

سلسلة الدراسات والبحوث
سلسلة بحثية تصدرها الإدارة
العامة للبحوث والإحصاء
بنك السودان المركزي

الإصدار رقم (10)

إمكانية إستحداث أداة أو أدوات
نقدية و مالية لإدارة السيولة

إعداد:

عبدالرحيم شريف احمد
مجدي البخيت إبراهيم
مصطفى إبراهيم عبدالنبي

تنويه:

كل ما يرد في هذه الإصدار من وجهات نظر وأراء لا تمثل بالضرورة رأى بنك السودان
المركزي إنما تقع المسؤولية على الكاتب

حقوق الطبع محفوظة لبنك السودان المركزي 2007م
(توزع مجاناً)

ديسمبر 2003م

المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
5	مقدمة
7	المحور الأول: إستعراض الأدوات النقدية والمالية المستخدمة لإدارة السيولة خلال الفترة (1999-2002م)
8	- دور الأدوات المستخدمة في إدارة السيولة
8	- الأدوات المباشرة
12	- الأدوات غير المباشرة
19	المحور الثاني: الأدوات المقترحة لإدارة السيولة في الاقتصاد
19	- دواعي استحداث أدوات لإدارة السيولة في الاقتصاد
20	- جيل جديد من شهادات مشاركة البنك المركزي (أداة نقدية)
21	- صكوك السلم قصيرة الأجل (أداة نقدية)
23	- صكوك الإجارة الإسلامية (أداة نقدية)
23	- صكوك التأجير الإسلامية (أداة مالية)
24	- صكوك التنمية الإسلامية (أداة مالية)
27	المحور الثالث: النتائج والتوصيات
27	- النتائج
27	- التوصيات
29	المصادر والمراجع

فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
8	هوامش المربحات ونسب المشاركات للفترة (1999-2002)	1
10	نسبة الاحتياطي النقدي القانوني للموارد المتاحة	2
11	التمويل الاستثماري المقدم من بنك السودان للبنوك التجارية	3
13	تطور شهادات البنك المركزي	4
14	تطور شهادات مشاركة الحكومة	5
15	نسبة السيولة لدى الجمهور إلى عرض النقود ونسبة استثمارات الجمهور في شهامة إلى السيولة لدى الجمهور	6
17	الموقف الكلي لإصدارات صكوك الاستثمار الحكومية.	7

مقدمة :

ظل بنك السودان ومنذ بداية عقد التسعينات في سعي دؤوب لزيادة فاعلية السياسة النقدية وذلك من خلال تطوير أدواتها والتركيز على الأدوات غير المباشرة. وفي ظل محدودية أدوات السياسة النقدية المتاحة للبنك المركزي في ظل انتهاج النظام المصرفي الإسلامي الذي يقضي بعدم التعامل بالأدوات التقليدية القائمة على سعر الفائدة مثل اذونات الخزنة وغيرها من أدوات السوق المفتوحة أصدر بنك السودان شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) كأول أداة نقدية لإدارة السيولة تعمل وفق مبدأ المشاركة الذي يقره الشرع الإسلامي الحنيف. كما أصدرت وزارة المالية شهادات مشاركة الحكومة (شهامه) وصكوك التمويل الحكومية وذلك بغرض توفير موارد إضافية للدولة، وفضلاً عن ذلك فقد تم استخدام هذه الأدوات المالية في إدارة السيولة.

إن الاتجاه إلى تعزيز حرية الأسواق وفتحها أمام العالم الخارجي يتطلب من البنك المركزي تطوير السياسة النقدية وزيادة فاعلية أدواتها المتاحة، واستحداث المزيد من الأدوات غير المباشرة التي يمكن أن تسهم في تحسين إدارة السيولة، خاصة وأن بنك السودان يعمل في بيئة اقتصادية ومصرفية تعمل وفق المنهج الإسلامي الذي يتطلب ابتكار أدوات ووسائل إضافية تتماشى مع هذا النهج الإسلامي.

بناءً على ما سبق ذكره، فإن هذه الدراسة تهدف إلى إمكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة في الاقتصاد تضاف إلى الأدوات الحالية مما يعتبر إضافة وإثراء لأدبيات الاقتصاد الإسلامي لا سيما في مجال السياسة النقدية.

تتضمن الدراسة ثلاثة محاور، حيث يستعرض المحور الأول الأدوات النقدية والمالية المتاحة لإدارة السيولة. بينما يتطرق المحور الثاني إلى الأداة أو الأدوات المقترحة لإدارة السيولة في الاقتصاد أما المحور الثالث يتضمن أهم النتائج والتوصيات التي خلصت إليها الورقة.

المحور الأول

الأدوات النقدية والمالية المستخدمة لإدارة السيولة (خلال الفترة 1999 - 2002)

1.1 مقدمة :

ظل بنك السودان منذ إنشائه وحتى عام 1983م يستخدم أدوات إدارة السياسة النقدية المباشرة وغير المباشرة، لكي تمكنه من تنظيم وضبط الائتمان المصرفي، حيث كان التحكم في الكتلة النقدية يتم عن طريق التحكم في معدلات أسعار الفائدة وتغيير نسب الاحتياطي النقدي، التمويل المباشر للمصارف، أو عن طريق وضع حدود قصوى للتمويل (سقف ائتمانية)، وغير ذلك من الوسائل الرقابية الأخرى مثل عمليات السوق المفتوحة وذلك بغرض الرقابة الكمية على الائتمان المصرفي.

