

## أثر مخاطر التضخم على عوائد الصكوك الحكومية: دراسة حالة شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)

بدوي محمد أحمد الصديق (\*)

**المخلص:** تهدف الدراسة إلى حساب القيمة الحقيقية لعوائد شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) في الفترة من 1999 إلى 2016 بعد استبعاد معدل التضخم. وقد اختيرت شهادات شهامة كنموذج للصكوك السودانية لأنها الأكثر شهرة والأعلى عائدا مقارنة بالأخرى. وقد استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والتاريخي للوصول إلى النتائج. كما اعتمدت على معلومات ثانوية متنوعة. وقد حُسبت القيمة الحقيقية للعوائد باستخدام معادلة فشر. وتوصلت الدراسة إلى أن 10 من سنوات الدراسة وهي (18) كانت معدلات عوائدها الحقيقية أقل من 50% من معدلاتها الاسمية. وقد بلغت أدنى انخفاض لها عام 2014 حيث كان المعدل سالب 110.8؛ مما يدل على تنامي وعظم مخاطر شهادات شهامة. وأوصت الدراسة بضرورة حساب القيم الحقيقية لعوائد الصكوك وخاصة عند تعرضها لمخاطر التضخم حتى تسهل المقارنة بين الصكوك العالمية المختلفة.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الحكومية، القيمة الحقيقية للعوائد، مخاطر التضخم، شهادات المشاركة الحكومية.

### The Impact of Inflation Risk on Government Sukuk Returns: The Case of Government Participation Certificates (Shahama)

Badawi Mohammed Ahmed Elsiddig

**Abstract:** This study aims to measure the real value of the government participation certificates (Shahama) during the period 1999-2014 by eliminating inflation rate. Shahama was selected to resemble the other Sudanese sukuk because it is the most famous and the highest in returns. Analytical descriptive and historical methods were used and various secondary data were employed. Real values were calculated using Fisher equation. The results showed that the real values of 10 years out 18 years were less than 50% of their nominal values. The minimum real value recorded was in the year 2014, which was minus 110.8 indicating that the risks of shahama were very high. The research recommended that real values of sukuk returns should be calculated especially when they are vulnerable to inflation rate risk so as to enhance comparison between the different global sukuk.

**Keywords:** government sukuk, real value of returns, inflation risk, government participation certificates.

## 1- مقدمة

فاقت سوق الصكوك الإسلامية القطاع المصرفي الإسلامي في السنوات الأخيرة بناءً على معدلات النمو. فحجم الصكوك العالمية القائمة قد توسع بمعدل نمو سنوي تراكمي بين عامي 2008 و2013 وبقيمة تبلغ 294.7 بليون دولار بنهاية الربع الثالث من عام 2014. (IFSI Stability Report, 2015,11)

ويرى بعض الباحثين أن الخسائر المحدودة التي تعرضت لها المصارف والمؤسسات الإسلامية خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة تدعم فكرة أن عقود التمويل الإسلامية أكثر سلامة من نظيراتها التقليدية ولكن أثناء تطورها ونموها فإن مخاطرها بدأت تظهر. (59, 2010 & Haider Azhar). وقد ظهرت عدة إخفاقات للصكوك ومنها: صكوك إيست كامبيرون غاز وصكوك النخيل وإفسمنت دار صكوك وغيرها (إدارة الخزينة بالبنك الإسلامي للتنمية، 1431) وبالرغم من وجود دراسات كثيرة تناولت مخاطر الصكوك من حيث مصادرها وأنواعها ودرجتها وغير ذلك؛ إلا أن المزيد من الدراسات ولا سيما دراسة الحالات مفيدة للمقارنة؛ إذ أن مصادر الخطر تتنوع حسب المؤسسة أو الدولة المُصدرة؛ حيث تختلف ظروف الدول والمؤسسات عن بعضها البعض، ويمكن أن تكون المفارقات أحياناً كبيرة لا تخطئها العين. وقد تناولت عدة بحوث تجارب بعض الدول في إصدار الصكوك وتقويمها وإدارة مخاطرها. ومن تلك البحوث ما تناولت تجربة الصكوك بالسودان ومخاطرها. ويلاحظ عليها أنها أغفلت عوامل مهمة تزيد من مخاطرها؛ فعلى سبيل المثال لم تقم تلك البحوث بقياس مخاطر التضخم وتأثيره على عوائد الصكوك بالرغم من ارتفاع معدلات التضخم بالسودان وخاصة بعد انفصال الجنوب عام 2011. وإن إغفال تأثير هذا العامل - ولا سيما في الدول النامية ذات الاقتصادات غير المستقرة كالسودان - يؤدي إلى نتائج غير دقيقة. وهذا ما دفع الباحث إلى إعادة النظر في الطرق التي اتبعها الباحثون بشأن التجربة السودانية، وتقويم مخاطرها حين أخذوا بالقيمة الاسمية فقط في تحليلاتهم. وبناءً على هذا فإن مشكلة البحث تتمثل في السؤال التالي: ما أثر مخاطر التضخم على عوائد شهادات المشاركة الحكومية (شهادة)؟ ويهدف البحث إلى الإجابة عن السؤال السابق للتعرف على القيمة الحقيقية للعوائد بعد استبعاد أثر التضخم من القيمة الاسمية للعوائد. وتتجلى أهمية البحث في أنها محاولة - هي الأولى حسب علم الباحث - لقياس تأثير هذا العاملين على عوائد الصكوك السودانية؛ وبالرغم من التسليم بتأثير المخاطر الأخرى كالمخاطر السياسية والقانونية والشرعية وسعر الصرف وغيرها في الصكوك عموماً، وفي السودانية منها على وجه الخصوص؛ إلا أنه يصعب قياسها كميّاً عدا الأخيرة منها.

## 2. الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

### 1.2 مفهوم الصكوك الإسلامية

تعرف الصكوك بأنها أوراق مالية محددة المدة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، تخوّل مالكيها منافع، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته. (ميرة، 80، 1432). كما يستخدم مصطلح صكوك الاستثمار، وهي الأدوات المالية التي تجذب المدخرات وتجمعها لتمويل خطط ومشاريع التنمية متحملة مخاطر وتكاليف هذه الخطط وتلك المشاريع، ولا تستحق إلا حصة متفقا عليها من عائد وربح هذه المشروعات. (حسان، 1432).

كما تعرف بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله. (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، معيار رقم 17).

أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتعرف بأنها: شهادات مالية تصدرها جهات حكومية مختلفة تمثلها أو تنوب عنها وزارة المالية، وتقوم على أساس شرعي، ويتم تسويقها عبر البنوك وشركات الوساطة المالية للجمهور في داخل الدولة وخارجها. (ناصر وبن زيد، 2012).

