المسلمين . وقد كان التحدى الأساسى لهذه المؤسسات هو كيفية إجراء مختلف عمليات التوسط المالى من حشد للمدخرات وتوظيفها دون اللجوء لآلية سعر الفائدة المحرمة. لهذا بدأت حركة دؤوية وواسعة من الاجتهاد فى اوساط المؤسسات المالية الإسلامية لإستنباط أدوات مالية إسلامية تخدم أغراض غدارة السيولة والربحية لهذه المؤسسات ، بجانب الإستجابة لاحتياجات العملاء المتزايدة من المنتجات والخدمات المصرفية الإسلامية الملائمة .ولهذا كانت البدايات مصرفية بحتة حيث تمت صياغة العقود الاسلامية للتمويل والبيع والاستثمار فى جانبى حشد تمت توظيف الموارد . ومع التطوير الكبير والنجاح منقطع النظر للمؤسسات المالية الاسلامية على مستوى العالم . طرأت حاجات جديدة لهذه المؤسسات فى إيطار تأقلمها المستمر مع متغيرات البيئة المالية الدولية . تتمثل فى الحاجة لأدوات لادارة السيولة والمخاطر وعدم الربحية للمؤسسات على المستوى القصير وكذلك لتوفير تمويل مستقر فى الاجلين المتوسط والطويل للمشروعات الكبرى وبخاصة الحكومية . وإستجابة لذلك تم تطوير الادوات الاسلامية المستندة على عمليات أسواق رأس المال فكانت الأسهم العادية والصكوك مختلفة الأجل . وذلك على خلفية إنتشار فكرة الأسواق المالية فى مختلف الأقطار الاسلامية .

وقد ساعد فى إنتشار هذه الأدوات المالية الإستخدام المكثف لها من قبل الحكومات فى كثير من الدول لاغراض إدارة موازاناتها العامة بعيدا عن الأدوات التقليدية والتي فى أغلبها تعتمد على الإستلاف المصرفى والتمويل بالعجز وغالبية ما يستتبعه ضغوط عالية قد تهدم أهداف هذه الموازانات.





مع التطور الهائل المالية الإسلامية ونجاحها عالمياً بشهادة المؤسسات النقدية الدولية التي فتحت نوافذ إسلامية لها في البلدان الإسلامية . تراكمت لهذه المؤسسات أصولاً ضخمة من العائد على هذه الموجودات يتناقص باستمرار بسبب صعوبة تدوير هذه الأصول وتسييلها لإعادة استخدامها إستجابة لحاجات العملاء . وتزايد مع هذه الظروف تطور حركة التوريق (Securitization) في الأسواق المالية الدولية الإسلامية وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية ، لذا كانت الفرصة ملائمة للمؤسسات المالية الإسلامية . بما للاستفادة من هذه التقانة المهمة في عمليات تحرير الأصول وتسييلها في شكل أدوات تمثل فرصاً استثمارية متنوعة للمستثمرين بصورة مثلى . ومن هذا المنطلق ، بدأت حركة نشطة من البحوث والتطوير لتأصيل هذه التقانة وإتاحتها في شكل إسلامي يلائم الاهداف الكلية والجزئية فيما يعرف حالياً بالصكوك الإسلامية . ومع نمو وتطور سوق الصكوك الإسلامية بما يزيد عن الـ ١٠٠ مليار بنهاية العام ٢٠١١ وحدث الكثير من حالات الاخفاق في سداد بعض التزاماتها ، وتزامناً مع الازمة المالية العالمية الاخيرة ، بدأ الحديث يكثر حول مخاطر هذه الصكوك وكيفية ادارتها .

#### (٢-١) الموضوع الرئيسي للورقة :

تناقش الورقة بصورة رئيسية موضوع مخاطر الصكوك الإسلامية وكيفية ادارتها بما يتوافق موجهاً الشرع الحنيف بالتركيز ما امكن على التجربة السودانية .

#### (٢-١) أهداف الورقة :

تهدف الورقة بصورة محددة للآتي :

١. تسليط الضوء على الخلفيات الأساسية لعملية "التصكيك" (Islamic (Securitization في الاطار الاسلامي بجانب رصد لبعض التجارب الاسلامية في هذا الخصوص .
٢. دراسة المخاطر المختلفة التي تواجه هيكلياً الصكوك الإسلامية وسبل ادارتها بالإشارة لحالة السودان .

#### (٤-١) منهجية الورقة ومصدر المعلومات :

تتبع الورقة المنهج الوصفي التحليلي المعتمد على البيانات الثانوية كالتقارير والكتب والدوريات والاوراق العلمية والمهنية ذات الصلة بموضوع الورقة.

#### (٥-١) تنظيم الورقة :

- القسم الأول يناقش خمسة أقسام بجانب المقدمة وذلك على النحو التالي.
- القسم الأول يناقش التصكيك : المفهوم والأهمية الاقتصادية.
- القسم الثالث يناقش مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل ادارتها.





- القسم الرابع يتعلق بالإشارة للتجربة السودانية في إدارة الصكوك الإسلامية .
- القسم الخامس يتعلق بعرض النتائج والتوصيات .

القسم الأول:

### التصكيك : المفهوم والأهمية الاقتصادية

#### تمهيد :

في ظل تطور المصرفية الإسلامية خلال الاربع عقود الماضية وانتشارها عالمياً وتسجيلها لمعدل نمو سنوي لا يقل عن ١٥% سنوياً . (١) في ظل الظروف برزت أهمية الصكوك الإسلامية المعتدة على تعاملات أسواق راس المال كوحدة من أهم الأدوات المالية التي حققت معدلات نمو في حجم إصداراتها فاق ال ٤٠% سنوياً ، تشكل الصكوك محور استثمارات لاعداد كبيرة من المستثمرين المسلمين وغير المسلمين لما تتميز به من مرونة وجازبية من حيث العائد والمخاطرة نظراً لتعدد طرق وهاكل اصدارها ، في هذا الجزء من الورقة سوف يتم التطرق للارتباط بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي وكيف أن الاخير تطور بصورة طبيعية للتطور الأول - لحد ما كما يتم التطرق للخلفيات الأساسية لعملية التصكيك وأطرافها وأهميتها الاقتصادية الجزئية والكلية وذلك بغرض التعرف على مكامن المخاطر فيها وبالتالي اقتراح السبل الكفيلة لادارتها.

#### (١-١) الارتباط بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي :

يرتبط الاقتصاد الحقيقي بالاصول العينية الى تشبع الاحتياجات المتزايدة السلع الاستهلاكية والراسمالية ، ونظراً لصعوبة اشباع الحاجات البشرية بصورة مفردة ظهر مفهوم التخصص وتقسيم العمل وبالتالي الحاجة للاسواق والتبادل . وعملية التبادل هذه تحتاج لمقابل من طرفيها بعد الصعوبات التي لازمت نظام المقايضة . فقد اكتشف البشر ان الاقتصاد الحقيقي وحده لا يكفي لتقديمهم واشباع احتياجاتهم بصورة افضل ، بل لابد من تزويد هذه الاقتصاد العيني بادوات مالية تسهل عملية التبادل . لذلك ولتلافى مشكلات المقايضة ظهرت النقود وبظهورها ظهر ما يسمى بالاقتصاد النقدي او المالي في صورته الاولية .

وفي اطار تطوير الاقتصاد لتلبية احتياجات اكبر للبشرية المتزايدة ، ظهرت الحاجة للانتاج الكبير ولما كانت عملية الانتاج تتطلب امولاً ضخمة يعجز الفرد عن توفيرها ذاتيا وكذلك المصارف . فقد تعاون المنتجين فيما بينهم بأسلوب الشراكة ومن بعد تحوات لشركة يستأثر كل مساهم فيها بنصيب يسمى الاسهم . ومع تطور هذا النشاط ظهرت فكرة الاسواق المالية واصبحت رافداً رئيسياً للموارد

(١) محمد عمر ياسر ، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، ورقة مقدمة مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان "الواقع.. وتحديات المستقبل"، تنظيم نادى رجال الأعمال في الفترة ٢٠-٢١ مارس ٢٠١٠ صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية





اللازمة لتطور الاقتصاد الحقيقي . ومع نمو حركة الاقتصاد الحقيقي وظهور أدوات الدين بسبب زيادة التكلفة بالتمويل بالاسهم فضلا عن وجود حدود عليا لها ، بجانب السندات الحكومية التي تلبى احتياجات الحكومات من الموارد المالية ، تطورت اركان الاقتصاد المالى بصورة كبيرة واصبح يتطور وينمو بوتيرة اكبر من وتيرة الاقتصاد الحقيقي وفاقم من هذا التطور ظهور مؤسسات مالية متخصصة ذات مراكز مالية قوية وثقة مناسبة من المستثمرين تصدر هذه الاصول الجديدة باستمرار خدمة للاقتصاد الحقيقي .