كان البنك المركزي وفي ظل غياب آلية إسلامية - تحل محل سعر الفائدة - لإدارة السيولة في الاقتصاد يعتمد اعتماداً أساسياً على الاحتياطي النقدي القانوني لخفض أو زيادة مقدرة المصارف على منح التمويل وبالتالي في التأثير على عرض النقود. وقد اهتم بنك السودان بسيولة البنوك باعتبار أن التحكم في السيولة هو الهدف الأساسي للسياسة النقدية آنذاك. بعد العام 1983م وفي ظل النهج الإسلامي للاقتصاد السوداني كان لابد للبنك المركزي من أن يستخدم أدوات نقدية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لإدارة السيولة وتتمتع بكفاءة وفعالية. وقد استخدم البنك المركزي -بالإضافة إلى الاحتياطي النقدي القانوني هوامش أرباح المراجحات ونسب مشاركة العملاء في حالة المشاركات ونوافذ البنك المركزي التمويلية (نافذة العجز السيولي و نافذة التمويل الاستثماري) كأدوات مباشرة لإدارة السيولة في الاقتصاد. أما في جانب الأدوات غير المباشرة فقد إستحدث بنك السودان في العام 1998م أداة نقدية لإدارة السيولة تعتبر أول أداة نقدية إسلامية وهى شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) ، وتلى ذلك في العام 1999 إصدار وزارة المالية والاقتصاد الوطني لشهادات المشاركة الحكومية (شهادة)، ثم في العام 2003 أصدرت صكوك التمويل الحكومية كأدوات مالية مكنت الدولة من توفير موارد حقيقية لتمويلها بدلاً عن الاستدانة من النظام المصرفي .

2.1 دور الأدوات المستخدمة في إدارة السيولة :

من المتعارف عليه في أدبيات الصيرفة المركزية أن التحكم في الائتمان المصرفي وبالتالي عرض النقود يتم بطريقتين: إما عن طريق استخدام الأدوات المباشرة أو استخدام الأدوات غير المباشرة أو كليهما . وبنك السودان كبنك مركزي استخدم أنواعاً عدة من تلك الأدوات التي لا تعتمد على سعر الفائدة تمثلت في الآتي:-

1.2.1 الأدوات المباشرة:

في جانب الأدوات المباشرة استخدم بنك السودان هوامش أرباح المراجحات ونسب المشاركات، الاحتياطي النقدي القانوني ونافذتي البنك المركزي (تمويل العجز السيولي والتمويل الاستثماري) بالإضافة إلى الإقناع الأدبي . وفيما يلي نستعرض تلك الأدوات وتأثيرها:

1.1.2.1 هوامش أرباح المراجحات ونسب مشاركة العملاء في المشاركات :

استخدم البنك المركزي هوامش أرباح المراجحات ونسب مشاركة العملاء في المشاركات بغرض التأثير على حجم التمويل المصرفي ، والجدول التالي يستعرض هوامش أرباح المراجحات ونسب مشاركة العملاء في حالة المشاركات.

جدول رقم (1)

هوامش المراجحات ونسب المشاركات للفترة (1999-2002)

العام	متوسط هوامش أرباح المراجحات %	متوسط نسب المشاركات %	تدفق التمويل المصرفي (مليار دينار)
1999	20	43	73.7
2000	18	48	101.4
2001	14	56	146.3
2002	16	45	206.8

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان للأعوام المذكورة.

يلاحظ من الجدول رقم (1) انخفاض متوسط هوامش أرباح المربحات بالتدريج فى الأعوام 1999، 2000، 2001 و 2002 حيث كانت الهوامش 20% 18% 14% و 16% على التوالي، وإرتفاع حجم التمويل المصرفي من 73.7 مليار دينار فى العام 1999 و إلى 101.44 مليار دينار فى العام 2000م، وواصل الإرتفاع ليبلغ 146.3 مليار دينار فى عام 2001 و 206.8 مليار دينار فى العام 2002. ارتبطت الزيادة فى حجم التمويل المصرفي بنقصان هوامش أرباح المربحات. من جانب آخر يلاحظ من الجدول أن انخفاض نسبة مشاركة العملاء فى العام 2002م إلى نسبة 45% بدلاً عن نسبة 56% فى العام 2001م قد أثر أيضاً فى زيادة حجم التمويل المصرفي.

2.1.2.1 الاحتياطي النقدي القانوني :

يعتبر الاحتياطي النقدي القانوني من أكثر الأدوات استخداماً لا سيما فى الدول النامية. لذلك فقد حظيت هذه الأداة باهتمام بالغ فى التشريعات الحديثة للمصارف المركزية، حيث تعد أداة فعالة فى تحقيق الرقابة على التمويل المصرفي. وبالرغم من أن سياسة تغيير نسبة الاحتياطي سريعة وذات أثر فعال وخاصة فى حالة الحد من توسع التمويل المصرفي، إلا أنه يتعذر تطبيقها بكفاءة إذا كان سوق النقد ضيق وغير متطور، وكذلك إذا كانت المصارف التجارية لديها من الأصول الأجنبية - إذ أنها تعتبر سيولة إضافية - ما يمكنها من استخدامها فى تمويل عملائها. ولتنفيذ استخدام الاحتياطي النقدي القانوني لإدارة السيولة فى المصارف والحد من مقدرتها على منح التمويل فرض بنك السودان الاحتياطي النقدي القانوني على العملتين المحلية والأجنبية والجدول (2) يوضح ذلك.

جدول رقم (2)
نسبة الاحتياطي النقدي القانوني ورصيد
التمويل و الموارد المتاحة بالمصارف
(مليار دينار)

الأعوام	الاحتياطي النقدي القانوني		الموارد المتاحة (محلي وأجنبي)	رصيد التمويل المصرفي (بالعملة المحلية والأجنبية)
	محلى	أجنبي		
1999	28%	6%	60.3	48.7
2000	20%	10%	107.3	79.2
2001	12%	12%	130.6	140.0
2002	14%	14%	194.6	193.2

المصدر : التقرير السنوي لبنك السودان للأعوام المذكورة .