## 2.2 خصائص الصكوك

- تمثل حصة شائعة في ملكية حقيقية.
- تصدر على أساس عقد شرعي، ويأخذ أحكامه.
- لا يوجد ضمان للمدير
- تشترك في استحقاق الربح وتحمل الخسارة , ويمنع حصول صاحبها على نسبة محددة مسبقاً من قيمتها الاسمية أو على مبلغ مقطوع.
- تتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.
- تتحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة فيها. (مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي, 1430).
- تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك. (محيسن, 1430 هـ).
- يخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها فإذا كانت أعياناً ومنافع أو كانت مختلطة بديون ونقود تابع لها فإنها تتداول حسب الاتفاق من حيث السعر أو التأجيل. أما لو كانت ديوناً فقط فلا تتداول إلا بشروط الديون أو كانت نقوداً فقط فلا تتداول إلا بشروط صرف العملات. (أبو غدة, 1426, 18).

## 3.2 أنواع الصكوك الإسلامية:

تصدر الصكوك على أساس عقد من عقود التمويل، وهي المرابحة والبيع بثمن مؤجل والاستصناع والسلم، أو على أساس عقد من عقود الاستثمار وهي المضاربة والمشاركة والوكالة في الاستثمار أو خليط من هذه العقود. (حسان, 1432). في حين أن منصور (2009) يقسم الصكوك وفقاً للجهة المصدرة إلى: صكوك حكومية، وصكوك شركات، وصكوك البنوك. وتنقسم الصكوك الحكومية بدورها إلى صكوك الإجارة وصكوك الاستصناع وصكوك السلم وصكوك المشاركة المتناقصة وصكوك القرض الحسن (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية, 2009, 311).

**1.3.2 صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية, 2009, 312).

**2.3.2 صكوك المضاربة:** هي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فيمثل عامل المضاربة المستثمر ويمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال. (حطاب, 2009).

**3.3.2 صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك. (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية, 2009, 311)

**4.3.2 صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك. (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية, 2009, 311).

**3.2.5 صكوك الإجارة:** حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، سواء كانت أصولاً حقيقية، أو منافع، أو خدمات أو مزيجاً من ذلك كله. وهي أشهر أنواع الصكوك على الإطلاق. (أبو بكر، 2009).

**3.2.6 صكوك السلم** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها؛ لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك. (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2009، 311). كما تعرف صكوك السلم الحكومية بأنها عبارة عن عقد السلم الذي يتم بموجبه دفع قيمة السلعة حالاً مع تأجيل استلام هذه السلعة إلى أجل متفق عليه بين المتعاقدين (أبو عوض، 2013، 33).

**7.3.2 صكوك الوكالة بالاستثمار** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2009، 312).

### 3- مخاطر الصكوك الإسلامية

من المفترض من الناحية النظرية أن يكون التمويل الإسلامي أقل عرضةً للأزمات لتوفر المشاركة في المخاطرة، وأن يكون الاقتصاد الإسلامي أكثر استقراراً من الاقتصاد التقليدي لأن التمويل الإسلامي يقتضي منع المضاربة speculation ولأنه قائم على الأصول asset-based. وأما على مستوى التطبيق فهناك جملة من المخاطر لم يسلم منها التمويل والاستثمار الإسلامي وإن اختلفت من حيث الدرجة بناءً على نوعية الأصول وأماكن وجودها.

### 1.3 مفهوم المخاطر

المخاطرة Risk تشير إلى احتمال الخسارة. ولكن في المالية Finance فإن اللفظ له معنىً محدد. فالمخاطرة تعني الانحراف عن العائد المتوقع لورقة مالية أو أصل ما. فإذا توقع المستثمر عائداً مقداره 20% ولكنه حصل فعلاً على 16% فإن الفرق بين العائدين يمثل مخاطرة Gup, (86-87, 1992)). كما عرف رمضان (2007، 22) المخاطر على النحو التالي "المخاطرة في الاستثمار مرادف لعدم التأكد من معرفة احتمال الحدوث... فكلما زاد عدم التأكد من الحصول على عائد الاستثمار أو من حجمه أو من زمن الحصول عليه كلما كان الاستثمار أكثر خطورة، والعكس صحيح".

وعموماً تنقسم المخاطر إلى نوعين رئيسيين هما: مخاطر منتظمة Systematic Risk أو مخاطر السوق وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بوجه عام وتؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار. ومخاطر غير منتظمة Unsystematic Risk وهي مخاطر ناتجة عن عوامل خاصة بشركة معينة. وتتأثر درجتها لشركة معينة إما بطبيعة السلعة التي تنتجها أو بالتغير في طبيعة أو مكونات أصولها أو بدرجة الرفع المالي أو بزيادة المنافسين أو بالتغير في الإدارة. (مطر، 2009، 58-59).

### 2.3 أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية:

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر الخاصة بها وباختلاف هياكل إصدارها (حسب صيغ البيوع والتمويل والاستثمار الإسلامية) إضافة إلى اختلاف الموجودات المكونة لها. (صالح، 2012). وفيما يلي المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية.

**1.2.3 مخاطر الائتمان Credit Risk** ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها. فهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته أو عدم رغبته أو في السداد (دوابه، د.ت).

**2.2.3 مخاطر أسعار الفائدة: Interest Rate Risk** بالرغم أن الصكوك الإسلامية جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية إلا أن تحديد عوائد معظم الصكوك الإسلامية تتخذ معدل الفائدة لبيور سعراً مرجعياً، وبالتالي تتأثر به. ففي صكوك المرابحة أو الاستصناع مثلاً يتحدد هامش الربح (العائد من

خلال السعر المرجعي، وهو في العادة معدل الفائدة لبيور مضافا إليه هامش مخاطرة) علاوة (المخاطرة). (ناصر وبن زيد , 2013).

**3.2.3 مخاطر سعر الصرف Exchange Rate Risk** وتنتج هذه المخاطر عند إصدار الصكوك بعملة محددة واستثمار المبالغ المجموعة منها بعملات أخرى. كما أن الصكوك المصدرة بالعملات المحلية أيضا معرضة لهذه المخاطر عندما تتغير أسعار الصرف لصالح العملات الأجنبية مما يقلل من عوائد تلك الصكوك مقومة بتلك العملات الأجنبية. وتظهر مخاطر سعر الصرف في حالة الصكوك الإسلامية عند إصدارها بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجعات والتجارة. (بن زيد, 2012, 149).