غير ان التطور النوعى للاقتصاد المالى وارتباطه الوثيق بالاقتصاد الحقيقي بشكل متكافئ يضمن التوازن ، قد واجهته عوامل كثيرة ادت لانفصال الارتباط التاريخى بين الاقتصاد العينى والمالى من اهمها ابتعاد التوازن بين الدور الحكومى المطلوب والية عمل الاسواق ، بجانب الافراط غير المنطقى فى استخدام الرفع المالى (الدين) بواسطة المؤسسات وظهر مايعرف بالمشتقات المالية ، فضلا عن ضعف الرقابة على اللاسواق وغيرها من العوامل التى ادت مايعرف بالازمة المالية فى ظل موجبات الاقتصاد الاسلامى ، فان التكافؤ بين الاقتصاد الحقيقي والمالى بالضرورة ان يكون واضحا وذلك بسبب ان الادوات المالية (ملكية أو مديونية) فى الاسواق المالية الاسلامية تلازمها دائما تيار من الاصول مناسبة لها الامر الذى يجعل التوازن فى هذه الاسواق حاضرا وان حدوث ازمة مالية بالصورة التى شهدها العالم من العام ٢٠٠٨ امراً مستبعداً من الناحية النظرية .(١)

## (٢-١) المفاهيم الاساسية للتصكيك الإسلامى:

اصطلح الفقهاء تسمية عمليات التورق فى الاطار الاسلامى بعمليات التصكيك ، وذلك لسببين هما :

١ . كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهى صكوك تمثل البديل الاسلامى لكلمة سندات وهى تعنى ضمناً التعامل باداة مالية قائمة على المدانية والفائدة المحرمة.

٢ . كلمة التوريق فى الفكر المالى التقليدى قائمة بصفة اساسية على مكون الديون وهو ما ينهى عنه الشرع فى التبادل تفصيلا .

تأسيسا على ما سبق يمكن تعريف التصكيك على النحو التالى :

" التصكيك عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعا الى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول فى سوق مالية شريطة أن تكون محلها غالبه أعيانا ، وذات اجال محددة بعائد غير محدد أو محدود ولن ليس خاليا من المخاطر "

(١) د.أحمد شعبان محمد على ، الارتباط بين الاقتصاد العينى والمالى ودور الاقتصاد الاسلامى ومؤسساته المصرفية فى تجنب الازمات المالية ، ورقة ضمن أعمال المؤتمر العلمى العاشر للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ديسمبر ٢٠٠٩ بيروت- لبنان





تأسيسا على التعريف السابق لعملية التصكيك يمكن توضيح عدة سمات تتصل بهذه العملية على الوجه التالي :

١. التصكيك يمكن أن يؤطر باطار زمنى محدد .
  ٢. الذمة المالية المفصولة تعنى نظريا وجود الشركة ذات الأغراض الخاصة spv .
  ٣. تحديد العائد مسبقا بالنسبة للورقة لا يعنى خلوها من المخاطر وبالتالي يبعدها عن السندات ذات الفائدة الثابتة والخالية من المخاطر .
  ٤. ضرورة أن تكون الأصول محل التصكيك مقبولة شرعا والغلبة فيها للأعيان .
  ٥. القابلية للتداول فى السوق المالية متى ما توفرت الشروط الشرعية المطلوبة للتداول.
- يمكن أن تأخذ عملية التصكيك اتجاهين أساسين :

الأول : يتعلق بوجود اصل أو مجموعة أصول منتجة يتم استصدار صكوك بموجبها لمدة محددة وهى بذلك تمثل عملية مشاركة فى المنافع المتوقعة من أداء هذا الأصل أو الأصول.

الثانى: يتعلق بتمويل فكرة استثمارية معينة باستصدار صكوك مالية قابلة للتداول من حصيلتها يتم تمويل المشروعات أو المجالات الاستثمارية المحددة على أن تكون لحملة الصكوك هذه ثمار المنافع المتوقعة من الاستثمار ، وهى بذلك تمثل مضاربة / وكالة / مشاركة مقيدة .

بناء على التعريف السابق وما تم اشتقاقه من السمات العامة للتصكيك الاسلامى ، توجد العديد من الموجودات المصرفية والمالية والتجارية القابلة للتصكيك على النحو التالى :

١. الاصول المنقولة والثابتة العقارية المدرة للدخل سواء كانت مؤجرة أو مشغلة فى المشروع معين .

٢. الاستثمارات القائمة على صيغة المشاركة .

٣. ذمم البيوع (المرابحة والسلم والاستصناع) ، وبعض الفقهاء يشترط دخولها ضمن وعاء التصكيك بقيمتها الاسمية ( وفى ذلك منافع للمصكك الاصلى حيث تأتية موارد حالية بدلا من وردوها مستقبلا) .

٤. المجمعات التجارية والسكنية وكل العمليات القائمة على صيغة الإجارة .

٥. عمليات التمويل بالمضاربة والمشاركة القائمة على الشراكة فى المنافع المتوقعة يمكن أن تكون كذلك محلا لعمليات التصكيك ، وغيرها من الموجودات التى تستوفى الضوابط الشرعية





٦. ويستبعد بصفة قاطعة الأصول القائمة على أساس المداينة الربوية وتلك التي تحمل فوائدا محددة فضلاً عن الموجودات المحرمة شرعاً .

وما يتعلق بالجوانب الاجرائية لعملية التصكيك انظر الملحق رقم (١) من هذه الورقة .

#### (٢-١) الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية :

تتوفر عملية التصكيك عدة مزايا للمتعاملين في حقلها ، يمكن تقسيم هذه المزايا وفق الاتي :

#### (٣-١) أولاً : أهمية التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي Originator:

١. تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين اجال الموارد واستخداماتها . Mismatching.

٢. يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت على إنشاء الأموال أى تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة . بالإضافة لتنويع مصادر التمويل متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدية وبالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال .

٣. يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لانه عبارة عن عمليات خارج الميزان (Off BALANCE Sheet) .

٤. يتيح التصكيك للمصارف وسائر المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى إمكانية منح التمويل والتسهيلات ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة ، وبالتالي فانه يغنيها عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها .

٥. يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لادارة المخاطر الائتمانية بالبنوك والمؤسسات المختلفة proper Risk Management وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطرة محددة بينما تكون المخاطر اكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجودا ضمن خارطة أصول المنشأة كلها .

٦. يزيد التصكيك من قدرة المنشأة على زيادة نشاطها دون الحاجة الى زيادة رأسمالها .

٧. يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية . وذلك لان عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة في تمويلها وادارتها كما انه يؤدي الى تحسين النسب المالية للمصدر .