يتضح من الجدول (2) إنخفاض نسبة الاحتياطي النقدي القانوني بالعملة المحلية من 28% عام 1999م إلى 14% في عام 2002م ، وإرتفاع نسبة الإحتياطي النقدي بالعملة الأجنبية من 6% في عام 1999م إلى 14% في عام 2002م. كما يلاحظ أن نسبة الإحتياطي النقدي القانوني (للمعلمتين المحلية والأجنبية) قد تساوت منذ العام 2001م. كما أدى إنخفاض نسبة الاحتياطي النقدي القانوني بالعملة المحلية بنسبة 5% في المتوسط للفترة (1999-2002م) ، وزيادته بنسبة 3% في المتوسط على العملة الأجنبية إلى زيادة الموارد المتاحة بنسبة 49.5% في المتوسط نفس الفترة. وقد إنعكست زيادة الموارد المتاحة في زيادة حجم التمويل المصرفي والذي زاد بنسبة 59% في المتوسط للفترة (1999-2002م).

3.1.2.1 آلية نافذتي البنك المركزي؛

استحدث البنك المركزي في العام 1998م نافذتي التمويل الاستثماري والعجز السيولى وعبر هذه الآلية يمارس دوره كمقرض أخير للمصارف التجارية لمقابلة احتياجاتها للسيولة. تم استخدام نافذة العجز السيولى لتمويل المصارف التي تكشف حساباتها لدي بنك السودان. أما نافذة التمويل الاستثماري فيستخدمها البنك المركزي كآلية لضخ السيولة في الاقتصاد وفي ذات الوقت لتمويل قطاع إقتصادي معين من قطاعات

الاقتصاد. الجدول (3) يوضح التمويل الاستثماري للبنوك التجارية.

يتضح من الجدول (3) إن حجم التمويل المقدم من بنك السودان للمصارف التجارية في شكل تمويل استثماري في نمو مضطرد، حيث إرتفع حجم التمويل من 6660 مليون دينار في عام 1999م إلى 17148 مليون دينار في عام 2002م بمتوسط معدل نمو 37.1% للفترة (1999-2002م) ، ويلاحظ كذلك أن حجم التمويل المصرفي قد زاد بمتوسط معدل نمو 48.9% لنفس الفترة .

جدول رقم (3)
التمويل الاستثماري المقدم من بنك السودان للبنوك التجارية
(مليون دينار)

العام	نافذة التمويل الاستثماري	نسبة التغير
1999	6660	-
2000	8818	32.4%
2001	12583	42.7%
2002	17148	36.3%
المتوسط		37.1%

المصدر: التقرير السنوي لبنك السودان للأعوام المذكورة.

يتضح من ذلك أن استخدام بنك السودان لنافذة التمويل الاستثماري قد وفر سيولة للمصارف ،مما زاد من حجم الموارد المتاحة للمصارف وبالتالي زاد من حجم التمويل المصرفي.عليه يمكن القول إن هذه النافذة مكنت بنك السودان من أن يلعب دوره في دعم موارد المصارف لتمويل قطاعات اقتصادية وإنتاجية حسب أهداف السياسة الاقتصادية المرجوة.

4.1.2.1 الإقناع الأدبي؛

يعتبر الإقناع الأدبي من الأدوات المباشرة التي تساعد البنك المركزي على تنفيذ السياسات النقدية، والذي بموجبه يتم تنفيذ البنوك التجارية لتوجيهات البنك المركزي وذلك عن طريق اللقاءات المباشرة والسمنارات والندوات.

2.2.1 الأدوات غير المباشرة:

هي عبارة عن إجراءات وتدابير يتخذها البنك المركزي للتأثير على القاعدة النقدية كهدف وسيط ومن ثم الوصول إلى تحقيق الأهداف النهائية. ومن أهم الأدوات غير المباشرة التي يستخدمها بنك السودان لإدارة السيولة ما يلي:

1.2.2.1 شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم):

هي عبارة عن شهادات يصدرها بنك السودان مقابل مساهماته ومساهمات وزارة المالية فى رؤوس أموال بعض البنوك التجارية المملوكة جزئياً أو كلياً لبنك السودان ووزارة المالية. وهي عبارة عن سندات تمثل أنصبة محددة فى صندوق يحتوى على الأصول المملوكة لبنك السودان ووزارة المالية فى القطاع المصرفي. كما تعتبر نوع من توريق الأصول ، وتعتبر أول أداة نقدية إسلامية لإدارة السيولة وتم أول إصدار لها في عام 1998م.

1.1.2.2.1 أهم خصائص شمم:

- تستخدم هذه الأداة من قبل البنك المركزي فى التحكم فى إدارة السيولة. فإذا رأى البنك أن النشاط الاقتصادي فى حاجة إلى سيولة عرض شراء الشهادات من مالكيها، وإذا كانت هناك سيولة زائدة فى الاقتصاد عرض بيع ما عنده من شهادات لامتناسها.
- حامل الشهادة لا يشارك فى ملكية البنوك التي أصدرت الشهادة مقابل قيمتها المحاسبية وإنما يشارك فى الأرباح والخسائر الرأسمالية.
- للشهادة قيمة اسمية محددة (face value) تكون مظهرة فى الشهادة وقيمة محاسبية (fair market value) يتم إعلانها كل شهر وسعر للتبادل (selling price) ويتحدد عن طريق التفاوض عند التبادل بين البائع والمشتري.
- ليس لها فترة سريان محددة ومفتوحة الآجل وليس لها تاريخ استحقاق وقابلة للتداول سهلة التسييل، ويمكن اعتبارها من الأصول السائلة لأن بنك السودان على استعداد لشرائها فى أي وقت. ويمكن بيعها لطرف آخر غير بنك السودان.
- يكون العائد فى شكل أرباح رأسمالية ولا تدفع فيها أرباح نقدية.
- عمليات المزاد تحكمها أسس وضوابط محددة منها أن يحتوى الطلب على عروض لا

تزيد عن خمسة وبأسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية وان لا يزيد مجموع العروض للمصرف عن 25% من جملة المزايا ولا يسمح لأي مصرف أن يتقدم بعرض نيابة عن مصرف آخر.