**2.3.4 مخاطر السيولة:** وهي المخاطر المرتبطة باحتمال أن تواجه المؤسسة مصاعب توفير الأموال اللازمة لمقابلة التزاماتها في مواعيدها بتكلفة عادية. وتظهر في حالة الصكوك الإسلامية عندما لا يستطيع المصدر تلبية الالتزامات في مواعيدها بطريقة فعالة لعدم كفاية السيولة. (بن علي , 2010). وفي حالة الصكوك الحكومية - خاصة - فإن هذه المخاطر تكون متدنية؛ لأنّ الدول تستطيع الوفاء بالتزاماتها إما عن طريق التمويل بالعجز Deficit Financing أو بفرض ضرائب أو بالاقتراض من الداخل أو الخارج. ولكن يمكن أن يتعرض حملة الصكوك لهذه المخاطر حين لا يستطيعون تسهيل أصولهم بسرعة ودون خسارة تذكر.

**2.3.5 مخاطر السوق: Market Risk** وهي المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لها أكثر من غيرهم من المستثمرين وخاصة عندما تنخفض أسعار الأسهم انخفاضاً كبيراً (مطر, 2009, 62)؛ ويعزى ذلك إلى أن الأسهم العادية ليست مضمونة كالسندات. وتعرض الصكوك - مثلها مثل الأسهم العادية - لهذه المخاطر لأن الصكوك الإسلامية ليست مضمونة بل تتحمل مخاطر الاستثمار كما هو معلوم.

**2.3.6 مخاطر التضخم: Inflation Risk** وتعرض لها عادة الاستثمارات ذات العائد الثابت خاصة إذا كان عائدها أقل من معدل التضخم. (رمضان , 2009 , 331).

والصكوك عموماً تتكون من أعيان ومنافع ونقود وديون؛ لذا تتأثر بالتضخم حسب مكوناتها. فالصكوك ذات العائد الثابت نسبياً كصكوك الإجارة أكثر تعرضاً لهذه المخاطر؛ وذلك بسبب انخفاض القيمة الحقيقية للعوائد الدورية. (بن زيد, 2012, 131).

ويرى بعض الباحثين أن الصكوك الإسلامية ذات عائد متغير غالباً، وهي مرتبطة بأصول عينية ومنافع لا بقروض نقدية فهي في أمان من مخاطر التضخم. (أبو غدة , 1426 , 25). ويذهب الباحث إلى أنّ هذا الرأي لا يقبل على إطلاقه؛ لأنّ الصكوك تكون عرضة لمخاطر التضخم خاصة عندما تكون عوائدها متدنية، ومعدلات التضخم متوسطة أو عالية. والدليل على ذلك أنه بإلقاء نظرة إلى عوائد 12 صكاً من الصكوك الحكومية وشبه الحكومية العالمية عام 2014، نجد أن أعلى عائد كان 8.6% وحققه صك كهرباء السعودية. وأقل عائد كان لبنك التنمية الإسلامي وبلغ 1.535%.

(International Islamic Finance Market, 2014, 12) وإذا حسبنا متوسط العائد لتلك الصكوك فسنجده 3.9%. وإذا افترضنا أنّ معدل التضخم كان 3 وهو معدل متدنٍ - كما في السعودية أو ماليزيا - فسنجد أن العوائد الحقيقية لثمانية من تلك الصكوك قد قاربت الصفر أو صارت سالبة.

**2.3.7 مخاطر معدل العائد:** وهي مخاطر عدم ثبات العائد أو عدم التأكد منه فكلما زاد عدم التأكد من الحصول على العائد أو من حجمه أو من انتظامه كلما كان الاستثمار أكثر خطورة. (رمضان , 2009, 332).

و قد تضطر مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية تحت ضغط السوق إلى دفع عائد يفوق العائد الذي تم اكتسابه على الموجودات إذا كان العائد دون المستوى مقارنة بمعدلات المنافسين. (عبد

الحي، 1435، 49). وإن هي فعلت ذلك فهذا يعني أنّ عوائدها ليست فعلية ممّا يعرّضها إلى خسائر. أمّا الدول فتستطيع أن تفعل ذلك بأن تعتمد على الضرائب أو الاقتراض أو التمويل التضخمي لسد التزاماتها المالية.

■ **2.3.8 المخاطر الاقتصادية:** وهي المخاطر الناتجة عن تأثير الشركات بالأوضاع الاقتصادية من تضخم وكساد وعرض وطلب وأحداث عالمية؛ ولذا تتأثر الأرباح التي تحصل عليها الشركات أو التي تقوم بتوزيعها على المساهمين. (رمضان، 2009، 331-332).

والصكوك الإسلامية ليست بمنأى من هذه المخاطر التي تعمّ جميع الأوراق وإن اختلفت درجات التأثير.

■ **2.3.9 مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:** مخالفة الصكوك لأحكام الشريعة تؤدي إلى بطلانها بالكلية أو بعض شروطها، فمن المخالفات الشرعية - على سبيل المثال - زيادة نسبة الديون على الثلث في حالة أن مكونات الصك ديون ومرابحة ويتم تداوله بالرغم من ذلك، إضافة إلى صورية بعض العقود. (أبو بكر، 2009).

كما أن التدليس بإظهار مميزات وإخفاء عيوبها من جانب الجهات المصدرة يعدّ من المخالفات الشرعية. كما أن الترويج لصكوك شديدة المخاطرة وإخفاء المعلومات الضرورية عن حملة الصكوك ومحاولة إضفاء الشرعية على صكوك يعلم مصدروها أنها تحايل على الربا وعلى الأحكام الشرعية كلها تندرج تحت مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية.

وقد أشار عدد معتبر من الدراسات والفتاوى إلى وجود مخالفات شرعية في الصكوك، ومن ذلك دراسة المنيع (1431) التي أكدت أنّ الصكوك الإسلامية المبنية على صيغة الإجارة - ولا تقلّ عن 85% من الصكوك الإسلامية العالمية - مغفلة بالربا ولا تختلف عن السندات. كما أنّ عثمانى (دب) يرى أنّ مصدري الصكوك الإسلامية حاولوا تقليد السندات ليسهل ترويجها، وأنها مخالفة لمقاصد التشريع وأهداف الاقتصاد الإسلامي.

وتوصلت دراسة ميرة (1429 هـ) إلى أنّ الصكوك التي أصدرتها مملكة البحرين قد اختلف العلماء المعاصرون في حكمها على قولين، والراجح القول بتحريمها ومنعها والحكم بإبطالها.