## ثانياً : أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين : Investors:

- تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين في الجوانب الآتية :
1. ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسيط والمخاطر المرتبطة بالورقة امالية المصدرة .
  2. تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر HighCredit Quality. حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني Credit Enhancement وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى . بالإضافة الى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المشأة Originator الى الشركة ذات الأغراض الخاصة spv في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المشأة المصككة ليس لها قانونيا في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك .
  1. تعطى الصكوك الاسلامية عوائد اعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الأجل المتقاربة ) .
  2. للصكوك الاسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها predictable cash flow
  3. توفير عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة portfolio Diversification

## ثالثا: أهمية التصكيك بالنسبة للإقتصاد الكلى : Economy

1. تزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد Financial Deepening (وجود عدة بدائل للمستثمرين من الأوراق المالية
2. تساعد عملية التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP دون الحاجة إلى إستثمارات إضافية
3. تساعد عملية التصكيك في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل Disintermediation
4. إن إنتشار صناعة التصكيك من شأنها يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها وبالتالي تقوى بنيتها التحتية ، ومن هذه المؤسسات قيام الشركات ذات الطبيعة الخاصة SPV ،وكالات التصنيف Raring Agency،خدمات المحاسبة







- والمراجعة والرقابة الشرعية ، بالإضافة إلى خدمات بنوك الإستثمار Investment Bank وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك
٥. مسايرة التغيرات الدولية الحاصلة فى سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلى بدلا عن إنتقاله لإستهلاك هذه الخدمات فى الخارج وتأثير ذلك على ميزان العمليات الرأسمالية .
٦. إتاحة فرص هائلة لسداد العجز فى موازنة الدولة الإتحادية أو الولائية بتوفيره لموارد حقيقة غير مؤثرة سلبا على المستوى العام للأسعار ، وبالتالي تمكينها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير مكلفة .
٧. من شأن عمليات التصكيك أن تبرر تبنى الدول لسياسات نقدية أقل تقييدا للإئتمان بسبب حقيقة مصادر تمويلها ، وبالتالي فأن السياسات التوسعية تعطى ثقة أكبر فى مناخ الإستثمار بالبلاد .
٨. من شأن الإستخدام المكثف لعمليات التصكيك وضع أسس البنية التحتية لجعل الإقتصاد المعين مركزا ماليا مرموقا وبأدوات أكثر جاذبية .(٣)

## القسم الثانى :

(٣) إتحاد المصارف العربية، مجموعة أوراق ورشة التوريق من الناحية النظرية والعلمية ببيروت ، مايو ٢٠٠٢





### خصائص الصكوك الإسلامية و إسهامها التنموي :

يتم فى هذا الجزء من الورقة تناول موضوع الخصائص العامة للصكوك الإسلامية وأوجه الإختلاف بين التوريق التقليدى والتصكيك الإسلامى ومحاولة لرصد إسهامها التنموى من خلال التعرض لبعض الإصدارات الهامة .

### (٢-١) الخصائص العامة للصكوك الإسلامية :

يمكن توضيح الخصائص العامة للصكوك الإسلامية على الوجه التالى :

١. الصكوك عبارة عن وثائق تصدر بإسم مالكةا بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكةا فى الموجودات الصادرة بموجبها
٢. يكون تداول الصكوك بناء على الشروط و الضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التى تمثلها .
٣. تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة فى موجودات قائمة أو يتعين إيجادها أو منافع ولا تمثل ديناً على مصدرها .
٤. الصك الإستثمارى الإسلامى يعطى حامله حصة من الربح أن وجدت .
٥. الصك الإستثمارى الإسلامى يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الإستثمار كاملة
٦. الصك الإستثمارى الإسلامى يخصص حصة الإكتتاب فيه للإستثمار فى مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وعادة يتم تحديدها مسبقاً .
٧. إستناد الصك على عقد شرعى يؤطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك .
٨. إنتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك) .

### (٢-٢) أوجه الإختلاف بين التوريق من الناحية التقليدية والتصكيك من الناحية الإسلامية :

- تأسيساً على المفاهيم السابقة ، يمكن توضيح أوجه الإختلاف بين التصكيك الإسلامى والتوريق التقليدى على النحو التالى ، واضعين فى الإعتبار أنه توجد أوجه تشابه كثيرة بين هاتين العلميتين :
١. نوعية الموجودات ، حيث للتصكيك من الزاوية الإسلامية ضوابط محددة لنوعية الموجودات التى تمثلها ( الموجودات المحرمة ) .
  ٢. بيع الموجودات وهو عبارة عن خصم ديون فى النظام التقليدى وعملية بيع أو حوالة أو صرف فى عملية التصكيك الإسلامى .





٣. الصيغة العامة للهيكلة فى التوريق التقليدى فى الغالب وحيدة بينما تتعدد فى التصكيك الإسلامى بتعدد صيغ التمويل والبيع والإستثمار الإسلامى .
٤. العلاقة بين المورق الأسمى والشركة ذات الغرض الخاص شكلية فى الإطار التقليدى بينما هى علاقة حقيقية فى النظام الإسلامى .
٥. عدد الأوراق المالية المصدرة بموجب عملية التوريق الإسلامى عادة متعددة بينما هى وحيدة فى النظام الإسلامى .
٦. العائد على الورقة المالية المصدرة قد يكون فائدة ثابتة فى النظم التقليدية بينما يكون عائدا متغيرا أو مستقرا من الناحية التقليدية .
٧. وجود هيئة رقابة شرعية تراقب عملية وهيكلية إصدار الصكوك الإسلامىة .
٨. لا يسمح فى النظام الإسلامى للمورق الأسمى أن تكون له حصة حاكمة فى رأس مال الشركة ذات الغرض الخاص SPV بينما قد يسمح بذلك فى إطار التجربة التقليدية .
٩. إستثمار فائض السيولة لدى SPV عادة يتم فى سندات ذات فوائد فى ظل التوريق التقليدى بينما يتم الإستثمار بأدوات ومعاملات تتفق مع الشريعة فى حالة التصكيك الإسلامى .
١٠. يتم تمويل عجز السيولة لدى SPV فى إطار التجربة التقليدية من خلال أدوات تقليدية بفوائد بينما فى إطار الهيكلية الإسلامىة يتم من خلال أدوات إسلامىة .
١١. يتم الرد لأصل المبالغ المستثمرة من قبل المورق الأسمى وبالقائمة الأولى للشراء بينما فى حالة التوريق الإسلامى يعطى المورق أولوية (خيار) الشراء ، ويتم البيع له بسعر السوق / أو حسب الوعد وذلك ضمن هيكلية الإصدار .
١٢. يتم التداول بدون شروط فى النظام التقليدى بينما يتم بشروط محددة فى حالة النموذج الإسلامى للتصكيك (١).
١٣. ولقد مرت تجربة إصدار الصكوك الإسلامىة بمراحل عديدة حتى تطورت بالصورة التى نحن عليها الآن (للتفصيل أنظر الملحق رقم (٣) والذى أعد بواسطة المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامىة - البحرين).

(١) د.فؤاد محمد محيىن، نحو نموذج تطبيقى إسلامى لتوريق الموجودات ، رسالة دكتوراة غير منشورة ، الأكاديمية العربية المصرفية والمالية ، الأردن، ٢٠٠٦ ، ومحاضرات للدكتور فتح الرحمن على محمد صالح للبنك الأهلى المصرى فى إطار برنامج تدريبيى بتنظيم من اتحاد المصارف العربية - القاهرة ديسمبر ٢٠٠٦





## (٢-٣) الإسهام التنموي للصكوك :

توجد العديد من الإصدارات السيادية وللمؤسسات من الصكوك الإسلامية والتي أسهمت بصورة مباشرة فى تمويل العديد من المشروعات التنموية بهذه البلدان(٢) بصورة عامة تميزت هذه الإصدارات بالآتى :

١. وجود التصنيف الائتماني بما يساعد فى سرعة ترويجها وتغطيتها .
٢. طول الأجل بما يسهم فى توفير موارد مستقرة .
٣. الإدراج فى الأسواق المحلية والدولية بما يقلل من مخاطر التسويق .
٤. إصدارات بموجب فتاوى هيئات رقابة شرعية معترف بها .

تعود أسباب زيادة الاعتماد على الصكوك الإسلامية والتوسع فى إصدارها بصورة متزايدة لتمويل المشروعات التنموية لعدة أسباب منها:

١. توسيع رقعة الحلول والمنتجات المالية الإسلامية التى تواكب إحتياجات قطاعات واسعة من المستثمرين سواء الحكومات أو الشركات .
٢. الدعم الحكومى سواء بالتشجيع من خلال القوانين المنظمة للصكوك الإسلامية أو من خلال إصدارها بواسطة البنوك المركزية والمساهمة فى تغطيتها ( مثال صكوك السلم بمملكة البحرين ) وذلك لكونها أحد أدوات تطوير أسواق المال بهذه الدولة .
٣. زيادة السيولة وبالأخص فى الدل المصدرة للنفط .
٤. تراكم الفوائض النقدية العربية بعد أحداث الحادى عشر من شهر سبتمبر ٢٠٠١م .
٥. زيادة حجم الطلب على الصكوك الإسلامية نتيجة لنموها بمعدلات تتجاوز ٤٥% سنوياً(١)
٦. وجود الضوابط الشرعية والمحاسبية والممارسات ذات الطبيعة المنمطة التى تنظم إصدار هذه الصكوك والتعامل فيها (معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية)(٢)
٧. وجود القوانين التى تؤطر لصناعة التصكيك وبالأخص فى البلدان التى بها بورصات تتعامل فى أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية .

(٢) للتفصيل أنظر الملحق رقم(٤) من هذه الورقة .

(١) نشرات صحفية ، صندوق النقد الدولى ، ٢٠٠٨ .

(٢) لمزيد من التفصيل راجع كتاب المعايير الإسلامية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية - البحرين ٢٠٠٧ وتحديثاته ، كذلك موقع الهيئة على شبكة الإنترنت





٨. زيادة الأحتياج لرأس المال الكثيف لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات الطاقة والبتترول والغاز الطبيعي ، ومشروعات التشييد والإعمار العقارى الكبرى . فعلى سبيل المثال تدرس دولة قطر اللجوء إلى الصكوك الإسلامية لتمويل ما يصل إلى ٦٠ بليون دولار من المشروعات الطاقة بحلول عام ٢٠١٢ . وأيضاً الكويت فى حدود ٤٦ بليون دولار فى السنوات المقبلة لتطوير صناعة الطاقة قد يمول جزء منه عن طريق الصكوك الإسلامية.
٩. حققت تجربة إصدار الصكوك الإسلامية قبولا مقدرًا من قبل المستثمرين المسلمين وغير المستثمرين بسبب عوائدها المرتفعة نسبيا مقارنة بالأدوات المالية الأخرى .
١٠. وجود هيئات رقابة شرعية ضمن هيكلية إصدار هذه الصكوك تضمن سلامة إجراءاتها بما يتوافق ومصالح المستثمرين فيها.
١١. زيادة حجم الاصدارات من الصكوك الاسلاميه يوفر ادوات مهمة لادارة السيولة ودعم الربحية للمؤسسات سواء المصرفية أو الاقتصادية المتعاملة فى هذه الصكوك.
١٢. دخول بلدان غير إسلامية فى سوق إصدارات الصكوك الإسلامية (تعتبر ولاية ساكسونى . أنهالت الألمانية أول ملتزم سيادى يصدر صكا اسلاميا فى بلد غير مسلم بحجم ١٠٠ مليون يورو . وكذلك العديد من الشركات فى بريطانيا والولايات المتحدة خلال السنوات الأخيرة بجانب صكوك البنك الدولى فى عام ٢٠٠٥ بحجم ٢٠٠ مليون دولار
١٣. نجاح النموذج الماليزى كأكبر داعم لحركة الصكوك الإسلامية ، حيث يمثل هذا السوق حوالى ٧٥% من أجمالى إصدارات الصكوك الإسلامية فى العالم (شركاالغاز والنفط بشكل خاص).
١٤. تأسيس مؤشرات فى البلدان اجنبية لقياس اداء الصكوك العالمية المتوافقه مع الشريعة مثل مؤشر داو جونزسىتى غروب الصكوك والذى اطلق فى نروة نمو هذه السوق فى ٢٠٠٦ .
١٥. امكانية استخدام هذه الصكوك فى تمويل الانفاق الاجتماعى والخيرى بما يسهم فى استدامة التنمية الاجتماعية فى البلدان الاسلاميه وفى هذا المقام يمكن ان تسهم صكوك الوقف وصكوك القرض الحسن وصكوك التبرع فى تمويل الانفاق الاجتماعى بصورة كبيرة.
١٦. تنامى الوعى المالى فى اوساط المستثمرين سواء على مستوى الشركات او الافراد بسبب سرعة وتيرة الاتصال بين الاسواق المالية العربية والدولية اضافة الى عوامل العولمة المالية وضعف القيود امام حركة الاموال . كل هذه العوامل أسهمت فى تكوين وعى مالى مناسب فى الاوساط العربية والاسلاميه من شأنه ان يسرع من استجابة المستثمرين لموجات عمليات التصكيك بصورة مناسبة .
١٧. توفر الموجودات الجاذبة للمستثمرين والقابلة للتصكيك.





١٨. وجود المؤسسات المالية الوسيطة القادرة على القيام بأعمال التصكيك ، إلى جانب توفر المكاتب التي تقدم خدمات المحاسبة والمراجعة والاستشارات المالية والفنية اللازمة.

### القسم الثالث

#### المخاطر العامة للصكوك الإسلامية وسبل إدارتها :

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب وضعها في الحسبان عند عملية الإصدار بواسطة المصدرون Issuers والمستثمرون Investors على السواء . تختلف المخاطر التي تتعرض لها الصكوك باختلاف هياكل إصدارها (حسب صيغ البيوع والتمويل والاستثمار الإسلامية ) ، كما تختلف هذه المخاطر باختلاف الموجودات المكونة لهذه الصكوك سواء كانت ثابتة أو منقولة أو منافع أو خدمات . يمكن دراسة هذا الجزء من الورقة بالنظر لمقاصد الشريعة المتعلقة بالتمويل والادوات المالية للموضوعات التالية : وذلك وفق الآتي :

#### (١-٣) حفظ المال :

من المقاصد الشرعية الكلية حفظ المال وذلك من خلال عدة نصوص قطعية . وهذا الحفظ يكون من جانبين . الجانب الأول من جانب الوجود وذلك من خلال العمل والانتاج والاستثمار فيه لتوليد الأموال وتراكمها باستمرار أو ما يعرف حديثاً بالتراكم الراسمالي . والثاني من جانب عدم أي بشرح الأحكام التي تمنع العدوان عليه وتنظم استهلاكه (سواء من جانب المالك أو من غيره)

#### (٢-٣) الخراج بالضمان والغنم بالغرم :

الخراج هو العائد أو الربح والضمان هو التعرض للماطرة . بتطبيق هذا المبدأ على الصكوك الإسلامية يعنى ان العائد على رأس المال (أرباح حصيلة إصدار الصكوك) لا يجلب إلا إذا كان أصحاب رأس المال (حملة الصكوك) قد عرضوا للمخاطرة أي الغنم .  
ثالثاً: تحمل رب المال حملة الصكوك مخاطر الاستثمار في عقود الاستثمار والصكوك التي تصدر على أساسها . حيث تختلف مخاطر الاستثمار بصيغة المضاربة عن صيغة الوكالة والمشاركة .





### (٣-٣) مقصد التيسير ورفع الحرج فى عقود التمويل :

- من الامثلة والتطبيقات على ذلك :
١. العلم براس المال المضاربة : وهو جزء من شروط حصة عقد المضاربة ، ولكن فى حالة حسابات الاستثمار لا يكون راس المال معلوما عند التعاقد ولا يعرف الا بنهاية مدة الاستثمار . وينطبق ذلك على الصكوك التى تصدر بموجب صيغة المضاربة.
  ٢. دخول وخروج مودعين فى وعاء المضاربة : وذلك دون تنضيف حكمى او فعلى .
  ٣. توزيع ربح المضاربة المشتركة بين ارباب الاموال (حملة الصكوك ) المتعددين حسب اوزان الصكوك .
  ٤. غرامات التأخير : وقد جوزها بعض الفقهاء تحت مسمى (التزام التبرع) اى التبرع بمبلغ معين او نسبة من الدين فى حالة التأخير عن سداه على ان يوجه الى جهات البر ولا ياخذ الدائن منه شيئا.
  ٥. اجارة العين لبائعها اجارة منتهية بالتمليك مع وعد المستاجر بشراء هذه العين فى نهاية مدة الاجارة بمثل الثمن الذى باعها به. وقد تصدر صكوك على اساس هذه الاجارة. دار جدل كثيف حول هذه الصيغة فاعتبرت قرضا بفائدة وآخرون اعتبروها عينة وقد جوزها البعض بضوابط صارمة.
  ٦. صكوك السلم والتصرف فى بضاعة السلم قبل قبضها ( غير الطعام) وكذلك استبدال بضاعة السلم ( موجودات الصكوك).
  ٧. تحديد الاجرة بمؤشر.
  ٨. توكيل المتعامل فى شراء بضاعة المرابحة والأعيان المؤجرة.
  ٩. ملكية موجودات الصكوك وكيفية التحقق منها.
  ١٠. ضمان رأس المال لحملة صكوك عقود الاستثمار (المضاربة والمشاركة والوكالة فى الاستثمار).
  ١١. اقراض مدير الصكوك عند توزيع العائد على سبيل التبرع وليس الا لزام<sup>(3)</sup>
- كذلك من المخاطر الأخرى التى يمكن ان تواجه الصكوك وحملتها واصدارها بجانب ما ذكر أعلاه مايلي:

١. مخاطر المخالفة الشرعية فى أى مرحلة من مراحل اصدار الصك ( منذ الاصدار وحتى تصفيته).
٢. المخاطر التشغيلية المرتبطة بالموجودات محل الصكوك.