2.1.2.2.1 تطور شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) :

يوضح الجدول (4) موقف شهادات شمم في نهاية الأعوام 1999م، 2000م، 2001م و2002م.

جدول رقم (4)

تطور شهادات مشاركة البنك المركزي

خلال الفترة (1999-2002)

(مليون دينار)

2002		2001		2000		1999		الأعوام
القيمة	عدد الشهادات	القيمة	عدد الشهادات	القيمة	عدد الشهادات	القيمة	عدد الشهادات	
7460	7234	6049	5974	16713	16598	5168	5163	الشهادات المباعة
8403	8234	-	5964	15725	15564	5941	5936	الشهادات المشتراة
10	10	10	10	1318	1305	-	-	الشهادات بحوزة البنوك

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان للفترة المذكورة

يتضح من الجدول (4) أن قيمة الشهادات المباعة بلغت 5168 مليون دينار، 16713 مليون دينار، 6049 مليون دينار و 7460 مليون دينار خلال الأعوام (1999م، 2000م، 2001م و2002م) على التوالي. حيث شهدت ارتفاعاً في العام 2000م بينما انخفضت في الأعوام 2001، 2002م عن العام 2000م. أما الشهادات التي بحوزة البنوك في العام 2000م فقد بلغت قيمتها 1318 مليون دينار بينما، تراجعت القيمة إلى 10 مليون دينار في العامين 2001م، 2002م وبذلك هذا على أن المصارف

أصبحت تميل إلى التخلص منها أكثر من حيازتها وذلك لأسباب منها ضعف العائد عليها، كما أن عائداتها فى شكل أرباح رأسمالية وليست نقدية .

2.2.2.1 شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) :

هي عبارة عن صكوك مالية قائمة على أصول حقيقية يتم إصدارها مقابل حقوق ملكية الدولة في عدد من المؤسسات التي تتمتع بإدارة كفاءة وذات أرباح مجدية. حيث تم إصدار هذه الشهادات في مايو 1999م.

1.2.2.2.1 خصائص شهادات شهادة :

- سهولة التسييل ولها سوق ثانوية متطورة .
- قابلة للتحويل ويتم تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية .
- يتم الدخول فيها عبر مزادات في فترات محددة وبضوابط محددة .

2.2.2.2.1 أهداف شهادات شهادة :

- المساهمة في تغطية جزء من عجز الموازنة العامة للدولة .
- إدارة وضبط السيولة في الاقتصاد عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.
- نشر الوعي الادخاري بين الجمهور الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمار.
- خلق أوراق مالية قائمة على أسس شرعية تكون بمثابة نواة للمساعدة في تطوير أسواق راس المال وسوق للأوراق المالية كأداة للسياسة النقدية.

جدول رقم (5)

تطور شهادات مشاركة الحكومة (شهادة)

% الزيادة	متوسط العائد		القيمة الاسمية	عدد الشهادات	العام
	النسبة	القيمة			
	33.4	477.3	1472.5	2945	1999
421	30.3	2098.8	7676.5	15353	2000
470	30.1	13196.5	43791.5	87583	2001
47	30.2	11854.6	64402.0	128804	2002

المصدر : شركة السودان للخدمات المالية.

يتضح من الجدول (5) أن حجم القيمة الاسمية لشهادات شهامة التي تم إصدارها خلال العام 1999 قد بلغت 1472.5 مليون دينار ، وبلغت خلال العام 2000 حوالي 7676.5 مليون دينار بزيادة قدرها %421 خلال العام 2001 عن العام 2000 ليبلغ حجمها 43791.5 مليون دينار. أما خلال العام 2002 فقد بلغ حجمها 64402.0 مليون دينار بنسبة زيادة قدرها %47 مما يوضح الإقبال المتزايد على شراء الشهادات .

جدول رقم (6)

نسبة السيولة لدى الجمهور إلى عرض النقود
ونسبة استثمارات الجمهور في شهامة إلى السيولة لدى الجمهور
(مليون دينار)

الأعوام	عرض النقود	السيولة لدى الجمهور	نسبة السيولة لدى الجمهور إلى عرض النقود	استثمارات الجمهور في شهادات شهامة	نسبة استثمارات الجمهور في شهامة إلى السيولة لدى الجمهور
1999	257918.0	108108	42.0	56	0.05%
2000	346670.0	142082	41.0	380	0.27%
2001	432213.0	153836	36.0	37655	24%
2002	563267.0	193582	34.0	20697	10.7%

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان للأعوام المذكورة وتقارير إدارة الاستثمار والصكوك الحكومية-وزارة المالية.

يلاحظ من تحليل البيانات في الجدول رقم (6) أن نسبة السيولة لدى الجمهور إلى عرض النقود في إنخفاض منذ العام 1999م حيث بلغت النسبة %42 في العام 1999م وإنخفضت إلى %41 عام 2000م ثم إلى %36 عام 2001م ثم إلى %34 عام 2002م. ويلاحظ كذلك أن السيولة التي استثمرها الجمهور في شهادات شهامة في إصدارها الأول عام 1999 بلغت حوالي %0.05 من جملة السيولة لدى الجمهور، ويعزى صغر حجم المبلغ إلى حداثة التجربة بينما يلاحظ أن النسبة قد ارتفعت إلى %0.27 عام 2000 واستمرت النسبة في الزيادة حيث بلغت %24 من نسبة السيولة لدى الأفراد ، ويعزى زيادة الاستثمارات في شهامة إلى العائد المجزئ لها، حيث بلغ معدل

العائد على شهامة 33% فى العام 2000م، بالإضافة إلى قصر فترة الاستحقاق وعليه يتضح أن شهادات شهامة تمكنت خلال الفترة (1999-2002م) من استقطاب ما يقدر بحوالي 8.9% من السيولة خارج الجهاز المصرفي (في المتوسط) إلى داخل الجهاز المصرفي مما ساعد فى التحكم فى عرض النقود خلال تلك الفترة.