■ **3.1.3 قياس مخاطر الصكوك الإسلامية:**

ويتم قياس مخاطر الاستثمار عن طريق قياس الانحراف المعياري للعائد على الاستثمار المتوقع تحت درجات احتمال مختلفة عن وسطها الحسابي وهو العائد المتوقع. (مطر، 2009، 55). كما يقاس بمعامل البيتا Beta Coefficient الذي يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تحدث على عائد السوق والذي يعني المتوسط الحسابي لعوائد جميع الأسهم في السوق. فإذا كان بيتا السهم يساوي واحدا فهذا يعني أنه يتغير مع تغيرات السوق وتتساوى مخاطره مع مخاطر سوق السهم. أما إذا كان أكثر من واحد فهذا يعني أنه شديد الحساسية للتغيرات التي تحدث بالسوق وبالتالي فإن مخاطره تكون أعلى. وإما إذا كان أقل من الواحد فيعني أنه أقل حساسية لتغيرات السوق وبالتالي أقل مخاطرة. (رمضان، 2009، 345).

ويستخدم الانحراف المعياري ومعامل البيتا كلاهما لقياس مخاطر الصكوك الإسلامية كذلك.

#### 4. الدراسات السابقة

هدفت دراسة Abdul Rauf (2014) إلى التعرف على أنواع المخاطر الكامنة في هياكل الصكوك، وتحديد أثر أنواع المخاطر المختلفة على عوائد الصكوك، وتحليل العلاقة بين مخاطر الصكوك وعوائد تلك الصكوك. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين المخاطرة السوقية (وتشمل مخاطر سعر الفائدة ومخاطر التضخم ومخاطر سعر الصرف) ومخاطر الائتمان والمخاطر التشغيلية ومخاطر السيولة مع عوائد الصكوك. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين العائد الكلي والأنواع المختلفة من المخاطر.

وأشارت دراسة Firooze (2012) إلى أن الصكوك معرضة إلى منظومة واسعة من المخاطر , وأنّ هذه المخاطر تتنوع بناء على الأصول محل العقد وحسب هيكل العقد. وأنّ من المخاطر المهمة التي تتعرض لها الصكوك الخطر الهيكلي وهو خطر فقدان قيمة الاستثمار. كما أشارت دراسة أبو عوض (2013) إلى أن مخاطر الصكوك عموماً هي: مخالفة الشريعة الإسلامية, والمخاطر القانونية والمخاطر التشغيلية. وتوصلت الدراسة إلى أن الصكوك صارت ذات قيمة مضافة وهي أفضل نسبياً من أدوات الدين التقليدية.

وفي دراسة (2010) Azhar Haider & تم التعرف على عدة مخاطر أساسية هي: المخاطر التنظيمية regulatory risks ومخاطر التوافق مع الشريعة Shariah compliance risks, ومخاطر الائتمان, ومخاطر السيولة, ومخاطر السوق والمخاطر المرتبطة بالأصول القائمة, ومخاطر دفع الأرباح أو العوائد, ومخاطر تحقيق القيمة الاسمية, ومخاطر الطرف الثالث أو الشركة ذات الغرض الخاص.

وتوصلت دراسة (2011) Helmi Ramasamy, Manisamy and إلى أنّ الصكوك المالية أقلّ مخاطرة من السندات التقليدية, ولكنها أقلّ عائداً منها. في حين أنّ السندات الحكومية أعلى منها سيولة, ولم تتعرض إلى مخاطر الائتمان.

وقامت دراسة ناصر وبن زيد (2012) بقياس المخاطر النظامية وغير النظامية للصكوك الحكومية السودانية فقامت التغيير في عوائد كلّ من شهادات شهامة وصرح نتيجة للتغيير في عوائد السوق مع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية ومؤشر داو جونز سيتي قروب للصكوك الإسلامية. واستنتجت أن مخاطرهما أقلّ من مخاطرة السوق على المستوى المحلي. كما أن مخاطرة شهامة أقلّ من مخاطرة سوق الصكوك على المستوى العالمي. أما المخاطر غير النظامية فتتمّ قياسها من خلال قياس درجة تقلب عائدها بحساب الانحراف المعياري. وتوصلت الدراسة إلى أنّ عوائد الصكوك تتميز بانخفاض تذبذبها خلال الأعوام 2005-2010. ولكنها تتعرض لمخاطر سياسية ناتجة عن عدم الاستقرار, إضافة إلى مخاطر التشكيك في شرعيتها وعدم إمكانية التأكد من شرعيتها. كما لم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة بين سعر الليبور (LIBOR) والتغير في عوائد الصكوك.

وأشارت دراسة صالح (2012) إلى أن معظم الدراسات في الصكوك السودانية ركزت على ماهية الصكوك الحكومية ومزاياها من حيث العائد لا المخاطرة بجانب دورها في إدارة السيولة من زاوية كلية. وأوردت الدراسة مجموعة من مزاياها ومنها: إسهامها في تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية, وتغطية نسبة كبيرة من عجز الموازنة, وتشجيع الاجتهادات الشرعية في المجال المالي. كما عدّدت مجموعة في المقابل من المخاطر التي تتعرض لها تلك الصكوك ومنها: ضعف الشفافية والإفصاح, والمخاطر التسويقية, وضعف التقارير والفتاوى.

وذهبت دراسة خير (1431هـ) إلى أن الصكوك السودانية ساهمت بصورة فعالة في مشاريع التنمية والبنى التحتية وفي إدارة السياسة النقدية, والحد من التضخم نوعاً ما, واستقرار سعر الصرف؛ إلا أنّ الدراسة لم تشر إلى المخاطر أو التحديات التي تواجهها تلك الصكوك.

وتذهب دراسة عجبنا (1434, 269) إلى أنّ عوائد شهامة أعلى من عوائد الصكوك بدول الخليج حيث بلغ أعلى عائد 11% لشركة الأركان السعودية.

وقد توصلت البحوث التي تناولت التجربة السودانية في إصدار الصكوك إلى أنّها إيجابية على العموم بالرغم من وجود بعض السلبيات التي يمكن تداركها. وقد اعتمدت كل تلك البحوث والدراسات التي تناولت التجربة السودانية وغيرها على القيم الاسمية للعوائد في التحليل, ولم تحاول قياس القيم الحقيقية لها بالرغم من أنها أشارت إلى وجود مخاطر التضخم ومخاطر العملة. كما أنّ المقارنة بين العوائد تمت على أساس القيمة الاسمية أيضاً كما ذهبت إليها دراسة عجبنا (1434), وهي مقارنة غير واقعية لأنّ معدلات التضخم بدول الخليج أقلّ بكثير من معدلاته بالسودان؛ مما يقتضي أهمية حساب القيم الحقيقية لعوائد الصكوك العالمية لتكون المقارنات منطقية ومقبولة.