(3) د. حسين حامد حسان ، إصدار الصكوك برعاية المقاصد والمعاملات وملكيتها وحملتها وضممتاتها ، بحث مقدم لندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامى - جدة ، أغسطس ٢٠١١





٣. المخاطر القانونية المتعلقة بالتعاقدات مع أطراف عملية التصكيك ( المنشئ SPV والملتزم والوكلاء والامناء وغيرها من الأطراف).
٤. مخاطر النكول (التعثر) من جانب الملتزمين Obligors.
٥. مخاطر تعدي الشركة ذات الغرض الخاص SPV.<sup>(١)</sup>
٦. المخاطر التسويقية Market Risk سواء المخاطر النظامية أو المخاطر الخاصة بالورقة المالية المصدرة)
٧. مخاطر تذبذب العائد (تشابه مخاطر اسعر الفائدة في السندات التقليدية) وبالاخص للصكوك المصدرة بموجب عقود الاجارة والسلم والاستصناع.
٨. مخاطر العملة ومخاطر الدولة.
٩. مخاطر تغير اسعار الموجودات محل الصكوك المصدرة.
١٠. مخاطر ارتفاع تكاليف الاصدار.
١١. مخاطر عدم تلبية احتياجات المستثمرين التقليديين مثل عمليات التحوط والخيارات والمبادلات وغيرها من عمليات المشتقات المالية.

في تقديرنا انه يمكن ان تدار هذه المخاطر من خلال حزم من الاجراءات من شأنها رفع نوعية ودرجة التصنيف الائتماني لصكوك المصدرة علي النحو التالي:

١. اسناد أدوار اكبر للمصدرين للصكوك الاسلامية وذلك في شكل ضمانات اضافية في اطار عملية التصكيك.
٢. تفعيل دور الرقابة الشرعية في كل مراحل عملية الاصدار.
٣. الادارج في الاسواق الثانوية والسعي لاصدارات تلبية المتطلبات الشرعية في التداول بشرط ان تون الغلبة للأعيان علي النحو الذي ذهبت اليه الكثير من الذاهب الفقهية.
٤. السعي للصنيف الدائم للصكوك المصدرة.<sup>(١)</sup>
٥. كفاءة ادارة الصكوك (المضارب او الوكيل او الشريك) والرقابة عليها (السلطات المختصة).
٦. أخذ الضمانات المناسبة - علي حسب الصيع المختلفة في الإصدار وتشمل الكفالة والرهن وضمن الطرف الثالث والتامين التعاوني تكوين الاحتياطات وعمليات التحوط ( بعد ثبوت جدواها الشرعية).

<sup>(١)</sup> www.vinodkothari.com

<sup>(١)</sup> Mannging finacail risks of sukuk strtures ,ali Arslan Tarig ,2004, MSC, desertaion Loughborough Univ .UK







7 . التنوع وذلك علي مستوي استثمارات الصكوك قطاعياً وجغرافياً وعوائدها وجهة الاصدار وتواريخ الاستحقاق (لتفادي مخاطر التضخم في حالة الاصدارات طويلة الاجل).<sup>(1)</sup>

## القسم الرابع

### الإشارة للتجربة السودانية في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

#### تمهيد:

في الحقيقة لاتوجد دراسات في هذا الجانب من أدبيات اصدارات الصكوك في السودان، حيث تركزت معظم الكتابات علي بيان ماهية هذه الصكوك مزاياها من حيث العائد لا المخاطرة بجانب دورها في ادارة السيولة من زاوية كلية. هذا الجزء من الورقة يحاول التعرف علي المخاطر الكامنة في إصدار الصكوك السودانية. بجانب سبل ادارتها دون الدخول في تفاصيل دقيقة لعدم توفير البيانات الكافية.

### (٤-١) نجاحات باهرة للتجربة السودانية في اصدار الصكوك الحكومية:

يمكن سرد الجوانب المضيئة التالية لتجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان :

1. تعتبر التجربة السودانية في مجال إصدار الصكوك محاولة جادة في مجال الصناعة المالية الإسلامية لكونها إمتدت لأكثر من عقد من الزمان.
2. أسهمت في تثبيت دعائم سوق الخرطوم للأوراق المالية بإثارة الإيجابية على مجمل حركة الإقتصاد السوداني .
3. أسهمت في معالجة فجوة الموارد الداخلية لتغطيتها لنسبة كبيرة من عجز الموازنة الداخلية.
4. أسهمت في إيجاد معيار للربحية في الإقتصاد Beachmark يعتمد عليه في إتخاذ الكثير من القرارات الإقتصادية لمجتمع الأعمال.
5. أسهمت في تنوع أدوات إدارة السيولة للجهاز المصرفي وكذلك الضمانات المصرفية
6. مهدت الطريق للإبتكارات المالية للتمويل القطاع الخاص من خلال أدوات سوق المال .
7. من المؤمل أن تسهم في تمويل التنمية الإجتماعية والأنشطة الخيرية من خلال أدوات سوق المال إذا تم إصدار الصكوك الإجتماعية والخيرية.

(1) د. أشرف محمد دوابة ، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ، ورقة مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمينية: الواقع وتحديات المستقبل ، صنعاء، مارس ٢٠١٠ .





٨. ساعدت فى نشر الوعى الإدخارى فى أوساط المجتمع .
٩. ساهمت فى تطوير وتحريك الأفكار والإجتهادات الشرعية فى المجال المالى
١٠. نشطت مكاتب المحاسبين القانونيين والدوائر البحثية ذات الصلة بأسواق المال وغيرها من الجوانب .

#### (٤-٢) المخاطر المحتملة التى من المؤمل أن تواجه الصكوك السودانية :-

عدم وضوح هيكلية الإصدار : وذلك من خلال :

١. تداخل مهام و إختصاصات الإصدار
٢. ضعف الشفافية فى عملية بيع الأصول من الحكومة إلى الشركة ، ثم إعادة الشراء من قبل الحكومة للإصول عند التصفية للورقة المالية (حالة شهامة ) يؤثر على الكفاءة التنظيمية للإصدار .
٣. الجمع بين وظائف المحاسبة والمراجعة و التقييم للإصول فى أيدى ديوان المراجع العام ، وهو جهة حكومية وقد لا يضمن ذلك مصداقية أكبر على هيكل الإصدارات الحكومية فيما لو تمت من قبل مراجع خاص خارجي
٤. ضعف الإفصاح عن الأداء مكونات الإصدار وأسس حسابه.
٥. لم يتم تطوير المكونات محل إصدار الشهادات لتشمل التدفقات النقدية (رسوم / عوائد مستقبلية وخلافها )
٦. لا توجد شفافية فى الإفصاح عن أداء المكونات ولو نصف سنويا ( يتم الإعلان عن الشركات المكونة فقط كأسماء)
٧. لا توجد نشرة إصدار مصاحبة لكل إصدار على حدة .
٨. لا يتم الإفصاح عن مجالات الحقيقة لتوظيف حصيلة الإكتتاب حيث يذكر فقط مشروعات عامة ، من شأن الإعلان عن المشروعات تدعيم قوة الشهادة .
٩. التأخر فى سداد الأرباح وأصل المبالغ عند التصفية (مخاطر تسويقية ) .
١٠. التأخير فى إدراج الشهادات فى السوق المالية ( مخاطر التسويقية ) .
١١. لا توجد تقارير دورية عن حالة الموجودات محل الشهادات المصرفية المصدرة (شهامة ) أو فى المشروعات الممولة (فى حالة صرح ) ، حيث أنها مفيدة للتنبؤ بالعائد بجانب التخارج عند جالات توقع ضعف الأداء .





١٢. ضعف التقارير والفتاوي الشرعية المصدرة حول الشهادات ( حساب المكون حساب الأرباح).