3.2.2.1 صكوك الاستثمار الحكومية:

هي عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية تتيح لحاملها المشاركة في تمويل أصول حكومية عن طريق عقود الإجارة والمراصة والاستصناع بغرض تحقيق الربح. تتألف آلية عمل هذه الصكوك من ثلاثة أطراف :

- 1/ المستثمر (رب المال) .
- 2/ شركة السودان للخدمات المالية (المضارب) .
- 3/ وزارة المالية والاقتصاد الوطني (المستخدمة للتمويل). تقوم العلاقة بين (1) و(2) على عقد المضاربة الشرعي . أما العلاقة بين (2) و (3) فتقوم على مجموعة عقود (الإجارة والمراصة والاستصناع ، حيث تكون الغلبة للإجارة حتى يمكن تداول الصكوك في السوق الثانوي) . ومن أهم مزايا هذه الصكوك ما يلي:
 - استثمار متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
 - ذات ربحية عالية .
 - استثمار مأمون (ضمان من بنك السودان) .
 - عالية السيولة.

تاريخ إصدار الصكوك وأجله:

تم إصدار صكوك الاستثمار الحكومية في 15/4/2003م ويسترد المستثمر قيمتها حسب سعرها السوقي في نهاية المدة المحددة بعامين ويكون الدفع بعد أسبوعين من تاريخ الاستحقاق. وحسب ما جاء في نشرة الإصدار فإن الربح المتوقع حسب دراسات الجدوى يتراوح ما بين 15% - 20% في العام الأول.

جدول رقم (7)

الموقف الكلي لإصدارات صكوك الاستثمار الحكومية
كما في 2003/4/15م

(مليون دينار)

الجهة	المبلغ	النسبة
بنك السودان	1345.5	23%
بنك الاستثمار المالي	600.0	10%
بنك الاستثمار المالي (أفراد)	2400.0	40%
شركة الرواد للخدمات المالية (أفراد)	654.5	11%
الصندوق القومي للمعاشات	500.0	8%
بنك فيصل الإسلامي	500.0	8%
الإجمالي	6000.0	100%

المصدر: وزارة المالية، إدارة الصكوك.

يتضمن الجدول (7) الموقف الكلي لإصدارات صكوك الاستثمار الحكومية ويلاحظ أن 51% من إجمالي الصكوك تم شراؤها بواسطة الأفراد عن طريق بنك الاستثمار المالي وشركة الرواد. ويتوقع أن يكون أداؤها مماثل لأداء شهادات شهامة من حيث الأثر الذي تحدثه. ونسبة لحدثة تجربة التعامل مع صكوك الاستثمار الحكومية في السوق فإنه يصعب تقييمها في هذه الفترة القصيرة.

المحور الثاني

الأدوات المقترحة لإدارة السيولة في الاقتصاد

1.2 دواعي استحداث أدوات لإدارة السيولة:

ظلت مسألة استنباط وسائل وأدوات للتحكم في السيولة من جانب البنك المركزي من القضايا الأساسية التي تواجه معدي السياسات النقدية والتمويلية. ولعل إسلام الجهاز المصرفي وإلغاء التعامل بأسعار الفائدة التي بدأت منذ العام 1984م جعلت من غير الممكن استخدام الأدوات التقليدية لإدارة السيولة في الاقتصاد، وهنا تكمن الدواعي في استحداث وسائل وأدوات جديدة للتحكم في السيولة بحيث لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ولعل إصدار بنك السودان ووزارة المالية لشهادتي مشاركة البنك المركزي (شمم) في عام 1998م ومشاركة الحكومة (شهامه) في عام 1999م تمثل نقلة نوعية في مجال العمل المصرفي والاقتصاد الإسلامي، إذ تمثلان (شمم وشهامه) أول أداتين إسلاميتين لإدارة السيولة عبر عمليات السوق المفتوحة.

ونسبة لان شهادات شهامة قد حققت جزءاً كبيراً من أهدافها، فقد عازمت وزارة المالية على التوسع في إصدار أوراق مالية (صكوك) للتمويل في نفس الاتجاه حيث تم إنشاء اللجنة الاستشارية العليا للصكوك الحكومية لتقوم بالتوسع والتنوع في صيغ التمويل وزيادة الموارد . وقامت اللجنة بإصدار (شهامه 2) وإصدار صكوك الاستثمار الحكومية .

إن محدودية أدوات إدارة السيولة بطريقة مباشرة تستدعي استحداث أداة أو أدوات إضافية تساعد على تحسين إدارة السيولة في الاقتصاد . وكذلك من الدواعي لاستحداث أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة في الاقتصاد هو المصاعب التي قد تواجه وتؤثر على أداء شهادات شمم وشهامه من جراء استمرار الدولة في خصخصة المؤسسات الحكومية الأمر الذي سيؤثر على قيمة وحجم الشهادات مستقبلاً.

قبل الشروع في اقتراح أو ابتكار أدوات مالية أو نقدية لإدارة السيولة عبر عمليات السوق المفتوحة ، لابد من التطرق إلي موضوع عمليات السوق المفتوحة من حيث التعريف ، النظرية والاقتراضات ، ومن ثم إلي طريقة أداء الأدوات المقترحة .

