بسم الله الرحمن الرحيم

أكاديمية السودان للعلوم المصرفية والمالية

مركز البحوث والنشر والإستشارات

تقييم أداء الصكوك الحكومية في السودان *وأثرها* على الاقتصاد الوطني للفترة من 1998م وحتى 2012م

د.أزهرى الطيب الفكى أحمد

مساعد محافظ بنك السودان المركزى

أكتوبر 2013م

أولاً- تقديم:

بعد تحول الجهاز المصرفي بالسودان من النظام التقليدى الى النظام الاسلامى فى عام1983 ، كانت المشكلة الاساسية التي تقلق البنك المركزي هي ايجاد آليات لتنفيذ السياسة النقدية وإدارة السيولة بوسائل وآليات تتوافق مع النظام الاسلامي وبعد بحث استغرق الفترة من بداية عام 1997م حتي منتصف عام 1998م وبجهد مشترك بين بنك السودان المركزى والهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية وخبير من صندوق النقد الدولى ، تم استحداث شهادات تتوافق مع الأسس الشرعية وتصلح كآلية لادارة السيولة بمرونة عالية عن طريق تداولها فى عمليات أشبه بعمليات السوق المفتوحه. وكانت باكورة هذه الشهادات شهادات مشاركة البنك المركزى (شمم) ثم أعقبتها شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) وتمثل الشهادات فى اساسها نوعاً من التوريق لأصول بنك السودان ووزارة المالية والاقتصاد الوطنى. واعتبر هذا التطور نقله نوعية فى إدارة السياسات النقدية فى السودان بحيث توفرت لبنك السودان آليات مجازة شرعيا ويسهل استخدامها فى عمليات السوق المفتوح ومثلت هاتين الشهادتين الجيل الأول من إصدارات الصكوك الاسلامية بالسودان.

الجيل الاول من الإصدارات:

1- شهادات مشاركة المركزى (شمم) 1998م-2004م:

شهادات مشاركة البنك المركزى التى عرفت اختصارا باسم (شمم) هي عبارة عن شهادات تمثل أنصبه محددة فى صندوق خاص يحتوى على الأصول المملوكة للبنك المركزى ووزارة المالية فى القطاع المصرفى والمالي، فهى بذلك شهادات تمثل نوعا من أنواع توريق الأصول(أى التصكيك) حيث بدأ البنك المركزى فى إصدارها فى يونيو 1998م بقيمة إسمية محددة مظهرة فى الشهادة قدرها عشرة الآف جنيه وقيمة محاسبية سوقية يتم اعلانها كل ثلاثه أشهر تعكس الارباح الحقيقية وجزء من الزيادة الرأسمالية فى قيمة الشهادات، وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض المباشر بين البائع والمشترى عند تبادل الشهادة أو بنظام المزاد الذى تحكمه أسس وضوابط محددة، منها أن يحتوى الطلب على عروض لاتزيد عن خمسة عروض وباسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية وأن لا يزيد مجموع العروض للمصرف عن 25% من جملة المزاد ولا يسمح لأى مصرف أن يتقدم بعرض نيابة عن مصرف آخر. علما بأن هذه الشهادات ليس لها اجل محدد ومع ذلك تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية، أما بالنسبة للبنك المركزى فتستخدم هذه الشهادات للتحكم فى إدارة السيولة فإذا رأى البنك المركزى أن النشاط الاقتصادى فى حاجة لسيولة قام بعرض شراء هذه الشهادات من مالكيها، أما إذا شعر بزيادة فى حجم السيولة عرض ما لديه من شهادات للبيع بالقدر الذى يمتص السيولة الزائدة وبالطبع يلعب السعر الذى يعرضه البنك للشهادة دوراً هاماً فى تنفيذ عمليات مزادات البيع والشراء.

تمت تصفية هذه الشهادات فى عام 2004م بمجرد إصدار شهادات صرح فى 2003م بعد نجاح إصدارات شهادات شهامه التى حققت هدفين فى آن واحد، حيث استوفت حاجة بنك السودان المركزى كأداة اسلاميه من آليات ادارة السيولة وأسهمت فى توفير موارد لوزارة الماليه والاقتصاد الوطنى لاستخدامها فى سد عجز الموازنة، وعند توقف العمل بشهادات شمم فى كانت حصيلتها قد بلغت حوالى 364748 مليون جنيها، علما بانها كانت تصدر بالعملة السابقه الدينار الذى تم استبدالة بعد ذلك بالجنيه السودانى الذى يعادل الف دينار. مثلت شهادات شمم ضربة البداية للصكوك في السودان حيث بدأت أول إصداراتها بمبلغ 4.923 مليون جنيه سوداني في عام 1998م كما يشير الجدول رقم (1) وبلغت حوالى 40.465 مليون جنيه في عام 2004م وهو آخر عام لإصدارها نسبة لنجاح إصدارات صكوك صرح التي بدأت في عام 2003م مع أن هذا

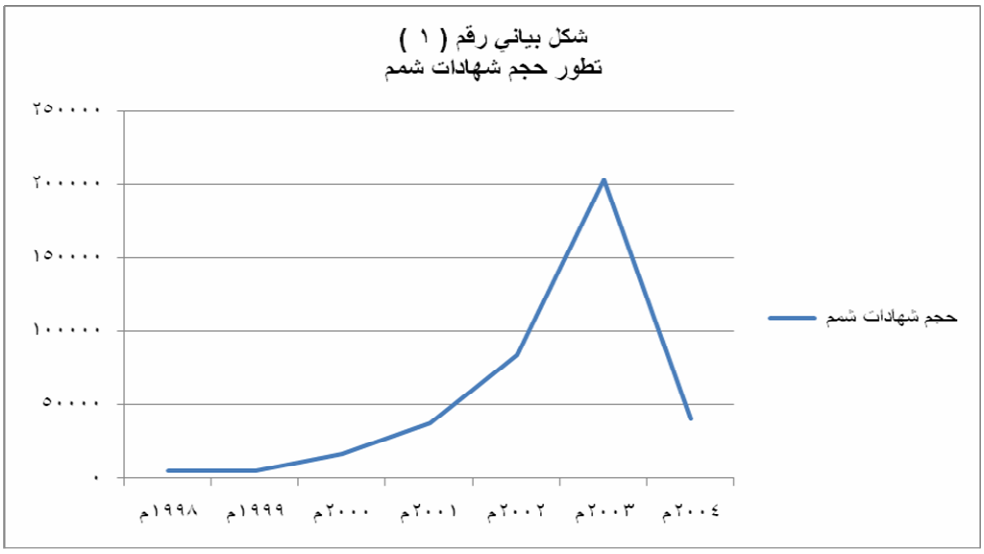
العام نفسه شهد أكبر حجم اصدارة لشهادات شمم بمبلغ 203 مليون جنيه. وكان اجمالى حصيلة إصدارات شمم قد بلغت عند تصفيتها نهائيا في عام 2004م ما يعادل 391.302 مليون جنيه سودانى تم بيعها خلال 87 مزادا،وكما سبق أن أوضحنا فإن الغرض منها هو استخدامها كآلية من آليات السياسة النقدية وليس بغرض تمويل التنمية. و يوضح الشكل البياني رقم (1) أن حجم الاكتتاب كان في زياده متواصله حتي بدأت التصفيه بعد عام 2003م الذي بلغت نسبة الزياده قيمة 142% عـــن العـــام السابق.