١٣. لا يغطي قانون صكوك التمويل الحالي عمليات الحالي عمليات تصكيك الأصول من حيث تكييف الشركة ذات الغرض الخاص SPV وضوابط المنشئ وعمليات البيع الفعلي للأصول وجوانب حالات إدارة فائض وعجز السيولة والرجوع للمنشئ Recourse وغيرها. ١٤. ضعف خدمة المستثمرين الأجانب في الصكوك الحكومية خلال الآونة الأخيرة.

### (٣-٤) الوسائل الممكنة لإدارة مخاطر ومشكلات الصكوك الحكومية:

يمكن اقتراح السياسات والوسائل التالية كتدابير أن تسهم في تخفيف المخاطر المحتملة للإصدارات السودانية:

١. لابد من اعتماد طرق مختلفة لحساب المكون ( صافي الموجودات، القيمة الحالية للتدفقات النقدية للشركة، وغيرها من الطرق.

٢. لابد من أعمال الطرق المحاسبية المتعارف عليها في حساب الأرباح الرأسمالية وكذلك في تحديد قيمة المكون لشهادات شهامة.

٣. عدم التأخير في إدراج الشهادات في السوق المالية.

٤. ضرورة إدراج الشهادات الحكومية ضمن الإيداع والحفظ المركزي بالسوق أسوة ببقية الأوراق المالية ( تسريع التداول لعدم الحاجة لإصدار شهادات جديدة بمتبقي الرصيد، زيادة عمولات السوق نتيجة اتساع التداول) مراعاة حقوق المستثمرين في التصرف في استثماراتهم في الوقت المحدد.

٥. ضرورة وجود تقارير والفتاوي الشرعية المصدرة حول الشهادة المصدرة (شهامة) أو في المشروعات الممولة ( في حالة صرح)، حيث انها مفيدة للتنبؤ بالعائد بجانب التخارج عند حالات توقع ضعف الأداء.

٦. توفير التقارير والفتاوي الشرعية المصدرة حول الشهادات لتأكيد شرعية حساب المكون وحساب الأرباح.

٧. وضوح الرؤية الشرعية بشأن الزكاة للإصدارات الحكومية والإعلان عن هذا الجانب.

٨. التأكيد علي الالتزام بسداد الأرباح في مواعيدها دليل لقوة الشهادة ونجاح الإصدارات اللاحقة.

٩. تفعيل دور بنك السودان المركزي كداعم/ ضامن رئيسي للشهادة من خلال الالتزامه بالسداد في الموعد المحدد للأرباح ( تفعيل ضمان الطرف الثالث).

١٠. تنشيط دور صناع السوق لتخفيف مخاطر التخارج للصكوك الحكومية والشهادات الأخرى.





١١. ضرورة مراجعة العائد للشهادات المصدرة علي أساس صيغة الاجارة دوريا للتماشي مع الظروف التضخمية السائدة.
١٢. التنسيق بين السياسات المالية والنقدية فيما يلي الإصدارات الحكومية للوصول الحجم الأنسب للإصدارات الحكومية.
١٣. اقتراح لجنة دائمة للإصدار تجمع دوريا وليس فقط بمناسبة الإصدار (المالية+الشركة+ السوق+ الوسيطاء+ الخبراء).
١٤. وغيرها من الحلول التي تساعد في تطوير التجربة ونقلها لمصاف العالمية.

### (٤-٤) الجهود المبذولة لإدارة مخاطر الصكوك السودانية:

- لابد من الاشارة للجهود التي بذلت في الماضي ومازالت تتولي من قبل الجهات الرقابية والإشرافية في السودان لتطوير صناعة الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال.
١. اللجان المتكررة التي يكونها السيد/ وزير المالية والاقتصاد الوطني لتدارك المشكلات/ المخاطر التي يمكن أن تواجهها الصكوك السودانية والتي عادة تمثل فيها كل الجهات ذات الصلة بالإصدار.
  ٢. جهود بنك السودان المركزي والهيئة العليا للرقابة الشرعية وذلك في تطوير المنتجات.
  ٣. جهود الخرطوم للأوراق المالية وشركة السودان للخدمات المالية.
  ٤. جهود جمعية الوكلاء بسوق الخرطوم للأوراق المالية.
  ٥. جهود مكاتب المحاسبة والمراجعة ذات الصلة بشاط الأوراق المالية.

### القسم الخامس

### النتائج والتوصيات

### (١-٥) النتائج:

- توصلت الورقة للنتائج التالية:
١. تستند الصكوك الإسلامية وهيكل إصدارها علي إرث شرعي متين وقابل للتطور مما جعل العديد من المؤسسات المالية والنقدية الدولية تعترف بها كأدوات مالية مستوفية للشروط الفنية للتعامل بها دوليا.
  ٢. تنوع وتعدد هيكل إصدارات الصكوك الإسلامية من شأنه أن يوفر حولا متنوعا للشركات والحكومات الراغبة في الإستفادة من تقانة التصكيك الإسلامي.





٣. تنوع تجارب إصدارات الصكوك الإسلامية يبين ان هذه الصكوك صارت ذات قيمة مضافة أعلى وأن استخدمها يعتبر أفضل نسبيا من استخدام أدوات الدين التقليدية.
٤. برهنت التجارب العملية لإصدار الصكوك الإسلامية انها وسيلة مفيدة لتمويل مشروعات البنية التحتية والمشروعات التنموية الكبرى في العديد من البلدان.
٥. توجد مساحة رحبة لتمويل مشروعات التنمية الإجتماعية ومكافحة الفقر من خلال الية الصكوك الإسلامية.
٦. تواجه الصكوك الإسلامية بالعديد من المخاطر الائتمانية والتسويقية و التشغيلية من شأنها الحد من الإعتماد عليها مستقبلا مالم تراعى هذه المخاطر ضمن هيكلية الصكوك المصدرة.
٧. تعتبر التجربة السودانية في إصدارات الصكوك من التجارب الناجحة والراسخة والتي يمكن الإعتماد عليها في البلدان الأخذة في التحول للمصرفية المالية والإسلامية.

### (٥-٢) التوصيات:

توصي هذه الورقة بالتوصيات التالية:

١. ضرورة استمرار الحكومات في التشجيع الإعتماد علي الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعاتها التنموية.
٢. ضرورة بذل جهود حثيثة من جانب المهتمين والمشرفين لتقريب وجهات النظر الشرعية في امر التصكيك الإسلامي وذلك من خلال الندوات والمؤتمرات وغيرها من المنابر.
٣. تجويد وتطوير التجربة السودانية في الإصدارات الحكومية علي ضوء نتائج الممارسة الفعلية بجانب الاستفادة من التجارب الدولية الاقليمية في هذا الخصوص.
٤. عدم مجارة الفكر الغربي في ممارسات التوريق باسلمته وانما اجتهاد أدوات مالية اسلامية جديدة نابغة من الارث والواقع الاسلامي في مجال المعاملات.
٥. السعي لتصنيف استخدام صكوك القرض وصكوك الوقف في التمويل الإجتماعي للتنمية بالبلدان الإسلامية.
٧. مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك الإسلامية عند إصدارها بما يسهم في توفير منتج مالي اسلامي منخفض المخاطر.
٨. الأستمرار في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في أوساط مجتمعات الأعمال بوصفها أدوات مالية تقدم حولا مبتكرة لهم في مجال حشد وتوظيف الموارد.