2.2 عمليات السوق المفتوحة :

يمكن أن تشمل عمليات السوق المفتوحة بمعناها الواسع شراء أو بيع البنك المركزي أي نوع من الأدوات التي يتعامل بها في السوق المالية، سواء كانت أوراقاً مالية حكومية أو مقبولات مصرفية أو كمبيالات أجنبية.

إن عمليات السوق المفتوح تعتبر أكثر كفاءة في التأثير على السيولة بالمقارنة مع تغير الاحتياطي النقدي القانوني. ومما لا شك فيه أن إدارة السيولة بكفاءة سيؤدي إلى رفع قدرة البنك المركزي للحد من ارتفاع معدلات التضخم وبالتالي خلق مناخ ملائم للاستثمار.

1.2.2 نظرية عمليات السوق المفتوحة :

إن نظرية عمليات السوق المفتوحة هي أن مشتريات ومبيعات الأدوات المالية من قبل البنك المركزي تؤدي مباشرة وبصورة آنية إلى زيادة أو نقصان السيولة لدى المصارف، وبالتالي تؤثر في قدرتها على خلق الائتمان، وأن هذا التغير في قيم الائتمان يحتمل أن يؤدي إلى حصول التعديلات المطلوبة في المستويات المحلية للأسعار والتكاليف، والإنتاج والتجارة، ليس بحد ذاته فقط بل ومن خلال تأثيره على مجمل الأسعار وكذلك ظروف الائتمان التي ستؤدي بدورها إلى الفعل باتجاه التعديلات المرغوب فيها.

و قد استندت إفتراضات نظرية السوق المفتوحة إلى الآتي :

أولاً: إن كمية النقود و الإحتياطيات النقدية للمصارف التجارية ستزداد أو ستتناقص وفقاً لمدى أو هدف البنك المركزي من عمليات السوق المفتوحة .

ثانياً: إن المصارف التجارية ستحاول زيادة أو تخفيض خصمها ، قروضها واستثماراتها تماشياً مع زيادة أو انخفاض إحتياطياتها النقدية .

ثالثاً: إن مقدار الطلب على الائتمان المصرفي سيزداد أو ينقص وفقاً لزيادة أو نقص التوفر المتوقع للائتمان أو زيادة أسعار النقود.

3.2 الأدوات المقترحة لإدارة السيولة في الاقتصاد :

1.3.2 الأدوات النقدية المقترحة :-

1.1.3.2 إصدار جيل جديد من شهادات (شمم) :

لاستصدار جيل جديد من شهادات شمم لا بد من معالجة القصور والسلبيات التي صاحبت

أداء شمم 1. ومن أهم الأسباب التي أدت إلى إحجام المصارف عن شراء شهادات مشاركة البنك المركزي شمم هو ضعف العائد عليها. ولإنجاح إصدار الجيل الثاني من شمم (شمم 2) لابد من إدخال بعض التحسينات على شهادات (شمم 1) لتضفي عليها ميزة نسبية تمكنها من تجاوز تلك الإخفاقات التي لازمت شهادات شمم 1. ولتطوير وتفعيل دور هذه الأداة الجديدة يراعى الاعتبارات التالية:

أولاً: إعادة تكوين صندوق الشركات المكون لشهادات شمم :

وتتم هذه الخطوة بإدخال شركات ذات عائد كبير إلى الصندوق المكون لشهادات شمم لتلافي سلبية ضعف العائد الذي لازم شهادات شمم 1.

ثانياً: طرح شهادات شمم 2 للجمهور:

بالإضافة للبنوك التجارية يطرح بيع شهادات شمم 2 للجمهور.

ثالثاً: تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

يمكن تداولها وطرحها في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

رابعاً: أن يكون لها فترة سريان محددة وتاريخ استحقاق، ويشارك حاملها في الأرباح والخسائر، وإذا تحققت أرباح يستحق حاملها أرباح نقدية.

خامساً: التزام بنك السودان لشرائها في أي وقت.

سادساً: صحة ودقة المعلومات المتعلقة بها :

لكي تؤدي شمم 2 دور فاعل في إدارة السيولة في الاقتصاد ينبغي أن تعتمد على صحة ودقة البيانات المتعلقة بها.

سابعاً: التوقيت المناسب لإصدار أو شراء الشهادات :

يعتبر التوقيت المناسب لبيع أو شراء هذه الشهادات عنصر أساسي وهام لفعالية أداء هذه الأداة. حيث يعتمد التوقيت المناسب على مدى الحاجة لضخ أو سحب سيولة.

2.1.3.2 صكوك السلم قصيرة الأجل :

صكوك السلم قصيرة الأجل هي وحدات استثمارية في عملية مضاربة (تم تطبيقها في مملكة البحرين) يقوم بموجبها البنك المركزي بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم الإسلامية، بشراء أصول (نقط مثلاً) من الحكومة بصيغة السلم حيث تقوم المحفظة

بدفع ثمن السلعة عاجلاً واستلام السلعة آجلاً، فعقد السلم أذن هو عقد لسلعة موصوفة في الذمة مقابل ثمن يدفع حالاً عند توقيع العقد على أن يلتزم البائع بتسليم السلعة آجلاً . تعتبر صكوك السلم بديلاً إسلامياً لسندات الخزانة الحكومية التي تستند إلى سعر الفائدة وبالتالي لا تستطيع البنوك الإسلامية المشاركة فيها ونسبة لأهمية هذه الصيغة فقد عمل بنك السودان بالتنسيق مع وزارة المالية والاقتصاد الوطني والهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية ، مستفيدين من تجربة دولة البحرين الخاصة بصيغ بيع السلم في استنباط واستحداث أسلوب عملي لإصدار سندات حكومية إسلامية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية.