جدول رقم (1)

حصيلة شهادات شمم (1998-2004م)

العام	المبلغ (مليون جنيه)	نسبة الزيادة
1998م	4.923	-
1999م	5.186	%5
2000م	16.713	%223
2001م	37.646	%125
2002م	83.575	%122
2003م	202.794	%142
2004م	40.465	%80-
الإجمـــــــالي	391.302	

المصدر: قسم البحوث بشركة السودان للخدمات الماليه



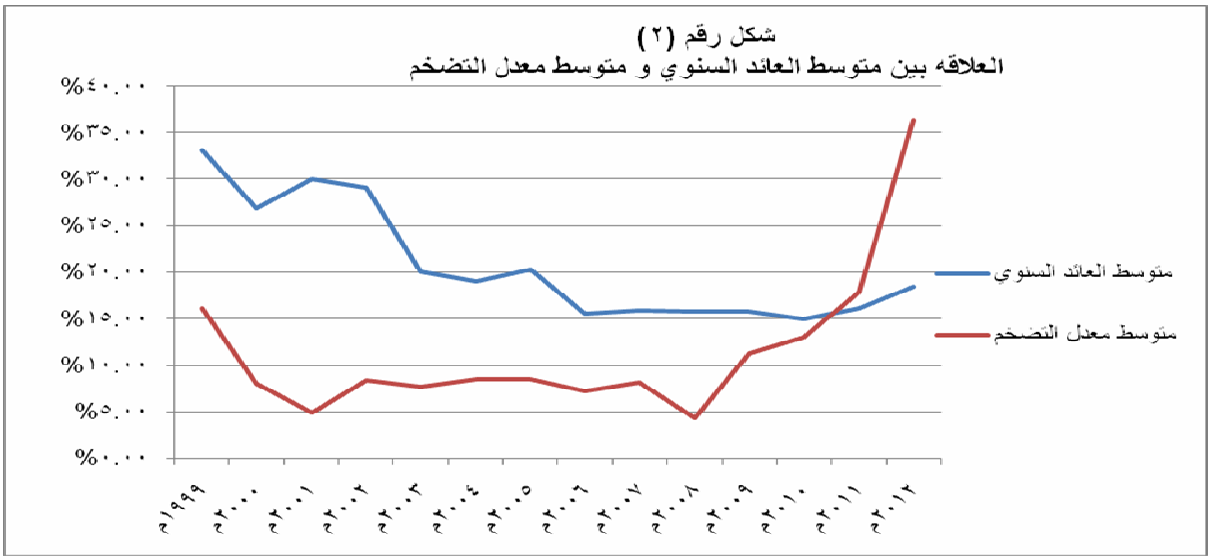
2- شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) : وهي صكوك اجلها عام واحد قابل للتجديد، قائمة على أصول حقيقية يتم اصدارها بقيمة اسمية ثابتة (500 جنيه للشهاده) تمثل انصبه محددة فى صندوق خاص مقابل حقوق ملكية الدولة فى بعض من المؤسسات، وبدأت عملية اصدارها فى مايو 1999م بهدف توفير آليات للبنك المركزى تمكنه من إدارة السيولة بجانب

غرضها الآخر كوسيلة فعاله لتمويل عجز الموازنة العامة تستطيع من خلالها الحكومة الحصول على موارد حقيقية من الجمهور لتغطية العجز بدلاً من اللجوء للاستدانة من النظام المصرفى. وقد حققت عائدات حقيقية تمثل الأرباح التشغيلية والرأسمالية للمؤسسات المكونة للصندوق و تراوحت نسبة الربحية مابين 28–33% في بداياتها وذلك بسبب الارباح العالية لبعض عناصر المكون مثل أسهم سوداتيل التي بلغت أرباحها حوالى 64% آنذاك بجانب شركات الذهب والاسمنت وغيرها من الشركات الحكومية الرابحة وتناقصت العائدات لتتراوح مابين 14–19% في الاعوام الاخيرة بسبب مشروع خصخصة العديد من المؤسسات والشركات الرابحة التى كانت تدخل ضمن مكون الشراكة. إن أهم ما يميز هذة الشهادات أنها سهلة التسييل ولها سوق رائج وقابلية للتحويل الى سيولة نقديه بتداولها فى سوق الخرطوم للأوراق المالية ،علما بأنها مرت ايضا بمرحلة المزادات والتي مازال البنك المركزي يمارسها حتي تاريخة رغم مخالفة ذلك صراحة لقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية وطلبه المتكرر لوقف هذه المزادات التى تتعارض مع قانون السوق. ولمعرفة حجم وعدد الشهادات المصدرة فإن الجدول رقم (2) أدناه يوضح حجم وعدد الاصدارات السنوية خلال الفتره من 1999م وحتى نهاية عام 2012م ويتضح أن الاصدارات فى أول عامين كانت تصدر ثلاث مرات فى العام ثم أصبحت تصدر اربع مرات فى العام منذ عام 2001م وحتى 2012م بعد ازدياد اقبال الجمهور عليها، علما بأن أجل الشهادة مازال عاما لم يتغير الا أن الارباح فى عامى 2001م و2002م وزعت ربع سنويا ومع كثافة حجم العمل بازدياد عدد المكتتبين فى الشهادات التى ارتفع عددها من حوالى 1,3مليون فى عام 2002 الى حوالى 2,3 مليون شهادة في 2003م لجأت الشركة بالتنسيق مع وزارة المالية لتوزيع الارباح كل نصف عام ثم عدلت عنه بالرجوع للنظام الاول بالتوزيع السنوى للارباح بعد ارتفاع عدد الشهادات المصدره فى عام 2006م الى ستة أضعاف تلك المصدره فى 2002م، ويلاحظ أن عدد الشهادات بلغ بنهاية عام 2012م حوالى 26 مليون شهاده بقيمة اجمالية تبلغ حوالى 13 مليار جنيه سودانى مقارنة بحوالى 15 مليون جنيه عند اول اصدار فى 1999م بالرغم من الانخفاض الملحوظ في العائد الذى تراجع من 33.2% فى المتوسط لعام 1999م حتى بلغ 18.4% لعام 2012م ويعزى هذا لانعدام المجالات المربحة بمستوى أعلى خصوصا بالنسبة لصغار ومتوسطى المستثمرين الذين يقارنون ذلك بربحية المصارف التى تقل كثيرا عن ثلثى عائدات الشهادات (لاتتجاوز8% الى 10% في المتوسط) أما بالنسبة لكبار المستثمرين فانهم يستثمرون فى الشهادات ويتحصلون على هذا العائد مع قيامهم برهن الشهادات للمصارف للحصول على تمويل فى حدود هامش مرابحة (تكلفة تمويل) لاتتجاوز عادة 11% فى العام ، مع أن متوسط معدل التضخم ارتفع من 16,2% فى 1999م الى 36,4%فى 2012م مع انخفاض سعر الجنيه السودانى مقابل الدولار الى النصف إذ بلغ 5,7 جنيه سودانى مقابل الدولار فى عام 2012م مقابل 2,5 جنيه فى عام 1999م. كما يلاحظ من الجدول إنخفاض معدل الزيادة فى الشهادات المصدرة منذ العام 2009م الذى بدأ فيه تدهور سعر صرف الجنيه متزامنا مع إرتفاع معدل التضخم. كما يوضح الشكل رقم (2) أن منحني متوسط العائد السنوي يتجه صعودا بمستويات تفوق متوسط معدل التضخم حتي عام 2011م حيث ارتفع معدل التضخم بنسبه تفوق العائد علي الصكوك مما جعلها لا تمثل بديل استثماري جيد حيث ضعف مستوي الاكتتاب و هربت الاموال لأصول أخرى كالعملات الحرة والذهب و شراء العقارات.