٩. الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية في تطويرها بنفس وتيرة تطور المصرفية الإسلامية.

www.oxpdf.com





## قائمة المصادر:

١. اتحاد المصارف العربية، التوريق كأداة مالية حديثة ، بيروت، ١٩٩٥.
  ٢. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية،مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، مقال عن: تحويل تدفقات المبالغ المستحقة القبض الآجل للاوراق المالية : أداة مفيدة للدول النامية المجلد العاشر، العدد الأول ، السنة العاشرة، مارس ٢٠٠٢.
  ٣. اتحاد المصارف العربية، مجموعة ،أوراق ورشة التوريق من الناحية النظرية والعملية بيروت مايو ٢٠٠٢.
  ٤. International SWAPS and derivatives Association, The bond market Association, Special purpose entities.4 and the Securitization Markets, Discussion Paper, Jan, 2002.
  ٥. Anwar, K, AL Sadah, Securitization in Islamic Banking & Finance& Risk Management, WIBC 2003 Dec, 4. Kindom of Bahrain.
  ٦. [www.vinodkothari.com](http://www.vinodkothari.com)
  ٧. Dr Fouad Shaker, Islamic Banking: Key Challenges Ahead WIBC, WIBC, Dec 2003.
  ٨. د. فتح الرحمن علي محمد صالح، ورقة صناعة التوريق في السودان ، قدمت للمنتدي المصرفي الدوري للمعهد العالي للدراسات المصرفية الاسلامية. ٢٠٠١ ( بتصرف).
  ٩. Robert Gray, Development and the Future of the SukuK Market WIBC 2003, Kindom of Bahrain.
  ١٠. مركز ادارة السيولة- البحرين، ٢٠٠٧.
  ١١. د. فؤاد محمد محيسن، نحو نموذج تطبيقي اسلامي لتوريق الموجودات، رسالة دكتوراة غير منشورة، الاكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية، الاردن، ٢٠٠٦.
  ١٢. د. فتح الرحمن علي محمد صالح، مجموعة محاضرات لمنسوبي البنك الاهلي المصري في دورة تدريبية بتنظيم من اتحاد المصارف العربية، القاهرة- ديسمبر ٢٠٠٦.
  ١٣. إصدارات مركز دبي المالي العالمي ، ٢٠٠٨ .
  ١٤. أشرف محمد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ، ورقة مقدمة لمؤتمر المصارف الاسلامية اليمنية :الواقع وتحديات المستقبل، صنعاء، مارس ٢٠١٠.
- ملحق رقم (١)

## الجوانب الاجرائية لعملية التصكيك





## أولاً: المصدر الأصلي: Originator:

1. استيفاء معايير السلامة المالية والمصرفية وفقاً لمتطلبات الجهة المشرفة علي التصكيك ( البنك المركزي او هيئة سوق المال بحسب الحال).
2. اسيفاء الضوابط القانونية بحسب الممارسات السائدة في البلد المعين الذي يتم فيه الاصدار .

## ثانياً: عملية بيع الأصول من البنك للشركة ذات الأغراض الخاصة: True Sale

1. البيع الفعلي وفق إطار قانوني محدد ويستلزم ذلك نقل لكامل الحقوق والالتزامات للشركة ذات الأغراض الخاصة SPV
2. بموجب عملية البيع فان سلطات المؤسسة الإسلامية في تحصيل مستحقاته طرف العملاء (أقساط مرابحة ، سلعة مسلمة، حصص مشاركة، وأية ذمم مدينة أخرى، وإيجارات المصرف ونحو ذلك) تنتقل إلي طرف ثالث SPV
3. تأسيساً علي ماورد في النقطة (٢) أعلاه لابد من وجود نص في عقود العمليات الاستثمارية لهذه المؤسسات تؤهلها لإمكانية تحويل التزام العميل طرف المؤسسة لطرف ثالث.
4. يتم نقل ملكية الأصول من المؤسسة الإسلامية للشركة ذات الأغراض الخاصة نقلاً فعلياً ومعلناً وذلك لطمأنة المستثمرين بأن الورقة المصدرة بموجبها هي أوراق مالية مسنودة بأصول فعلية تملكها ملكية تامة، وفي تحقيق لإعتبارات الشرعية لهذه الأوراق المصدرة.
5. ضرورة الإفصاح عن البيع افصاحاً بيناً يؤكد سلامته الشرعية، كأن تدرج وثيقة البيع ضمن اصدار الصك، وغيرها من الضوابط التي تملئها الاعتبارات والشرعية والفنية للاصدار.

## ثالثاً: للشركة ذات الأغراض الخاصة: SPV

1. وجود الشركة ذات الأغراض الخاصة يتسق مع أغراض الذمة المالية المستقلة لحسابات الأصول محل التصكيك ( والتي عادة تطلبها القوانين والمعايير الشرعية كمثل تلك الصادرة عن هيئة المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية- البحرين).
2. الهدف من الشركة ذات الغرض الخاص هو تأكد المستثمرين من أن الجهة التي تقوم بإصدار هي جهة أبعد ما تكون عن التصفية. Far Remote- Bankruptcy Entity.
3. وبالتالي فان أي SPV يجب ان تكون شركة ليست لها أي التزامات تؤثر بصورة سلبية علي نوعية الورقة المالية المصدرة بموجب الأصول التي تملكها.







٤. يفضل أن علي شكل شراكة partnership

www.oxpdf.com





## رابعاً : حجم الإصدار :

1. إعادة التحزيم للأصول Repackaging بالصورة التي تتناسب عوائدها مع مواعيد توزيع الأرباح (مراعاة التوقيت).
2. تتناسب حجم الاصدار مع حجم الموجودات محل عملية التصكيك بعد تقييمها بصورة عادلة. مراعاة الاعتبارات الشرعية عند النظر إلي الموقف الإجمالي لمحفظة الأصول المطروحة من حيث السيولة ومراعاة ان تكون في غالبها أعيان، وغيرها من الضوابط التي تملئها الاعتبارات الشرعية والفنية للطرح.<sup>(1)</sup>

## ملحق رقم (٢)

### أطراف عملية التصكيك وعلاقتها التنظيمية والقانونية

#### (١-٢) أطراف عملية التصكيك :

تتشابه في كثير من الجوانب عادة تتمثل أطراف عملية التصكيك مع تلك السائدة في حالة التوريق . وهذه الجهات هي:

1. الرقابة الشرعية Sharia Supervisory Body
2. المصدر الأصلي Originator
3. الشركات ذات الأغراض الخاصة (Special Purpose Vehicle)
4. الأمين Trustee
5. مساعد الأمين Servicer
6. مؤسسة التصنيف الإئتماني Rating Agency
7. المغطى Underwriter
8. مزود خدمات الضمان والتسهيلات الإئتمانية Credit Enhancer
9. المستثمرون Investors

وغيرها من الأطراف بحسب طبيعة وهيكلية إصدار الصكوك تبعا لنوعية الموجودات والصيغة الشرعية المستخدمة .

(1) د. فتح الرحمن علي محمد صالح ، ورقة صناعة التوريق في السودان ، قدمت للمنتدى المصرفي الدوري للمعهد العالي للدراسات المصرفية والمالية ، ٢٠٠١ "بتصرف" .





من الضرورة أن ترتبط هذه الأطراف بعلاقات قانونية وشرعية واضحة تنظم عمل كل طرف وتحدد مسؤولياته و واجباته ، وكذلك يوثق لمهام كل طرف في نشرة الإصدار الخاصة بإصدار الصكوك Documentation كما يحكمها إطار شرعى واضح مدعوم بفتوى تبين السلامة الشرعية للإصدار .Sharia Compliance

## ملحق رقم (٣)

## تاريخ ومراحل الصكوك الإسلامية

١. قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها في الفترة ما بين ١٩٨٦ وبين ٢٠٠٩ م.
٢. حيث تم إصدار سندات مقارضة وسندات للتنمية والإستثمار في أكتوبر - تشرين الأول عام ١٩٨٦م، فقام مجمع الفقه الإلامى الدولى بالتاكيد على أهمية موضوع السندات كما كلف باحثين متخصصين لتمكينه من اتخاذ القرار الصائب بشأن هذه السندات .
٣. أما شباط - فبراير عام ١٩٨٨م فقد أصدر مجمع الفقه الإسلامى الدولى الصيغة المقبولة شرعا للصكوك المقارضة.
٤. هذا وقد قام المجمع بإصدار فتوى فى آذار - مارس ١٩٩٠م مفادها تحريم السندات وأقترح البديل لها وهو الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة .
٥. ثم أصدرت رابطة العالم الإسلامى وهى تعتبر الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامى الدولى ، فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات وذلك فى تاريخ يناير - كانون الثانى عام ٢٠٠٢ ، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول فى السوق الثانوية .
٦. فى المرحلة الخامسة قامت جهة ثالثة ألا وهى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتحديد أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التى تحكمها ، كان ذلك فى مايو - أيار ٢٠٠٣ م .
٧. فى المرحلة التى تليها قام مجمع الفقه الإسلامى الدولى فى مارس - آذار عام ٢٠٠٤م بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التى تحكم صكوك الإجارة ، كما أنه أوصى بدراسة إصدار الصكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتملك ، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها فى الإجارة الموصوفة فى الذمة .
٨. من جهته وصى المجمع بعقد ندوة متخصصة لإعداد لأئحة بشأن السندات المقارضة إذا كانت الصكوك مثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون ، وذلك فى يونيو - حزيران عام ٢٠٠٦م .