### 5. الصكوك الإسلامية في السودان

عندما أزمعت الحكومة السودانية إصدار الصكوك في التسعينات من القرن الماضي أصدرت قانون الصكوك لعام 1995 لينظّم إصدارات الصكوك، فحدّد الجهات التي يحق لها الإصدار وهي كلها جهات حكومية. وقد أنشئت شركة السودان للخدمات المالية مشاركة بين ووزارة المالية وبنك السودان لإدارة عملية إصدار الصكوك. وقامت الشركة بإصدار عدد من الشهادات أهمها ما يلي:

#### أولاً: شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)

وهي عبارة عن أصول تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي علي الأصول المملوكة لبنك السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي، وتهدف إلى التحكم في السيولة عند المصارف. وقد بدأ العمل بها عام 1998 وأوقفت عام 2004..(شركة السودان للخدمات المالية).

#### ثانياً: شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)

وهي عبارة عن صكوك مالية تقوم علي أساس شرعي تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني مقابل أصول حقيقية مملوكة لها نيابة عن حكومة جمهورية السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة. وتوزع الأرباح على مالكيها بنسبة حصتهم في صافي حقوق الملكية علي مدي فترة الشراكة. وتتمثل الأهداف الأساسية لهذه الشهادات في إدارة السيولة علي مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة. وكذلك في تغطية جزء من العجز في الموازنة العامة. هذا إضافة إلى دورها في تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار.(شركة السودان للخدمات المالية).

ومن أهم مميزات شهامة المعلنة ارتفاع العائد وقصر فترة السريان (عام واحد) وقابليتها للتداول في السوق الثانوية. (خير، 2012).

#### ثالثاً: صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)

وهي عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية محددة تتيح لحاملها المشاركة في تمويل أصول حكومية عن طريق عقود الإجارة والمرابحة والاستصناع. وتهدف إلى ما يلي:

- إدارة السيولة في الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.
- تغطية جزء من العجز في الموازنة من موارد نقدية حقيقية.
- إيجاد مجالات جديدة للاستثمار بتفعيل الأصول التي الدولة.

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

وهي صكوك مالية يتم إصدارها علي صيغة الإجارة وذلك بغرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك عن طريق تصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين. (شركة السودان للخدمات المالية).

#### خامساً: شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)

ويتم إصدارها علي صيغة الإجارة الإسلامية بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول المصفاة وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيها.

وتهدف شهادات (شامة) إلى: توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملتها. وكذلك إضافة ورقة مالية جديدة وتوفير موارد مناسبة للدولة. (شركة السودان للخدمات المالية).

### 6. الدراسة التطبيقية: حالة شهادات شهامة

اتبعت الدراسة المنهج الوصفي الذي يقوم علي " دراسة الظواهر كما هي في الواقع والتعبير عنها بشكل كمي يوضّح حجم الظاهرة ودرجات ارتباطها مع الظواهر الأخرى، أو بشكل كيفي يصف الظاهرة ويوضّح خصائصها". (جودة، 2103، 133)

كما اتبعت المنهج التاريخي الذي يستخدم في " دراسة الظواهر والأحداث والمواقف التي مضى عليها زمن قصير أو طويل... كما يرتبط بدراسة ظواهر حاضرة من خلال الرجوع إلى نشأة

هذه الظواهر والتطورات التي مرت عليها والعوامل التي أدت إلى تكوينها بشكلها الحالي" (عبيدات وآخرون , 2011, 170).

ولقد تم اختيار شهادات شهامة من بين الصكوك السودانية لدراستها؛ لأنها الثانية في الترتيب من حيث الإصدار والأعلى عائداً والأكثر شهرة. وقد وجدت إقبالا كبيرا من المصارف والشركات والصناديق حيث تراوحت نسبة مشاركتها فيها ما بين 62.3% و 74.4% بين عامي 2005 و 2014. (بنك السودان).

وفي الجدول رقم (1) استُخدمت معادلة فيشر Fisher Equation لحساب القيمة الحقيقية وهي كما يلي:

جدول (1) معدل العائد السنوي بعد استبعاد أثر التضخم

السنوات	معدل العائد السنوي %	معدل التضخم %	معدل العائد الحقيقي %	السنوات	معدل العائد السنوي %	معدل التضخم %	معدل العائد الحقيقي %
1999	33.4	16	17.4	2008	15.8	14.3	1.5
2000	26.9	8	18.9	2009	15.8	11.2	4.6
2001	30.1	4.8	26.7	2010	15	13	2
2002	23.1	8.3	14.8	2011	18	18	0
2003	20.1	8.3	11.8	2012	17.7	35.6	(17.9)
2004	19.1	7.3	12.8	2013	18.5	36.5	(18)
2005	20.3	8.5	11.8	2014	18.6	38	(20.6)
2006	15.6	7.2	8.4	2015	18.5	16,9	1.6
2007	15.9	8	7.9	2016	18	13	5

من إعداد الباحث بناء على تقارير بنك السودان وشركة السودان للخدمات المالية

القيمة الحقيقية = سعر الفائدة الاسمي (عائد الصك) - معدل التضخم  
وبتطبيق المعادلة آنفة الذكر على عام 1999 فإن القيمة الحقيقية = 33.4 - 16 = 17.4

وهكذا حُسبت القيمة الحقيقية لبقية السنوات. وقد كان عائد عام 2001 وهو 26.7 % أعلى عائد حقيقي لعوائد شهامة؛ وذلك لتدني معدل التضخم إذ بلغ 4.8. وفي المقابل فإن سنة 2011 أصبح العائد الحقيقي فيها صفرًا. ثم بدأت العوائد السالبة من عام 2012 إلى عام 2014 معطية الانطباع بأن مخاطر شهامة أصبحت عالية جدا حتى أنّ القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر بدأ يتآكل. ففي عام 2012 أصبحت القيمة السالبة للعوائد والتي تساوي (17.9) تعني أن المستثمر لم يفقد العائد المتوقع فحسب بل فقد جزءاً معتبراً من رأسماله المستثمر.

جدول (2) نسب العائد الحقيقي إلى العائد السنوي

السنوات	معدل العائد السنوي %	معدل التضخم %	نسب العائد الحقيقي إلى السنوي %	السنوات	معدل العائد السنوي %	معدل التضخم %	نسب العائد الحقيقي إلى السنوي %
1999	33.4	17.4	52	2008	15.8	1.5	9.5
2000	26.9	18.9	70.3	2009	15.8	4.6	29.1
2001	30.1	26.7	88.7	2010	15	2	13.3
2002	23.1	14.8	64.1	2011	18	0	0
2003	20.1	11.8	58.7	2012	17.7	(7.9)	(101)
2004	19.1	12.8	67	2013	18.5	(18)	(97.3)
2005	20.3	11.8	58	2014	18.6	(20.6)	(110.8)
2006	15.6	8.4	53.8	2015	18.5	1.6	8.4

27.7	5	18	2016	49.7	7.9	15.9	2007
------	---	----	------	------	-----	------	------

من إعداد الباحث بناءً على الجدول رقم (2)

وحتى إذا استخدمنا طريقة أخرى لحسابها بدلاً من معادلة فشر وهي: حاسبة المعدل الحقيقي للعائد.