تتلخص الأهداف الخاصة بإصدار صكوك بيع السلم الإسلامي فيما يلي :
(أ) تطوير أدوات مالية ذات جودة عالية للسوق البينية للمصارف الإسلامية والشركات والمؤسسات المالية لاستخدامها في معالجة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل لدى تلك الجهات والتي يستثمر جزء منها الآن خارج الاقتصاد الوطني ووفق معاملات ربوية .
(ب) استخدام صكوك السلم كأداة هامة لإنجاح فكرة إنشاء سوق مالية ونقدية إسلامية عالمية تعمل السلطات النقدية في السودان بالاشتراك مع الدول الإسلامية لإنشائها .
(ج) إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل .

تتلخص آلية إصدار صكوك السلم قصيرة الأجل فيما يلي :

يقوم البنك المركزي (بصفته ممثلاً لوزارة المالية) بدعوة البنوك والأفراد والشركات والمؤسسات المالية الراغبة في الاستثمار في الصكوك للمشاركة في محفظة الصكوك بالقدر الذي ترغب في شرائه من صكوك السلم المصدرة واستلام قيمة الصكوك المحددة لكل جهة للدخول في مضاربة ينفذها البنك نيابة عن تلك الجهات بغرض شراء السلعة التي تمثلها الصكوك (كمية محددة من النفط مثلاً) بسعر عاجل يتم التعاقد عليه من وزارة المالية ثم بيع تلك السلعة عند حلول الأجل .

يقوم البنك المركزي بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم بتوقيع عقد السلم مع وزارة المالية كممثل للحكومة المالكة للسلعة (النفط) والذي ينطوي على اتفاق بين الطرفين لشراء الأول نفطاً بمواصفات وكمية وسعر محدد يدفع عاجلاً وإقرار من الطرف الثاني

بقبض الثمن والتزامه بتسليم السلعة أو قيمتها حسب سعر البيع للنفط لاحقاً تسليم ثلاثة شهور بربح معلوم، وذلك لأن أسعار النفط تسليم ثلاثة شهور مثلاً هو سعر معروف مسبقاً ويمكن تبعاً لذلك التعاقد عليه .

يتم تحديد أحد البنوك كطرف ثالث ليوقع مع البنك المركزي (مدير المحفظة) على الوعد الملزم بالشراء بالقيمة المحددة وفقاً للأسعار الدولية للسلعة تسليم ثلاثة شهور كجهة ضامنة لشراء السلعة في حالة عدم تمكن الجهة المسوقة للحكومة من شراء تلك السلعة بذلك السعر.

عند انتهاء أجل السلم يقوم البنك المركزي بتحصيل قيمة السلعة موضوع السلم وتوزيعها على المستثمرين في هذه السلعة.

3.1.3.2 صكوك الإجارة الإسلامية :-

في إطار سعى بنك السودان لتنويع وتطوير آليات إدارة السيولة في الاقتصاد، أجازت الهيئة العليا للرقابة الشرعية صيغة الإجارة والتي تتم عن طريق البيع الايجارى، ببيع الأصول لجهة تصدر وفقاً لها صكوك ذات عائد يتم بيعها للأفراد والمؤسسات أو البنوك وقابلة للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

في هذا الجانب-صكوك الإجارة الإسلامية- يمكن لبنك السودان أن يستفيد من تجربة البنك المركزي الماليزي حيث يقوم بتصكيك مبانیه مستخدماً صيغة الإجارة الإسلامية وفيها قام البنك المركزي الماليزي ببيع أصوله (المتتملة في مبانیه)ومن ثم إيجارتها من ملاكها الجدد (حملة صكوك الإجارة) ، ويمثل هامش الإجارة العائد على الصك، ولكن يؤخذ على هذه التجربة أنها تشترط في عقد الإجارة أنه- بعد إنتهاء فترة الإجارة-على حامل صك الإجارة أن لا يبيع صكه إلا للبنك المركزي الماليزي.ويمكن لبنك السودان إذا أراد أن يستفيد من هذه الأداة لإدارة السيولة في الاقتصاد عليه أن لا يشترط عند بيعها إعادة بيعها لبنك السودان.

2.3.2 الأدوات المالية المقترحة :

1.2.3.2 صكوك التأجير الإسلامية :

صكوك التأجير الإسلامية يتم إصدارها على صيغة الإجارة أو المشاركة في الإنتاج وتمثل

حصة في أصول حكومية تصدرها حكومة السودان ممثلة في وزارة المالية والاقتصاد الوطني. وتهدف هذه الصكوك بصفة عامة إلى تحقيق الأهداف التالية :

(أ) إدارة السيولة في الاقتصاد الكلى عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في السيولة قبضاً وبسطاً عبر أداة مالية إسلامية .

(ب) تغطية جزء من العجز في الموازنة العامة للدولة من موارد نقدية حقيقية باستخدام مدخرات الأفراد والمؤسسات المالية المختلفة كبديل للجوء للجهاز المصرفي للتمويل بالعجز .

(ج) تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار عن طريق نشر الوعي الادخاري بين الجمهور مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار .

(د) إيجاد مجالات جديدة للاستثمار بتفعيل الأصول الثابتة التي تملكها الدولة .

هذا ويتم إصدار هذه الصكوك وفق الجهات التالية :

تقوم الحكومة بطرح نسبة 30% من ملكيتها في الأصل (المصفاة في هذه الحالة) على محفظة الصكوك الإسلامية التي تديرها الصكوك الحكومية بوزارة المالية والاقتصاد الوطني وتقوم بتسويقها شركة السودان للخدمات المالية .

تقوم الحكومة ببيع جزء من حصتها في الأصل المطروح لصالح محفظة الصكوك الإسلامية التي سوف يتم إنشائها لهذا الغرض .

تطرح الصكوك على المستثمرين من الأفراد والشركات ذات الشخصية الاعتبارية في الداخل والخارج .