٩. أما صندوق النقد الدولي فقد جاء دوره للتأكيد على الطفرة في معاملات التورق الإسلامى تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف ، والتأكيد أيضا على أن عددا متناميا من البلدان يفكرون فى دخول سوق الصكوك ، كما بين الصندوق أن أبرز تحدى للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة فى الأوراق المالية التقليدية ، كان ذلك فى عام ٢٠٠٧ لشهر سبتمبر - أيلول .

١٠. ثم ظهرت مشكلة الصكوك فى المرحلة التاسعة وتحديد فى فبراير - شباط عام ٢٠٠٨ .  
١١. فى المرحلة التى تليها ظهرت زكاة الصكوك المقارضة ، حيث أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة فى نيسان - أبريل عام ٢٠٠٨ فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزكى زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها .  
١٢. بعد ذلك أكد صندوق النقد الدولي مرة أخرى فى المرحلة اللاحقة فى يوليو - تموز عام ٢٠٠٨ على أهمية الصكوك التى الإسلامية السيادية (الحكومية) والتأكيد كذلك على أن الصكوك تلقى أهتماما أكثر سواء من المسلمين أو غيرهم ، كما أكد الصندوق على أن أبرز التحديات التى تواجه الصكوك هى القوانين والخلاف الفقهي .

١٣. وفى ماليزيا قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية فى يناير - كانون الثانى عام ٢٠٠٩ م بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التى تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك ، كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك والتصكيك لأغراض رأس المال النظامى ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان التى تتعرض لها عملية التصكيك بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتمانى المقدم من المصدر أو المنشئ ومعالجة التعزيز الائتمانى حسب هيكلته .  
١٤. وفى المرحلة قبل الأخيرة أجاز مجمع الفقه الإسلامى الدولي فى نيسان - أبريل عام ٢٠٠٩م وقف الصكوك لأنها أموال معتبرة شرعا ، مبينا الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك .

١٥. وفى المرحلة الأخيرة إستعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها ، مؤكدا على إيجاد الإطار القانونى لها ، وكان ذلك فى أبريل - نيسان عام ٢٠٠٩م .





## الملحق (٤)

### دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية

تشير التوقعات بزيادة حجم سوق الصكوك الإسلامية من ٩١ مليار دولار بنهاية العام ٢٠١١م إلى أكثر من ١٠٠ مليار دولار خلال السنوات القادمة<sup>(١)</sup> . الأمر الذي يؤكد قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنى التحتية كانفط والغاز و الطرق والمطارات والموانى والكبارى وغيرها من المشروعات التنموية وكذلك لتمويل التوسعات الراسمالية للشركات Corporate.

تؤكد التجارب العملية لاصدارات الصكوك فى عدد من البلدان الاسلامية والخليجية والافريقية قدرتها على تمويل المشروعات التنموية الكبرى وفى ذلك تحقيق قيمة مضافة اكبر للاقتصاد ولهذه الصكوك . توجد بعض المعالم البارزة فى التجارب العالمية<sup>(٢)</sup> فى اصدار الصكوك الاسلامية (السيادية وللشركات) يمكن ايجازها فيما يلى :

١. تمويل مؤسسة الموانى والجمارك والمنطقة الحرة فى دى بمبلغ تجاوز ٢.٨ مليار دولار وذلك عبر صكوك اسلامية مصدرة بواسطة بنك دى الإسلامى .
٢. صكوك شركة "خزانة" الماليزية بحجم ٧٥٠ مليون دولار .
٣. صكوك كرفان السعودية بحم ٩٨ مليون ريال سعودى وهو عملية تصكيك اسطول سيارات اجرة .
٤. صكوك شركة سابك بقيمة ٣ مليارات ريال .
٥. صكوك الاستثمار الصادرة عن البنك الإسلامى للتنمية - جدة بقيمة ٤٠٠ مليون دولار
٦. أصدر البنك الإسلامى الأردنى مجموعة من المحافظ الاستثمارية التى تقوم على فكرة سندات المقارضة عام ١٩٩٧م .
٧. صكوك التأجير المرتبطة بمطار البحرين الدولى والمصدرة بواسطة مؤسسة النقد البحرينى نيابة عن حكومة البحرين .
٨. قامت حكومة دى ممثلة بدائرة الطيران المدنى بالتوقيع مع ستة بنوك إسلامية تحت إدارة بنك دى الإسلامى لاصدار صكوك إجارة إسلامية بحجم بليون أمريكى تم تغطيتها بالكامل لتمويل توسعة مطار دى .

(١) توقعات مركز دى العالمى، ٢٠١١

(٢) على الرغم من أهمية التفصيل الفنى لهيكل هذه الصكوك ، هذه الصكوك ، الا ان ذلك يحتاج لمعلومات كبيرة ويقع خارج نطاق أهداف الورقة .





٩. اصدرت مؤسسة نقد البحرين حتى نهاية العام الماضى ٢٠٠٧ صكوكا قيمتها ١.٣ مليار دولار فى تسهية إصدارات منذ عام ٢٠٠١ تم إدراج جزء منها تبلغ قيمته ٧٨٠ مليون دولار فى سوق البحرين للأوراق المالية ، كما تصدر المؤسسة أيضا "صكوك السلم " وهى صكوك شهرية بقيمة ٢٥ دولار من أجل امتصاص السيولة الزائدة فى السوق ولكنها لا تدرجها فى البورصة .
١٠. صكوك الاجارة الدولية لحكومة قطر Qatar Global sukuk بقيمة ٧٠٠ دولار لتطوير مدينة حمد الطبية .
١١. ولاية ساكسونى . أنهارت الألمانية أول ملتزم سيادى يصدر صكوكا إسلامية فى بلد إسلامية فى بلد غير مسلم بحجم ١٠٠ مليون دولار.
١٢. صكوك اجارة - شركة تبريد الاماراتية بحجم ١٠٠ مليون دولار (٢٠٠٢) وكذلك ٢٥٠ مليون دولار فى العام ٢٠٠٦ .
١٣. صكوك الانتفاع لمنشآت البحرين بحجم ٣٤٠ مليون دولار .
١٤. صكوك اجارة (درة البحرين ) بمبلغ ١٥٢.٥ مليون دولار .
١٥. صكوك اجارة حكومة باكستان بحجم ٦٠٠ مليون دولار .
١٦. صكوك المشاركة Dubai MCE بحجم ٦٠٠ مليون دولار.
١٧. صكوك الاجارة - طيران الامارات بحجم ٥٥٠ مليون دولار
١٨. صكوك مشاركة دار الاستثمار - البحرين بحجم ٢٥٠ مليون دولار.
١٩. صكوك شركة الاستثمار لشركة املاك الاماراتية بحجم ٢٥٠ مليون دولار .
٢٠. صكوك شركة سابل السعودية بحجم ٣ مليارات ريال سعودى .
٢١. شهادات المشاركة الحكومية شهامة - السودان (صيغة المشاركة) لتمويل عجز الموازنة و يبلغ رصيدها المتراكم حوالى ٨ مليار جنية (تقديرات)
٢٢. شهادات اجارة بنك السودان المركزى (شهاب) قائمة على فكرة البيع ثم اعادة التاجير ، غرض ادارة السيولة فيما بين المصارف .
٢٣. صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) وهى قائمة على صيغة المضاربة فى حشد الموارد وصيغة الاجارة والاستصناع والمراوحة فى جانب توظيف الموارد - السودان .
٢٤. وغيرها من الاصدارات فى البلدان الاسلامية وغير الاسلامية وبالاخص لصناديق الاستثمار الاسلامية فى الاسهم والسلع والمعادن وغيرها من الموجودات .<sup>(١)</sup>

<sup>(١)</sup> للمزيد من المعلومات يمكن مراجعة مركز إدارة السيولة - البحرين على الانترنت . وكذلك

Robert Gray , Development and the future of the Sukuk Market , Kindom of Bahrain .2003





www.oxpdf.com