### Real Rate of Return Calculator

وهي كما يلي: المعدل الحقيقي للعائد =  $1 + \text{العائد الاسمي} - 1$   
+ 1 معدل التضخم

فإن المعدل الحقيقي لعائد سنة 1999 سيكون 15% بدلاً من 17.4% أي بفارق 2.4%. وهي لا  
تغير كثيراً في النتائج التي تم التوصل إليها بمعادلة فشر.

ويلاحظ من الجدول رقم (2) أن أعلى نسبة عائد حقيقي إلى عائد اسمي قد بلغ 88.7% وذلك عام  
2001. وقد نزلت نسب العائد الحقيقي عن 50% منذ عام 2007 وحتى عام 2016 مشكّلة أكثر من  
نصف سنوات الدراسة. كما أصبحت النسب سالبة منذ عام 2012 وبلغت مداها السالب وهو  
(110.8) عام 2014.

### 6- المناقشة

يشير تقرير بموقع شركة السودان للخدمات المالية إلى أن التدهور بدأ في شهادات شهامة  
منذ 2012. وعلّل أسباب التدهور فيها إلى عدم تغطية الاكتتاب بالكامل فيها، وارتفاع نسبة تصفيتها  
أكثر من 10%، والتوسع غير الواقعي في حجم الإصدارات المالية لسد النقص في الإيرادات العامة  
، إضافة إلى التصريح السالب من اللجنة الاقتصادية بالمجلس الوطني خلال مناقشة موازنة عام  
2011 بتصفية تلك الشهادات. كما أن تسييل المصارف لجزء من أوراقها المالية – نتيجة للسياسة  
النقدية- أدّى إلى زيادة عرضها وانخفاض أسعارها في السوق الثانوي؛ مما أدّى إلى انخفاض  
الطلب عليها في السوق الأولي. (www.shahama-sd.com /ar /reports-studies)

وقد انخفض نصيب مبيعات الجمهور من شهادات شهامة من 20.7% عام 2010 إلى 13.7%  
عام 2014. (بنك السودان). ويمكن أن يُستنتج من ذلك عزوف الجمهور إلى حدّ ما عن هذه  
الشهادات وأنها لم تعد استثماراً مناسباً لهم، وأن هنالك بدائل أفضل منها تعوّضهم مخاطر الانخفاض  
في سعر صرف العملة والارتفاع في معدلات التضخم.

ويرى بعض المسؤولين أن هذه الشهادات تقدم أرباحاً قد لا توازي معدل التضخم ولكنها تعوض  
كثيراً من معدلاته التي تجعل كثيراً من الأشخاص يتوجهون إلى العقارات والسيارات وغيرها  
واستخدامها كمخزن لقيمة العملة من مخاطر التضخم وانخفاض سعر العملة. (Suna –sd.net).  
أما المصارف والشركات فإنها من المرجح أنها لم تجد بديلاً أكثر أماناً وعائداً منها فلذلك اتجهت  
إليها.

وبالرغم من أن معدلات التضخم عالية حسب التقارير الرسمية فإنها لم تسلم من النقد. فقد ذهب  
بعض الخبراء والباحثين إلى أن معدلات التضخم ليست دقيقة وأنها أقل من معدلاتها الحقيقية.  
ويذهب بعض الاقتصاديين إلى أن معدلات التضخم الحقيقية حالياً في السودان أعلى بكثير من  
المعدلات الرسمية التي تعلنها الحكومة، وأن مستويات التضخم الحقيقية تتراوح بين 60% و80%،  
وليس كما يؤكد الجهاز الحكومي للإحصاء بأنها عند مستوى 42%؛ لأنه يحاول بذلك طمأنة  
المواطنين؛ ولذا لا بد أن تتوفر الشفافية في عرض المعلومات. (alarabiya.net,2013).

ومن المعلوم أن السعر الموازي هو المحرك الفعلي للنشاط الاستيرادي بالسودان؛ إذ أن  
المستوردين يعتمدون على السعر الموازي في توفير الدولار؛ لأن بنك السودان لا يستطيع أن يفعل  
ذلك بعد الشح الشديد والمتزايد في موارده من العملات الصعبة. وهذا الاعتماد شبه الكامل على  
السوق الموازي يجعل السلطات النقدية عاجزة عن السيطرة على التضخم؛ لذا تتزايد وتيرته  
وتعكس بالتالي سلبا على الاقتصاد القومي بكامله.

ويدلّ ما سبق أنّ التضخم يشكل خطراً ذا بال على عوائد شهادات شهامة، وهو ما يتفق مع الدراسات التي أشارت إلى تعرض الصكوك إلى مخاطر التضخم مثل: دراسة Abdul Rauf (2014)، ودراسة Azhar Haider & (2010) التي أشارت إلى مخاطر تحقيق القيمة الاسمية. وهذه النتيجة تناقض ما ذهب إليه أبو غدة (25, 1426) من أنّ الصكوك الإسلامية لا تتعرض إلى مخاطر التضخم.

وإذا افترضنا أنّ مستثمراً اشترى شهادة شهامة بمبلغ 1000 جنيه وكان العائد 18% فإنّ القيمة الاسمية لاستثماره بنهاية السنة تكون 1180. وإذا خصمنا منها معدل التضخم الحقيقي — لا الرسمي المعلن — الذي لا يقل عن 50%؛ فإنّ القيمة الحقيقية النهائية لاستثماره تنزل إلى 590 جنيهاً. ومع استمرار تنامي معدلات التضخم فإنّ المبالغ المستثمرة ستفقد الجزء الأكبر من قيمتها. وهذه الملاحظة توافق ما أشارت إليها دراسة Firooze (2012) من تسمية مثل هذه الحالة خطر فقدان قيمة الاستثمار.