جدول رقم (2)

إصدارات شهامة منذ 1999م وحتى نهاية 2012م (أجل الشهادة عام واحد)

السنة	عدد الإصدارات	فترة توزيع الأرباح	عدد الشهادات	قيمة الشهادات بالمليون جنيه	نسبة الزيادة	متوسط العائد السنوي	متوسط سعر الصرف للدولار	متوسط معدل التضخم
1999م	3	سنوية	29450	14.7	0	%33.2	2.51	16.16
2000م	3	سنوية	153530	76.8	%422.4	26.9%	2.57	8.02
2001م	4	ربع سنويه	875830	437.9	%470.2	30.1%	2.58	4.92
2002م	4	ربع سنويه	1288040	644.02	%47.1	29.1%	2.63	8.3
2003م	4	نصف سنويه	2262270	1131.1	%75.6	20.1%	2.61	7.7
2004م	4	نصف سنويه	3362197	1681.1	%48.6	19.1%	2.58	8.5
2005م	4	نصف سنويه	5575274	2787.6	%65.8	20.3%	2.43	8.5
2006م	4	سنوية	7288217	3644.1	%30.7	15.6%	2.17	7.2
2007م	4	سنوية	8446201	4223.1	%15.9	15.9%	2.01	8.1
2008م	4	سنوية	11022653	5511.33	%30.5	15.8%	2.09	4.3
2009م	4	سنوية	14765179	7432	%34.9	15.8%	3.08	11.2
2010م	4	سنوية	18904640	9452.3	%27.2	%15	3.60	13.0
2011م	4	سنويه	22279545	11,139.8	17.8%	16.13%	3,68	17.9
2012م	4	سنويه	26051660	13,025.8	16.9%	18.45%	4.2	36.4



بالنسبة للاكتتاب في الأعوام الأربعة الأولى لا توجد إحصائيات رسمية بشأن حجمه إذ كان يتم قفل باب الاكتتاب بمجرد بيع الإصدارة إلا أنه منذ عام 2004م الذى شهد توقف اصدار شهادات شمم، بدأت نسبة المكتتبين تتضاعف حتى بلغت في الأعوام من 2006م وحتى 2010م ثلاثة أضعاف حجم الاكتتاب، كما توضح الإحصائيات الداخلية بالشركة.وتزامن هذا مع انشاء شركات الوكالة وبدء عملها بشكل فعال مع رفع نسبة الاحتفاظ بأوراق مالية في محفظة البنوك التجارية إلى 25% ثم إلى 30% في عام 2010م بموجب سياسات البنك المركزي التي كانت لا تسمح بالاحتفاظ بأكثر من 20% في السابق الا أنها خفضت فى عام 2012 الى حد النسبة القديمه نفسها (20%). ويلاحظ من الجدول تزايد عدد الشهادات المصدرة والتي بلغت 875.830 شهادة في عام 2001م ثم ارتفعت لتصبح 18.904.640 شهادة بنهاية عام 2010م ثم بلغت 26051660 شهادة بنهاية عام 2012م.هذا الإقبال الكبير فتح شهية الحكومة لاصدار المزيد من الصكوك بإعتبارها وسيلة سهلة لتمويل الحكومة بخلاف شهادات شمم التى كانت ترمى الى التحكم فى حجم السيولة لاغراض السياسة النقدية وكان جمهورها لايتعدى المصارف والمؤسسات المالية الكبيرة،بينما أصبحت شهادات شهامة فى متناول يد الجميع ومتاحة لكافة الافراد المعنويين والطبيعيين أجانبا أو محليين وبسعر اسمى أقل بكثير من شهادات شمم، فالقيمة الإسمية لشهادة شهامة تبلغ خمسمائة جنيه سودانى.

الجيل الثاني من الاصدارات:

بعد النجاح الملحوظ الذى أحرزته شهادات الجيل الأول كآليات غير مباشرة للسياسة النقدية وإدارة السيولة وأنها توفر للبنك المركزى بديلاً شرعيا معقولاً للآليات التقليدية للتدخل من خلال عمليات السوق المفتوح بدأ البنك المركزى ووزارة المالية فى التفكير بجدية للنظر فى استحداث صكوك وشهادات اخري خصوصا بعد أن ثبت لديهما أن الشهادات أسهمت مع عوامل اخرى فى تثبيت سعر الصرف [كما يظهر من الجدول رقم (2)] وخفض معدل التضخم الى 16.2% ثم الى 8% خلال عامى 1999و2000م علماً بأن المستهدف للعامين كان 12% و 10% على التوالى رغم ارتفاع حجم التمويل المقدم للقطاع الخاص من 52.600 الى 92.500 مليون جنيه (المستهدف 52.600 و 67.600 للعامين على التوالى)، علماً بأن معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى ايضا ارتفع من 6.2% فى عام 1999م الى 8.3% فى عام 2000م مقارنة بالمستهدف 6.2% و 6.5% على التوالى. بناء علي هذه النتائج تم طرح صكوك الجيل الثاني الذي شمل اصدار شهادات صرح وشهاب وشموخ وشامة ونور ثم شاشه. نود أن نشير الى أن اسهام الشهادات فى استقرار سعر الصرف لايجد من الشواهد المؤكدة ما يؤيده أو يؤيد الرأى القائل بأن الشهادات تكسب مكتتبين فى حالة الاستقرار ولم نطلع على دراسات علميه فى هذا الشأن الذى يتطلب دراسة دقيقة مفصلة رغم أن كل ماتشير اليه المذكرات الداخليه واللجان التى تم تشكيلها، يساند الرأى الاول القائل بأن الشهادات لها دور كبير فى إستقرار سعر الصرف ، الا أننا نرى أن الأمر يحتاج لاخضاعه لمزيد من الدراسة مع إفتراض وجود العلاقة بأعتبار أن السياسة النقديه نفسها تمكن من ذلك خصوصا عند استدعاء البنك المركزى للنقود ببيع عدد من الشهادات للجمهور لخفض حجم العملة المتداولة لديهم مما قد يسهم فى خفض معدل التضخم ويساعد على رفع القوة الشرائيه للعمله الوطنيه مقابل العملات الاجنبيه الصعبة بتحييد عامل المضاربة على الأقل.

1. صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) :

تم إصدارها في عام 2003على صيغة المضاربة وهي عبارة عن صكوك مالية شرعية تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي عبر شركة السودان للخدمات المالية ويمكن تداولها بعد الإدراج

بسوق الخرطوم للأوراق المالية، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية المختلفة،وتحدد نشرة الاصدار أهدافها ومميزاتها والية عملها ، فمن ناحية الأهداف نصت نشرة الاصدار على أن صكوك الاستثمار الحكومية تحقق أهدافاً عديدة تتمثل في:-

- تجميع المدخرات القومية والاقليمية وتشجيع الاستثمار.
- ادارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوح.
- تطوير اسواق راس المال المحلية الاقليمية.
- توظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية.
- تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات.

أما مميزات وسمات صكوك صرح فقد لخصتها النشرة فى الأتى :-

- يمثل الصك – بعد استثمار امواله – موجودات قائمة وحقيقية مكونة من مجموعة من العقود (الاجارة والمرابحة والاستصناع والسلم).
- يحدد الربح على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقود استثمارية ويتم توزيع الارباح بين رب المال (المستثمر) بنسبة 92% والمضارب (الشركة) بنسبة 8%.
- يمكن تسييلها عبر سوق الخرطوم للاوراق المالية في السوق الثانوية.
- تدفع الارباح دوريا كل ثلاثة أو ستة أشهر (بواقع 16% – 20% سنوياً).
- يمكن استخدامها كضمان من الدرجة الاولى للحصول على التمويل الممنوح من المصارف التجارية السودانية.
- يحمل كل صك من صرح قيمة مالية اسمية تحسب بالعملة الوطنية ويمثل نصيباً من استثمارات الصندوق.

أما بالنسبة لآلية عمل صكوك صرح فانها تقوم على ثلاثة أطراف كالآتى :-

- حملة الصكوك (أرباب المال).
- شركة السودان للخدمات المالية (المضارب).
- وزارة المالية والاقتصاد الوطني (الجهة الطالبة للتمويل).

تقوم العلاقة بين حملة الصكوك والشركة على اساس عقد المضاربة الشرعي وبين الوزارة والشركة على اساس عقود شرعية مختلفه حسب مقتضى الحال كالاجارة والمرابحة والاستصناع والسلم وغيرها.

حصيلة صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) :

من الجدول رقم (3) يمكن أن نلاحظ إن إصدارات صرح بدأت بإصدارة واحدة في عام 2003م بمبلغ 60 مليون جنيه تضاعف الحجم في العام التالي ثم ارتفع إلى 619.5 مليون جنيه في عام 2005م طرحت فى ثلاث إصدارات مثلت أكبر طرح فى عام واحد لصكوك صرح، ثم توالت الإصدارات بحجم أقل خلال السنوات التالية، ثم ارتفعت إلى خمسمائة مليون في عام 2010م وأقل من ذلك بقليل في عام 2011م ثم الى 345,1 في عام 2012م ليصبح إجمالي الموارد المستدرة من الصكوك بنهاية عام 2012م حوالي**!الصيغة غير موجودة ضمن جدول** مليون جنيه سوداني من خلال واحد وعشرون إصدارة حظي العام 2007م بخمس إصدارات منها. وعادة ما يرتبط حجم الصكوك وعدد الإصدارات بحجم مشروعات التنمية الممولة ومدى جاهزية المشروعات، فإن كانت المشروعات معدة ومكتملة البيانات منذ بداية العام يتم الإصدار في

إصدارة واحدة ويبدأ التنفيذ أما في حالة عدم اكتمال الدراسات أو التجهيزات الخاصة بالمشروعات في وقت واحد يتم الإصدار على عدد من الإصدارات المرتبطة ايضاً بتوفر الأصول التي يتم تصكيكها ومدى اكتمال إجراءات التصكيك للبدء في عملية الاكتتاب. ونشير إلى أن الاصدارتين في عامي 2011 و 2012 كان الغرض منهما سداد التزامات مستحقه و لم تستخدم مواردها لأغراض تنمويه و لهذا سندرجهما للأغراض الأحصائيه و نستبعدهما عند الحديث عن التصكيك لأغراض تمويل التنميه.

جدول رقم (3)

حصيلة صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)

السنة	عدد الإصدارات	المبلغ بالمليون جنيه
2003	1	60.0
2004	2	128.0
2005	3	619.5
2006	3	583.9
2007	5	327.5
2008	3	223.7
2009	1	300.0
2010	1	500.0
2011	1	496.2
2012	1	345.1
الإجمـــــــالي	21	3583.9

المصدر: قسم البحوث بشركة السودان للخدمات الماليه

2. شهادات إجارة بنك السودان المركزي (شهاب):

يتم إصدار هذه الشهادات على صيغة الإجارة الإسلامية ، أما تداولها فهو محصور فقط بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية منذ عام 2005م ولايحق لأى جهة أخرى تداولها ،إذ تهدف شهادات (شهاب) إلى إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك من المصارف، ويتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك وعرضها للمصارف فقط ولا تعرض على المستثمرين الافراد. وتقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف الثلاثه المتمثلين فى المستثمرين (المصارف العاملة) و الشركة (الوكيل المؤجر) و البنك المركزى وهو البائع للاصل والمستأجر له، على أن العلاقة بين المستثمرين والشركة تقوم على أساس عقد الوكالة، وبين الشركة (الوكيل) والبنك المركزى على أساس شراء الأصل وتأجيره له (إجارة العين لمن باعها المجازة من الهيئة العليا للرقابة الشرعيه). ومثلها ومثل صكوك صرح تقوم الشركة بدعوة المستثمرين للاكتتاب في الصندوق بغرض شراء أصول البنك المركزى المضمنه فى الجدول المرفق مع نشرة الاصدار وذلك بقيم محددة وتصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة

استثماره، ثم تكوّن الأموال المكتتب بها الصندوق ويوضع تحت إدارة الشركة بصفتها الوكيل الذى يقوم باستثمار أموال الصندوق لشراء أصول البنك المركزى وتأجيرها له لفترة عشر سنوات هى أجل الإصدارة. بهذا يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية هي الأصول المملوكة للصندوق و يجوز لحملة الصكوك تداول صكوكهم في السوق أو بيعها في سوق ما بين البنوك حيث تتمثل مستحقات حامل الصك في قيمة الأجرة الشهرية و قيمة الصك في السوق. بلغت حصيلة شهادات شهاب بنهاية ديسمبر 2012م حوالى 243.9 مليون جنيه لعدد 244 ألف شهادة تمتلك منها البنوك122 ألف شهادة (تمثل حوالى50%) والباقي عدد 121 ألف شهادة يمتلكها بنك السودان المركزى.

3. شهادات الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية (شموخ):

هي شهادات أصدرت بأجل قدره عام واحد (أبريل 2009م – ابريل 2010م) تمنح المستثمرين الفرصة في الاستثمار في صندوق تمويل استيراد سلع استراتيجية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي، و تهدف إلى تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي و تحقيق عائد مجزي للمستثمرين بالعملة الأجنبية، إلا أن هذه الشهادات لم تحقق هدفها المنشود المتمثل فى تمويل استيراد سلع مباشرة وبقت فى حساب طرف بنك السودان المركزى الى أن تمت تصفيتها فى أبريل من عام 2010م. أما بالنسبة لأهدافها ومميزاتها والية عملها فقد نصت نشرة الاصدار على الآتى :

الهدف: اصدار أدوات ماليه بغرض تمكين بنك السودان المركزى من ادارة موارد البلاد بالنقد الاجنبى وايجاد فرص استثماريه تحقق ربحا لحملة هذه الشهادات.ويلتزم البنك المركزى بالوفاء بالتزاماته الناشئه عن هذه الشهادة وضمان السداد فى تواريخ الاستحقاق، مع التزامه بتوزيع ارباح تحت الحساب كل ستة أشهر بالعملة الاجنبيه فى حدود ربع الارباح المتوقعة والتى اشارت دراسة الجدوى الى أنها تتراوح مابين 5% الى 7%. ويلاحظ أن هذا النص لم ينص عليه فى أى أصدارة من قبل اذ ان هذه أول اصدارة بالعمله الصعبة وكان الهدف تشجيع الجمهور للاكتتاب فيها وطمأنتهم على السداد فى المواعيد المحدده وبالعملة الصعبة.

آلية عمل الصندوق: تقوم العلاقة التعاقدية بين الشركة كمضارب وحملة الشهادات الاستثماريه كأرباب مال على أساس عقد المضاربة الشرعى ويتم توزيع الارباح بين المضارب ورب المال بنسبة 95% لرب المال و5% للمضارب، أما العلاقة بين الشركة والبنك فتقوم على أساس المضاربة المقيدة بغرض تمويل استيراد سلع وفقا لاحكام الشريعة الاسلاميه.

ورغم أن حصيلة الاكتتاب لم تستغل فى اى غرض الا أنه يلاحظ أن هناك تناقض فى نشرة الاصدار عند ذكر الهدف المحدد وعند توضيح الية عمل الصندق والتى يفهم منها أن الشركة تعمل مع وحدات الجهاز المصرفى مباشرة على اساس عقد المضاربة المقيدة لاستيراد سلع مما يعنى أن الحصيلة يتم التداول والتعامل فيها فيما بين البنوك التجارية والشركة دون اى تدخل مباشر من البنك المركزى فى هذه الآليه. صدرت شموخ في عام 2009م بقيمة اصدار قدرها مائة مليون دولار امريكى مجزأة الى مائة الف شهادة بفئة الف دولار للشهادة الواحدة، تم الترويج لها داخل البلاد ولم يتم تسويقها بالخارج كما انها لم تكرر مرة اخرى لما صاحب استخدام حصيلتها من أهمال ولم تستخدم لا فى أغراض السياسات النقدية ولا الماليه وأنشغلت عنها الجهات المختصة بالبنك المركزى والشركة ونسيت بحساب جارى الى أن حان اجل تصفيتها فى نهاية ابريل من عام 2010م حيث كان قد تم الاكتتاب فى 6170 شهادة صفيت بارباح بلغت 7% (ربح المثل) ولم تجدد كما لم تكرر التجربة مرة أخرى اذ عاد سعر صرف الجنيه السودانى للتدهور مما جعل بنك السودان يحجم عن اصدار شهادات بالعملة الحرة قد تكلفه الكثير رغم أن وزارة الماليه خاضت التجربه فى عام 2012م بإصدار شهادة نور التي لم تجد إقبالا

يذكر. ويلاحظ أن نسبة الشهادات التى حازها الافراد بلغت 2.6 % ما يعادل 160000 دولار أمريكـــى، أمـــا البنـــوك فقـــد أكتتبت فى مبلغ خمسة مليون دولار أمريكى مايساوى نسبة 80.6% من اجمـــالى الحـــصيلة وأكتتـــب مـــديرو الـــصناديق الاستثماريه وجهات اخرى محليه فى 16.7% والباقى إكتتبت فيه الشركات والمؤسسات التجاريه المختلفة.

4. شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول(شامة)(2010م):

وهي من أحدث الشهادات وتقوم علي تصكيك نصيب الحكومة في مصفاة تكرير البترول المنشأة بالجيلي (شـــمالي مدينة الخرطوم بحري) بشراكة متناقصة مع شركات صينية وتتجاوز حصة الحكومـــة 83% مـــن قيمـــة المـــصفاة (عنـــد التصكيك) التي تبلغ حوالي ملياري جنيه سودانى. تهدف هذة الشهادات الي توفير موارد مالية للدولة مع تمكين المـــستثمرين من الحصول علي عائدات سنوية تبلغ 14% توزع ربع سنوية كأول تجربة لتوزيع عائدات صكوك الاجـــارة بـــشكل ربـــع سنوي ، ويلاحظ أن هذه أول مرة تصدر صكوك من وزارة الماليه يبلغ اجلها سبعة أعوام إذ أن الصكوك الاخري كلها يبلـــغ أجآلها ثلاثة اعوام الى ستة أعوام، الا أن صكوك شهاب الخاصة بالبنك المركزى يبلغ اجلها عشرة أعوام. وقـــد أوضـــحت نشرة الاصدار ذات الخصائص و الأهداف التى صدرت بها صكوك صرح وبنفس الآليه والاخـــتلاف الوحيـــد فـــى نـــسبة المضارب (الشركة) التى خفضت الى 5% بغرض تشجيع هذه الاصداره التى لم تصدر من قبل إصـــدارة بحجمهـــا. كمـــا نصت نشرة الاصدار على هدف جديد بجانب هدف توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك، حيـــث نـــصت على توسيع وزيادة عرض الأوراق المالية المسجلة بسوق الخرطوم للاوراق المالية من خلال إضافة ورقة مالية جديدة توفر موارد مناسبة للدولة بجانب هدف آخر هو تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد. أما تكييـــف العلاقـــات التعاقديـــة فتقوم بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة بأجر، وبين الشركة (الوكيل) والوزارة على أساس شراء الأصل منها وتأجيره لها ايجارة تشغيليه.

تم إصدار شهادات شامة فى عام 2010م بما يعادل نصيب حكومة السودان في مصفاة الخرطوم للبتـــرول والبـــالغ قدره 1.892.000 مليون جنيه سوداني قسمت الى 3784000 صك بقيمة اسمية قدرها 500 جنيه للـــصك فـــي إصـــدارتين أساسيتين الأولى بمبلغ 810 مليون جنيه سوداني ولم يكن الغرض منها تمويل مباشر لمشروعات تنمية محدده ســـلفا وإنمـــا خصصت لمعالجة مديونيات المصارف على الحكومة شريطة أن تكون مثبتة بسندات حكوميه حل اجل سدادها، فخصـــصت حصيلة مبيعات هذه الشهادات لمقابلة سداد الإلتزامات القائمة والواجبة السداد من سندات الـــدين وســـندات التنميـــة طـــرف المصارف التى منحت تمويلا لمشروعات عامة أو خاصه مقابل ضمان سندات الـــدين أو التنميـــه الحكوميـــه، أمـــا متبقـــي الشهادات فقد أصدرت ايضاً لمقابلة التزامات حكومية في الصرف الجاري ولم يتم تقديم تمويل مباشر لمشروعات تنموية من هذه الشهادات إذ أنها تزامنت مع العجز الذي واجهته موازنة الدولة بسبب توقعات انفصال جنوب السودان عـــن الدولـــة الأم وخروج حصيلة عائدات البترول من الميزانية العامة للدولة. وقد بيعت الإصدارة الثانيه مجزأة على قسمين الأول في حـــدود 328.8 مليون جنيه خصصت لسداد بعض الإلتزامات الحكومية القائمه وتم بيع المتبقى على فترات لاحقة على ثلاث دفعـــات متتاليه مقسمة على إصدارتين فرعييتين ، علما بأن هذا التقسيم اقتضته الضرورة الفنية داخل الشركة لتسهيل عملية حـــساب الارباح ربع السنوية اذ ان عملية التسديد لإطفاء إلتزامات السندات المستحقة على وزارة الماليه أخذت أكثر من ثلاثة شهور. بنهاية عام 2012م كانت حصيلة الاكتتاب كما يوضح جدول رقم (4) فى حدود 3.784.000 شهادة بقيمة 189.2مليون جنيه و استخدمت لسداد بعض الالتزامات الناتجة عن سندات التنمية والدين وأوامر الدفع المستديمة التى حل أجلها لبعض المقاولين

الافراد والجهات الأعتباريه بخلاف المصارف التجاريه، و بنهاية العام كان نصيب بنك الـسودان المركـزى 59.8% مـن الشهادات المباعة وتملك الافراد شهادات بمبلغ 20.1 مليون جنيه بنسبة 1% أما الشركات والصناديق الاستثمارية فقد اكتتبت

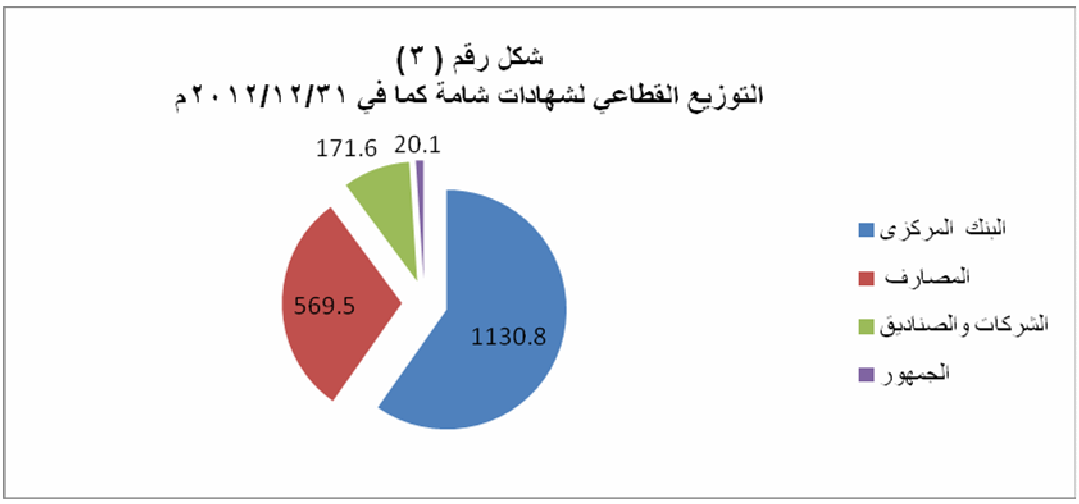
جدول رقم (4)

موقف شهادات اجارة مصفاة الخرطوم (شامه) فى 2012/12/31م

بيان	عدد الشهادات	القيمة بالمليون جنيه	النسبة المئويه
البنك المركزى	2498351	1,130.8	%59.8
المصارف	902344	569.5	%30.1
الشركات والصناديق	343100	171.6	%09.1
الجمهور	40205	20.1	%01,0
الاجمالى	3784000	1,892	%199.00

المصدر: قسم البحوث شركة السودان للخدمات المالية

فى مايعادل 9.1% من الشهادات بمبلغ 171.6 مليون جنية، وكان نصيب المصارف 30.1% من الاكتتـاب بمبلـغ 569.5 مليون جنيه.والشكل رقم (3) يعطى صورة أوضح للتوزيع القطاعى لهذه الشهادات حيث يلاحظ تحول معظم الشهادات للبنك المركزى عن طريق تخلى المصرف عن شهادته لصالح البنك المركزى فى حالة العجز السيولى لضعف ربحية هذه الشهادت الذى أدى الى ضعف تداولها بالسوق.



5- شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نـــــــــــــور):

صندوق إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء ،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 إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيه ، مع توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد. ويبلغ رأس مال الصندوق 758.4 مليون دولار أمريكي تقريباً مقسمة إلى 7,583,527 صك بقيمة اسمية قدرها مائة دولار للصك الواحد، وحدد عمر الصندوق بفترة 36 شهراً من نهاية الإكتتاب

المتوقع بدايته في شهر يونيو 2012م، وفي نهاية مدة الإجارة تعرض أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء للبيع في السوق بالسعر الجاري ويكون لوزارة المالية حق الدخول في منافسة الشراء مع الآخرين.

إلا أن الظروف لم تكن فى صالح هذا الصندوق بعد إنفصال الجنوب وخروج عائدات النفط من موازنة الدولة وتآكل إحتياطاتها من النقد الأجنبى وتدهور سعر الصرف وإرتفاع متوسط معدل التضخم فبقيت المبالغ المكتتب فيها فى حساب طرف البنك المركزى وينتظر رأى هيئة الرقابة الشرعية للبت فى عملية إعادة المبالغ المكتتب بها لأصحابها، حيث تم الاكتتاب فى عدد **!الصيغة غير موجودة ضمن جدول** شهادة بمبلغ **!الصيغة غير موجودة ضمن جدول** دولار أمريكى وهو مبلغ يقل بكثير عن 1% من حجم الإصدارة كما يوضح الجدول رقم (5) ويتوقع صدور قرار الهيئة بالعمل على إعادة شراء الشهادات من السوق الثانوى لصالح وزارة المالية للتخارج منها.

جدول رقم (5)

موقف شهادات (نور) بنهاية العام 2012م حسب نوع العميل

الجهة	عدد الشهادات المباعة	القيمة بالدولار	النسبة %
الشركات والصناديق	3519	351,900	%0.05
الأفراد	16552	1,655,200	%0.22
جملة الإكتتاب	20071	2,007,100	%0.27
الصكوك غير المكتتب فيها	7563456	756,345,600	%99.73
الإجمالي	7583527	758,352,700	%100.27

6-شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء(شاشه):

صندوق إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء، عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل أنشئ بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة لتوظيفها لشراء بعض أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وتأجيرها لوزارة المالية والإقتصاد الوطنى إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين. بلغ رأس مال الصندوق 2,242,629,500 جنيه سوداني مقسمة إلى 4,485,259 صك بقيمة اسمية قدرها 500 جنيه للصك الواحد. عمر الصندوق 48 شهراً تبدأ عند اكتمال واقعة بيع أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء محل إجارة الصندوق. تمت إجازة الصندوق بكل مراحله فى الثانى من ديسمبر 2012م ليبدأ الإكتتاب فيه بحلول العام 2013م. العائد السنوي للمساهمين في الصندوق يتوقع أن يكون فى حدود 5% حسب دراسة الجدوى المبدئيه تقسم بنسبة 99% كأجرة للمستثمرين المساهمين و نسبة 1% من العائد السنوي للشركة ، والسبب الأساسى فى تدنى العائد هو أن وزارة المالية تزمع أن تعرض هذه الصكوك فقط لدائنيها الذين يحملون سندات دين أو سندات تنميه حل أجلها ولم تسدد بعد ، فيجوز لحاملها إستبدالها بهذه السندات، ولهذا يتوقع أن تجد إقبالا من المصارف التجاريه الدائنه للوزارة إلا أننا لانتوقع أن تجد قبولا من الدائنين الآخرين من أفراد أو شركات مقاولات إذ أنهم فى حاجة للسيولة النقديه أكثر من هذه الشهادات التى قد يصعب تداولها بالسوق الثانوى لضعف ربحيتها.

حصيلة الصكوك المصدرة فى 2012/12/31م:

بلغ الرصيد الإجمالي لحصيلة إصدارات الشهادات والصكوك الحكومية فى نهاية ديسمبر من عام 2012م حوالى 16 بليون جنيه تمت من خلال 85 إصداره كما يوضح الجدول رقم (6) وكما هو معلوم فإن شهامة أكبرها دون منازع في الحجم الكلي وذلك نسبة لطول فترة الإصدار ولتراكم الإصدارات حيث عادة لا تتم التصفية نهائياً وإنما يتم التجديد بخلاف

إصدارات الصكوك الأخرى إذ تتم التصفية بنهاية فترة أجل الصكوك ومن الواضح أن الرصيد لايشمل شهادات شـــمم التـــى تمت تصفيتها منذ عام 2004م كما لم يشمل شهادتي نور و شاشه حيث أن الاولي لم يتم حسم أمرهـــا لأســـتخدام مواردهـــا لفشل الإكتتاب أما الثانيه فلم يتم الأكتتاب فيها الا فى مستهل العام 2013م.

جدول رقم (6)

عدد الإصدارات و الشهادات ورصيدها القائم بنهاية عام 2012م

لاقرب مليون جنيه

البيان	عدد الإصدارات	عدد الشهادات	الرصيد
شهامة	58	26051660	13025.8
صرح	21	8413000	841,3
شامة	5	3784000	1892.0
شهاب	1	243871	243.9
الجمله	85	3849253138492531	16005.7

المصدر :قسم البحوث بشركة السودان للخدمات الماليه المحدودة

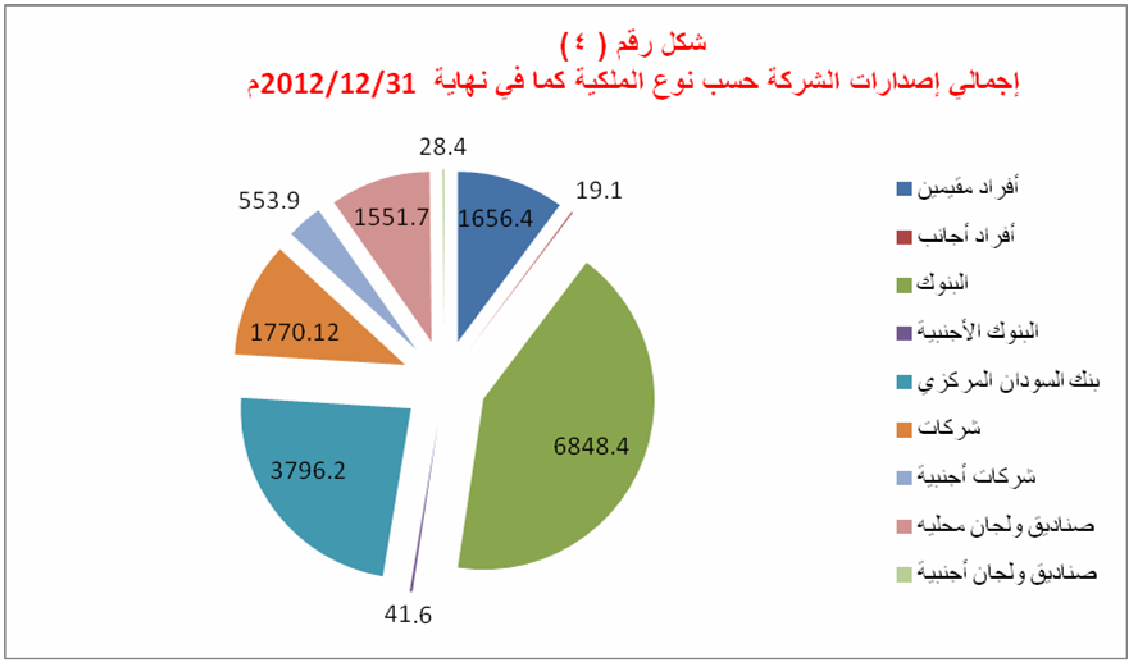
أما بالنسبة لملكية المستثمرين للشهادات المصدرة من الوزارة فالجدول رقم (7) يوضح أنه بناء على أرصدة الشهادات والصكوك فى 2012/12/31م فإن الافراد المقيمين يحوزون على نسبة 10.2% من إجمالى قيمة الشهادات المصدرة فى تاريخه مقابل نسبة لاتتجاوز3.5% للاجانب افرادا وشركات بجانب نسبة ضئيلة للبنوك الأجنبية التى مازالت محتفظه ببعض الشهادات رغم إنخفاض سعر صرف العملة السودانية فى ظل ظروف الحصار الاقتصادى المفروض على السودان وتصنيفه الإئتمانى المتدنى لارتفاع مخاطره السيادية بسبب حجم الدين الخارجى المرتفع والتعثر فى سداده و بالتالى فهناك جانب إيجابى من شراء الأجانب للصكوك. يلاحظ أن البنك المركزى يحتفظ بحصيلة مقدرة من الصكوك لاغراض السياسة النقدية، ومع أن الشركات تحظى بنسبة 11% (أنظر الشكل رقم (4)إلا أن النصيب الأوفر من الصكوك يقع تحت يد البنوك التى تتجاوز نسبتها 42% مما يساعدها فى تحقيق أرباح مجزيه دون مخاطر تذكر مما استجلب نقدها بتمويل الحكومة خصما على التمويل المقدم للقطاع الخاص، كما أنها مستفيدة أيضا من رهن شهادات الافراد والشركات مقابل العمليات التمويليه لهم بإعتبار أن رهن الشهادات يحد من عمليات التعثر بشدة لسهولة تسيليها عند عجز العميل عن السداد ، كما تحتفظ البنوك وجوبا بنسبة 50% من نسبة السيوله العامه فى شكل صكوك لدى البنك المركزى كمتطلب من متطلبات المقاصه الالكترونيه ليرجع اليه البنك المركزى عندما يتعرض الحساب الجارى للمصرف طرف البنك المركزى للانكشاف فيلجأ البنك المركزى فورا الى تسييل هذه الشهادات لتغطية حجم الانكشاف.