وفيما يخص فعلية أرباح شهادات شهامة — والتي تنعكس على شرعيتها — فقد شكّك عدة اقتصاديين وبعض الجهات الرسمية في فعاليتها. فقد أكد المراجع العام في تقريره السنوي عن العام المالي 2009 أن شهادات شهامة لم تحقق الهدف الرئيس الذي أصدرت من أجله، وعلى رأسه توفير السيولة اللازمة لتمويل العجز الجاري لموازنة الدولة والحد من الاستدانة من الجهاز المصرفي، وأنها أصبحت عبئاً إضافياً على وزارة المالية بسبب تحملها لعمولة التسويق المستحقة لشركة الخدمات المالية والأرباح المدفوعة لحملة الشهادات. وطالب بإعادة النظر في سياسة الأرباح التي قال إنها توزع أرباحاً من المالية وليست أرباحاً فعلية نتجت عن استثمارات معلومة المصدر. (sudaress.com)

ويذهب بعض الاقتصاديين إلى أن الصكوك الحكومية لم تشهد خسارة مطلقاً على الرغم من المصاعب الكثيرة التي اعترضت مسار الاقتصاد السوداني؛ مما يدل على أن الحكومة توزع أرباحاً وهمية على المساهمين حتى تضمن الاكتتاب فيها مجدداً مما يزيد التزاماتها المالية. وهذا التصرف يجعل هذه الصكوك عرضة لفقدان الشرعية الفقهية القائمة على تقاسم الأرباح والخسارة. (sudaress.com)

ومما يقوي مثل هذه الشكوك في فعلية الأرباح أنّ شركة سوداتل قد تعرضت إلى خسائر وأرباح أشارت إليها بيانات الشركة المنشورة بسوق أبو ظبي بأنها قد حققت أرباحاً صافية بلغت حوالي 50 مليون دولار أمريكي عام 2014 مقابل خسائر صافية بلغت 16.86 مليون دولار عام 2013. (inf.(mubasher/news). وبالرغم من ذلك فقد كان عائد شهامة عامي 2013 و2014 يساوي 18.5% و18.6% على التوالي، ولم تنعكس خسائر عام 2013 سلبيًا على عائد تلك السنة، ولا أرباح عام 2014 إيجاباً على عائدها إلا بزيادة طفيفة؛ خاصة وأن شركة سوداتل تساهم بـ 28% من صندوق الشركات الحكومية الذي أنشئ لإصدار شهادات شهامة، وهي أفضل الشركات المكونة للصندوق أداءً، ولها عدة أفرع بالدول الأفريقية.

ويذهب بعض الباحثين إلى أن معدلات الأرباح التي توزّعها شهادات شهامة مبالغ فيها تتجاوز حدود العوائد المتعارف عليها والمجربة تاريخياً في كل أسواق رأس المال المشروعة في العالم. (Sudaneseconomist.com)

ولهذه الأسباب وغيرها فإنّ الشكوك أصبحت تساور شهادات شهامة من عدة نواح؛ وذلك لأنّ الجهات الحكومية المسؤولة لم تفصح عن أداء الشركات المكونة لشهامة وميزانياتها وأرباحها وطريقة توزيعها للأرباح، خاصة وأنّ أرباح شهادات شهامة توزع كل ثلاثة أو ستة أشهر في حين أن أرباح الشركات توزع سنوياً.. كما أنّ التقارير المنشورة الصادرة من الجهات الرسمية لم تشر قط إلى أرباح الشركات المكونة للصندوق وكيفية توزيعها على حملة الشهادات.

ضعف في الشفافية وجود وهذه النتيجة تؤكد ما أشارت إليه دراسة صالح (2012) من الإفصاح في التقارير المالية.

كما أن التوسع غير الواقعي في حجم الإصدارات المالية لسد النقص في الإيرادات الذي أشار إليه تقرير بموقع الشركة واعتماد وزارة المالية على سداد هذه الالتزامات على الإصدارات الجديدة لشهادات شهامة، وفي حال فشل هذه الإصدارات تعجز وزارة المالية عن السداد.

(<http://www.shahama-sd.com/ar/reports-studies?>)

ويشير تقرير المراجع العام لجمهورية السودان أنه لا توجد أرباح محملة من هذه الشركات، كما تم توزيع مبالغ لحملة الشهادات دون تحقق أرباح فعلية؛ إلا أن هيئة الرقابة الشرعية ترى أن الأرباح صحيحة شرعاً.

(التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015).

وبناءً على ما سبق يمكن استنتاج أن هذه الإصدارات تثير الشكوك خاصة عندما التحفظات تصدر من أعلى سلطة مالية وأخرى رقابية. وهذه النتيجة تتفق مع ما أشارت إليه دراسة ناصر وبن زيد (2012) وسمتها مخاطر التشكيك في الشرعية، ودراسة أبو عوض (2013) وسمتها مخاطر مخالفة الشريعة الإسلامية. وتشير دراسة إدريس (347,1434) إلى أن من شروط إصدار الصكوك أن يكون الغرض من إصدارها "هو المشاركة فعلاً وليس الاقتراض، ويترتب على هذا مشاركة جميع حاملي صكوك تلك الشركة في أرباحها إن وُجدت. كما عليهم تحمل خسائرها إن وقعت".

ويذهب الباحث إلى أن تطمينات هيئة الرقابة الشرعية لا تكفي، فلا بد من إفصاح مالي وشفافية يزيلان الشكوك التي تساور الحريصين على أهمية التزام هذه الصكوك وغيرها من المنتجات الإسلامية بالضوابط الشرعية التي لا خلاف عليها.

## 7- الخاتمة والتوصيات

### الخاتمة

اتضح من النتائج أن شهادات شهامة تعرضت إلى مخاطر عالية جدا بسبب مخاطر التضخم التي قد لا يكون لها مثيل في الصكوك العالمية الأخرى. وهذه المخاطر ناتجة عن المخاطر الاقتصادية والسياسية التي يمر بها السودان ولم تعالج حتى الآن. وقد قاربت القيمة الحقيقية للعوائد إلى الصفر منذ عام 2011، وانخفضت إلى أرقام سالبة بعد ذلك وبلغت مداها عام 2014 نهاية الدراسة. وهذا يعني أن المستثمر لم يخسر العائد فقط بل فقد جزءاً معتبراً من رأسماله. وإذا استمر الانخفاض على هذا المنوال فلربما يؤدي ذلك إلى تآكل شديد في المبالغ المستثمرة في هذه الشهادات. كما أن الصكوك السودانية الأخرى ستكون أسوأ حالاً لأنها أقل عائداً ومددها أطول؛ فتكون أكثر عرضةً إلى مخاطر التضخم.