جدول رقم (7)

الصكوك المصدرة من قبل وزارة المالية حسب نوع الملكيه فى 31ديسمبر 2012م

بيان	شهامة	صرح	شامة	جملة	%النسبة
أفراد مقيمين	1574.3	62	20.1	1656.4	10.2
أفراد أجانب	16.2	2.9	0	19.1	00.1
البنوك	6173.9	105	569.5	6848.4	42.1
البنوك الأجنبية	39.2	2.4	0	41.6	0.3
بنك السودان المركزي	2220	445.4	1,130.8	3,796.2	23.3
شركات	1651.1	45.6	73.4	1770.1	10.9
شركات أجنبية	553.9	0	0	553.9	3.4
صناديق ولجان* محليه	1275.5	178	98.2	1551.7	9.5
صناديق ولجان* أجنبية	28.4	0	0	28.4	0.2
الإجمالي	13532.5	841.3841.3	1,892	16,265.8	100
*يقصد باللجان،لجان المساجد واللجان التنفيذية للمنظمات والاتحادات والروابط					

المصدر قسم البحوث بشركة السودان للخدمات الماليه



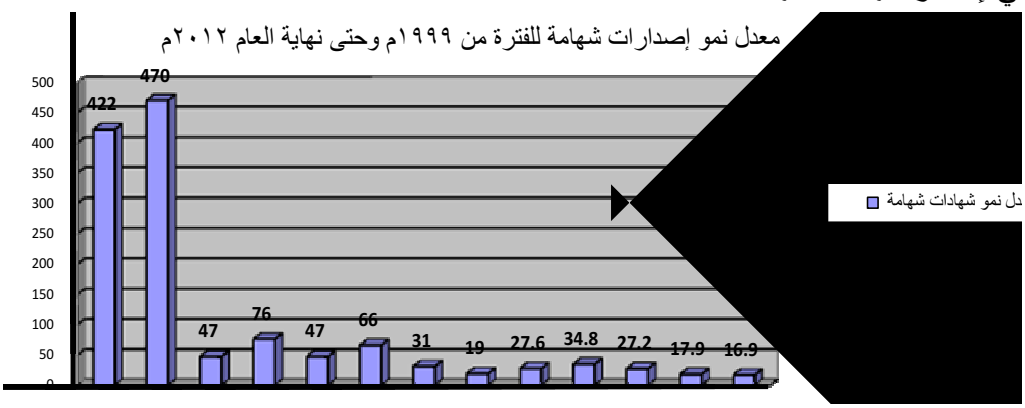
ثانياً- تقييم أداء الصكوك للفترة من 1999م وحتى نهاية العام 2012م:

قامت شركة السودان للخدمات المالية منذ تأسيسها في العام 1998م على العمل لتنفيذ الأهداف التي أسست

من أجلها وقد استطاعات أن تحقق نجاحاً كبيراً في إصدار الشهادات والصكوك مما أدى إلى تحقيق عدد من الأهداف المتمثلة في الآتي :-

1- توفير التمويل اللازم لوزارة المالية لسد العجز في الموازنة :

بإصدار الشركة لشهادات المشاركة الحكومية (شهامة) استطاعت أن توفر لوزارة المالية موارد مالية حقيقية ضخمة لسد العجز في الموازنة بلغت بنهاية العام 2012م *حوالى* (13,025) مليون جنيه والشكل التالي يبين معدل النمو في إصدار شهادات شهامة.



يتضح من الشكل أعلاه أن أعلى معدل نمو لشهادات شهامة كان في العام 2001م بنسبة 470% وأدنى معدل نمو في العام 2012م بمعدل 16.9%.

2- تمويل مشروعات التنمية :

ساهمت صكوك الاستثمار الحكومية التي تصدرها الشركة في تمويل مشروعات التنمية في مختلف القطاعات الاقتصادية والاجتماعية بمختلف ولايات السودان والجدول التالي يبين قطاعات التنمية الممولة عبر الصكوك للفترة من 2005م وحتى نهاية العام 2012م:

البيان	المبلغ	النسبة
الخدمات (مياه، صحة تعليم)	786.39	%28.67
البنيات التحتية الأساسية	638.66	%23.28
المشروعات الإنتاجية	229.57	%8.37
مشاريع أخرى (تنموية)	129.87	%4.73
تدفقات نقدية لوزارة المالية	839.28	%30.6
المعلوماتية	40.47	%1.47
أخرى	78.34	%2.85
جملة الموارد	2.742.58	%100

المصدر:- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة

3- تطور نشاط التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية :-

ساهمت الشهادات والصكوك التي تصدرها الشركة بقدر كبير في زيادة نشاط سوق الخرطوم للاوراق المالية بالقبول الكبير الذي وجدته هذه الشهادات لدي جمهور المستثمرين والمتعاملين في السوق وبذلك أصبحت نواة طيبة للأوراق المالية الإسلامية في السودان وهي تمثل حسب تقارير سوق الخرطوم للأوراق المالية ما نسبته 95% من حجم التداول في السوق الثانوي *فى السنوات الخمس الاخيرة*.

4- استخدامها من قبل بنك السودان المركزي كأداة لإدارة السيولة :

بإصدار الشركة للشهادات والصكوك تحقق لبنك السودان المركزي أداة من أهم أدوات السياسة النقدية للتحكم في إدارة السيولة في الاقتصاد قبضاً وبسطاً عبر مزادات البيع والشراء – عمليات السوق المفتوحة الجدول التالي يبين عمليات البيع والشراء التي تمت خلال الفترة 2009م وحتى نهاية يوليو 2013م.