### التوصيات

يوصي الباحث بما يلي:

1. أن يضع الباحثون في الحساب القيم الحقيقية للعوائد، وألا يعتمدوا على القيم الاسمية فقط عند دراسة مخاطر عوائد الصكوك.
2. أن تُجرى البحوث في مخاطر الصكوك الإسلامية ولا سيما تلك المعرضة أكثر لمخاطر سعر الصرف والتضخم ولتسهيل المقارنة بين عائدات الصكوك المختلفة.
3. أن تراعي الجهات المصدرة للصكوك الشفافية والوضوح، وألا تخفي عن المستثمرين المخاطر المحتملة من استثماراتهم في الصكوك، وألا تدلّس فيما تنشرها من مميزات لها.
4. أن تلتزم الجهة المصدرة للصكوك بنشر البيانات المالية للشركات المكونة لصندوق شهامة وكيفية احتساب عوائد شهامة من أرباح تلك الشركات لإثبات فعالية العوائد من عدمها.

5. أن تريباً الجهات الحكومية المُصدرة للصكوك بنفسها عن إعطاء عوائد غير فعلية تُدخلها في الربا المحرم شرعاً، أو تقوم بتصرفات تشكك الناس في مصداقيتها وفي الاقتصاد الإسلامي ككل.

#### المراجع

- 1— أبو بكر, صفية أحمد(2009). الصكوك الإسلامية بحثٌ مقدّمٌ إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول" دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي مايو 3 - يونيو.
- 2 — أبو عوض, محسن (2013). الصكوك الإسلامية ومخاطرها, مجلة الدراسات المالية والمصرفية م 1, ع 1, يناير.
- 3 — أبو غدة, عبد الستار(1426هـ - 2005م) *بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية* ج 6 جدة: مجموعة دلة البركة.
- 4 — إدارة الخزينة في البنك الإسلامي للتنمية , إخفاق/ إفسار بعض الصكوك: الأسباب والآثار *ندوة الصكوك الإسلامية (عرض وتقويم)* جدة جامعة الملك عبد العزيز 10-11 جمادى الآخرة 1431 الموافق 24-25 مايو 2010
- 5— إدريس, عمر محمد (1434) *المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية*. دبي: جمعية دار البر.
- 6— حسان, حسين حامد (1432هـ-2011م) إصدار الصكوك بمراعاة المقاصد والمآلات وملكية حملتها وضمانتها *بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي الأربعاء والخميس 11 - 10 رمضان - الموافق 11 - 10 أغسطس فندق هيلتون - جدة*.
- 7— خطاب, كمال توفيق. (2009) *الصكوك الإسلامية والتحديات المعاصرة*, بحثٌ مقدّمٌ إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول" دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي مايو 3 - يونيو
- 8- جودة, محفوظ (2013) *أساليب البحث العلمي في ميدان العلوم الإدارية*. عمان: دار زهران للنشر والتوزيع
- 9— خير, عثمان حمد محمد (1431هـ) *تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الحكومية. ورشة عمل الصكوك الإسلامية, تحديات - تنمية وممارسات دولية*, الأردن, 6-7 شعبان.
- 10- رمضان, زياد ط4(2009). *مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي*. عمان, دار وائل للنشر والتوزيع
- 11- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة, التقارير المالية 2010-2015
- 12— صالح, فتح الرحمن علي محمد (2012) *إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية, ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية*, 5-6 أبريل دوابه, أشرف محمد (دت). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية, متاح على الرابط <http://iefpedia.com/arab>
- 13— بن زيد, ربيعة(2012). *الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها, دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010)* - رسالة ماجستير
- 14- صندوق النقد الدولي (2014) *التقرير القطري رقم 14/249* عن السودان شهر أغسطس
- 15— عبد الحي, محمد عبد الحميد (2014), *استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية* أطروحة الدكتوراه, جامعة حلب كلية الاقتصاد
- 16— عثمان (دت) محمد تقي *الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة* متاح بالرباط <http://www.slideshare.net/fatehfateh/ss-33456933>
- 17— عجينا, عبد الله علي (1434) *العوامل المؤثرة في إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية 1998-2011*. جدة: مجموعة البركة المصرفية
- 18- بن علي, بلعزوز (2010). *استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية مجلة الباحث* - ع 07

- 19- مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي (1430 هـ، 2009م) قرار رقم 178 (19/4) الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها **الدورة التاسعة عشرة المنعقدة في إمارة الشارقة (دولة الإمارات العربية المتحدة)** من 1 إلى 5 جمادى الأولى الموافق 26-30 نيسان (إبريل) متاح على الرابط <http://19sh.c-iifa.org/qart-twsyat>
- 20- - محيسن (1430 هـ) فؤاد محمد أحمد، **الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة**، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية. متاح على الرابط <http://www.kantakji.com/sukuk-and-investments-funds>
- 21- — مطر، محمد ط 4(2009). **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**. عمان، دار وائل للنشر والتوزيع
- 22- — منصور، عبد الملك (2009) العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية والحاجة إلى تشريعات جديدة بحث **مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، مايو 3 - يونيو**
- 23 — ميرة، حامد بن حسن (1432) ملكية حملة الصكوك وضماداتها، **بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي** الأربعاء والخميس 11 - 10 رمضان 1432 هـ - الموافق 11 - 10 أغسطس 011 م فندق هيلتون - جدة
- 24 — ميرة، حامد بن حسن (1429 هـ) **صكوك الإجارة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية**. بنك البلاد ودار اليمان للنشر والتوزيع متاح على الرابط [www.moswarat.com](http://www.moswarat.com)
- 25 — ناصر، سليمان وبن زيد، ربيعة أ. (2012). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية دراسة تطبيقية على الصكوك السودانية الحكومية **بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان " إدارة المخاطر: التنظيم والإشراف "** أغسطس.
- 26 - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2009). المعايير الشرعية، معيار رقم 17
- 27-Abdul Rauf, A. L. (2014). Determinants of risk and return performance significance on maturity based sukuk market structure. *International Journal of Developing and Emerging Economics* Vol.2, No.2, pp. 41-58, June
- 28-Haider , Junaid & Azhar, Muhammad (2010) *Islamic Capital Market: Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario*, Umea School of Business & Economics, Umea University Sweden, Master Thesis
- 29-Relative Risk Of Islamic Sukuk (2011) HelmI. ,M. ,Manisamy 3- Ramasamy, Over Government And Conventional Bonds Global *Journal of Management and Business Research* Volume 11 Issue 6 Version 1.0 May 2011
- 30-<http://www.cbos.gov.sd/en/node/1473> 1-
- 31-<http://suna-sd.net/suna/showDiscussions/809/1> 2-
- 32-<http://www.sudaress.com/alsahafa/15845> 3-
- 33-<http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/special-nterviews/2013/12/09/>
- 34-<http://sudaneseconomist.com/phpBB/viewtopic.php?f=2&t=156&p=8551>)
- 35-<http://www.mubasher.info/news/2730452/> 6-
- 36-<http://www.sudaress.com/alsahafa/38775>