عمليات السوق المفتوح للشهادات والصكوك للفترة من 2009/9/13م وحتى 2013/7/31م

(شهادات شهامة)

السنة	عمليات البيع	عمليات الشراء
2009م	337,967	89,246
2010م	1,848,044	4,749,029
2011م	2,650,378	2,523,425
2012م	5,074,430	3,139,003
2013م	2,861,904	1,851,231

(شهادات صرح)

السنة	عمليات البيع	عمليات الشراء
2009م	684,000	507,204
2010م	1,435,130	508,121
2011م	1,664,788	1,255,560
2012م	1,882,322	3,086,223
2013م	422,105	854,441

(شهادات شامة)

السنة	عمليات البيع	عمليات الشراء
2011م	565,998	453,578
2012م	672,465	448,327
2013م	61,504	182,132

(شهادات شاشة)

السنة	عمليات البيع	عمليات الشراء
2013م	840,890	93,720

5- المساهمة في تحسين المؤشرات الاقتصادية الكلية :-

بناءً على التحليل الإحصائي الذي أجري في هذا المجال فقد أثبت أن الزيادة في معدل نمو الشهادات والصكوك التي تصدرها الشركة له علاقة في تحسين المؤشرات الاقتصادية وفقاً للآتي:-

1-التأثير إيجابياً على النمو الاقتصادي.

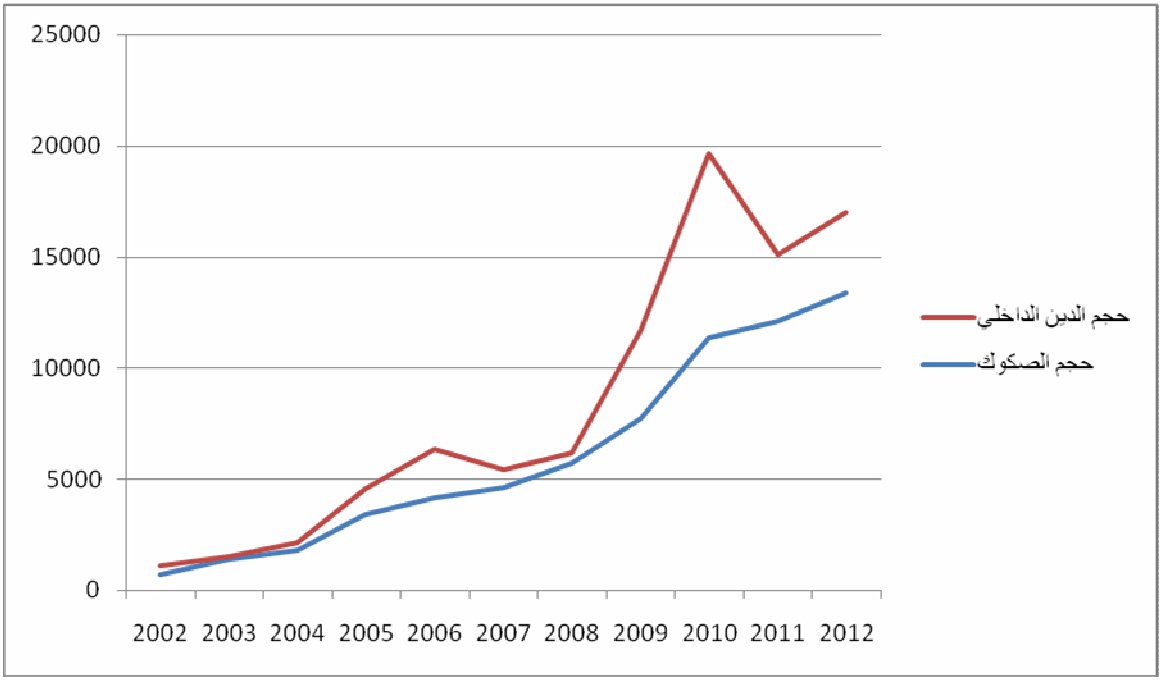
2-التأثير في استقرار معدل التضخم.

3-وجود علاقة عكسية بين النمو في إصدار الشهادات والصكوك وسعر الصرف.

6- تسهم بشكل فعال فى رفع معدلات ربحية البنوك(20% من المحفظة) وتقليل حجم التعثر بسبب إستخدام الشهادات كرهن من الدرجة الأولى (100%).

7- ليس هناك ما يؤكد الإدعاء بأنها تسهم فى تمويل الحكومة على حساب القطاع الخاص بل بعض الشواهد تدل على بطلان هذا الإدعاء بسبب الحجم الكبير لحسابات البنوك الجارية طرف البنك المركزى.

8- تفاقم من حجم الدين الداخلى بسبب ضعف مقدرة الدولة على السداد بعد خروج موارد النفط (رغم أن السودان فى منطقة الآمان بالمقاييس الدوليه 10% الآن مقابل نسبة الآمان 60%)



ثالثاً- العقبات التي تواجه أداء الصكوك الحكومية:

هنالك بعض العقبات والتحديات التي تجابه الشركة المصدره لهذه الشهادات والصكوك تتمثل أهمها في الآتي:-

1- مقدرة وزارة المالية على الوفاء بالتزاماتها:-

يشكل وفاء وزارة المالية بالتزماتها تجاه المستثمرين هاجساً كبيراً للقائمين على أمر الشركة وخاصة في التصفيات الأخيرة للشهادات والصكوك وعدم وفائها ببعض الالتزامات تجاه المستثمرين (*خصوصاً المؤسسات والبنوك*)مما

يؤدي إلى إهتزاز الثقة في هذه الشهادات والصكوك وبالتالي فشلها.

2- التصريحات الحكومية السالبة حول الشهادات وشركة السودان للخدمات المالية.

3- مزاحمة البنوك والمصارف في استقطاب المدخرات والتأثير على دورها كوسائط مالية.

بالرغم من *عدم وجود دراسات موثقة تثبت وجود* علاقة ذات أهمية تذكر ما بين النمو في الاوراق المالية الحكومية و النمو في التمويل المصرفي أي بمعنى ان التوسع في إصدار الصكوك الحكومية لم يؤثر او يحد من التمويل المصرفي للقطاع الخاص مما يدحض القول بان شهادات شهامة كانت خصماً على التمويل المصرفي للقطاع الخاص إلا أنه ما زال هناك اتهام للشركة بمزاحمة البنوك والمصارف في استقطاب المدخرات والتأثير على دور المصارف كوسائط مالية.

4- زيادة تكلفة الاقتصاد :-

هناك *إفتراض* بأن معدلات الأرباح التي تدفعها وزارة المالية للمستثمرين في الشهادات والصكوك عالية مما يزيد تكلفة الاقتصاد وبالتالي زيادة معدلات التضخم.

5- الأداء الاقتصادي للدولة:

يشكل الأداء الاقتصادي للدولة أهم التحديات التي تواجه عمل الشركة فالبرغم من أن الشركة تمثل أحد الأدوات المهمة للاستقرار الاقتصادي إلا أنها تعاني من ذلك بارتفاع معدلات التضخم وتقلبات سعر الصرف مما يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين لديها.

6- ارتفاع الرسوم والعمولات التى يفرضها السوق على الإدراج والتداول (حوالي 1.5%)

7- عملية الخصخصة أدت الى عدم توفر مكونات لشهادات المشاركة ، مع عدم توفر أصول جاهزة للتصكيك بصيغة الإيجارة

8- عدم الإلتزام بالضوابط الموضوعة لاستخدام حصيلة صكوك الاستثمار التى توجه فى بعض الأحيان لاهداف غير تنمويه.

من هذا الأستعراض يتضح أن للتصكيك مستقبل فى السياسة النقدية والماليه إن تم تخطى العقبات أعلاه ، كما ويمكن من تمويل مشروعات إنتاجية استثمارية وتنموية من موارد الصكوك وتدل شواهد عالميه على ذلك (مدينة حمد الطبيه بقطر ، مطار دبى طرق قومية بإيران) ، كما ويمكن إستصدار صكوك لتمويل عمليات إنتاج القطن والصمغ وغيرها من المحاصيل ، بل ويمكن إصدار الصكوك الوقفية لبناء المستشفيات والمدارس ودور العجزة وكبار السن.

والله ولى التوفيق