عند نهاية فترة الإجارة يطرح الأصل للبيع تكون للحكومة الأولوية في شراء هذه الصكوك من أصحابها وبسعر السوق.

2.2.3.2 صكوك التنمية الإسلامية :

يمكن تطوير هذا النوع من الصكوك كوسيلة لجذب واستقطاب الودائع قصيرة الأجل بهدف استخدامها في تمويل مشاريع البنية التحتية ، وذلك عن طريق توزيع بعض الأصول المحسوسة المملوكة للدولة لطرحها في شكل صكوك على المستثمرين وصولاً لاستقطاب موارد نقدية حقيقية لتمويل بعض المشاريع الرأسمالية الحكومية ، وخاصة مشاريع البنية التحتية.

تهدف هذه الصكوك إلى إدارة السيولة في الاقتصاد الكلى وتغطية جزء من العجز في موازنة الدولة من موارد نقدية وحقيقية باستخدام مدخرات المجتمع وإيجاد مجالات جديدة للاستثمار وتمويل مشاريع البنية التحتية خدمة للاقتصاد الوطني يتم إصدار هذه الصكوك على النحو التالي:

(أ) يقوم البنك المركزي أو أي وكيل للحكومة بتكوين صندوق مضاربة مقيدة ذات غرض محدد وذلك بهدف توفير الموارد اللازمة لتمويل إحدى المشاريع التنموية أو مشاريع البنية التحتية مثل الطرق والكباري والمطارات والمستشفيات والموانئ البحرية أو النهرية .

(ب) تقوم الحكومة أو وكيلها في هذه الحالة ببيع أصول محسوسة لصندوق المضاربة الخاصة المقيدة .

(ج) يقوم مدير الصندوق بإصدار صكوك التنمية الإسلامية عن طريق توريق الأصل ويتم عرضها على المستثمرين من الأفراد والشركات ويتم استلام قيمة هذه الصكوك بواسطة الصندوق .

(د) يتم إعداد الترتيبات والاتفاقيات لتشييد إحدى مشايخ البنية التحتية المحددة عن طريق عقد الاستصناع (أو أي صيغة شرعية أخرى) يتم فيه تحديد كافة المتطلبات والمواصفات والإجراءات المتعلقة بتشبيد المشروع إضافة لأي عقود أخرى يتطلبها الموقف .

(هـ) تقوم الحكومة أو أي جهة أخرى باستئجار الأصل الذي تم التعاقد على إنشائه أو بعد تشييده عن طريق الإجارة والاقتناء من المالكين وذلك مقابل عائد تأجيري يتم الاتفاق عليه بموجب عقد إجارة تنتهي بالتملك .

(و) يقوم مدير الصندوق بإدارة أصول وخصوم الصندوق .

(ز) عند نهاية الإصدار يعرض الأصل للبيع ويتم الشراء بسعر السوق وتمنح الحكومة الأولوية في حالة رغبتها للشراء بذلك السعر (الإيجار يمثل العائد على الصكوك) .

(ح) تلزم الحكومة باستمرارية استئجارها للصك طيلة فترة الإصدار المحددة للصك . هذا ويدفع العائد على الصكوك (عائد التأجير) كل ثلاثة أشهر لمنح المستثمرين درجة معقولة من السيولة .

المحور الثالث

النتائج والتوصيات

1.3 النتائج:

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. ضعف فاعلية وعدم مرونة شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) كأداة نقدية غير مباشرة في إدارة السيولة، حيث أن ضعف العائد عليها أدى إلى إجهام المصارف في التعامل بها، فضلاً على أن هذا العائد يكون في شكل أرباح رأسمالية وكذلك لا توجد فترة سريان محددة للشهادات.
2. استمرار الدولة في تنفيذ برامج الخصخصة سيؤدي إلى أن تفقد الأدوات المتاحة حالياً الكثير من فاعليتها، خاصة شهادات شمم.
3. أن شهادات شهامة، - بإعتبارها عامل خارجي (Exogenous factor) - لا تعطى البنك المركزي المرونة الكافية في تحديد الحجم الأمثل لعدد الشهادات التي يمكن إصدارها. بالرغم من ذلك فقد ساهمت في التحكم في عرض النقود بالإضافة إلى أنها أدت إلى تحريك المدخرات المجمدة لدى الأفراد واستقطابها داخل القنوات المصرفية كما إنها زادت من ثقة الجمهور في التعامل مع الجهاز الحكومي والمؤسسات المصرفية.
4. صكوك التمويل الحكومية التي تم إصدارها مؤخراً تؤدي نفس دور شهادات شهامة من حيث توفير موارد مالية للحكومة لذا فإن تأثيرها المتوقع سيكون مشابهاً لتأثير شهامة.

2.3 التوصيات:-

1. ضرورة تفعيل أداء شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) وحتى لا تصفى ينبغي إضفاء بعض التعديلات لتزيد من فعاليتها ومرونة التعامل معها، (انظر المحور الثاني الأدوات المقترحة).
2. العمل على ابتكار وإصدار العديد من الأدوات النقدية لإدارة السيولة في الإقتصاد لأن التنوع والتعدد في الأدوات يزيد من مقدرة البنك المركزي على تنظيم السيولة في

الإقتصاد.

3.النظر حالياً في إمكانية إصدار صكوك جديدة (أدوات نقدية) تقوم على أساس عقد الإجارة والسلم تصدر من قبل البنك المركزي (انظر المحور الثاني الأدوات النقدية المقترحة).

4.ضرورة التنسيق بين وزارة المالية والبنك المركزي عند إصدار الشهادات المالية وذلك لتفعيل إدارة السيولة، والنظر في إمكانية إصدار الأدوات المالية المقترحة في الدراسة.

5.ضرورة تحسين الإحصاءات التي تصدرها شركة السودان للخدمات المالية، والعمل على إصدار الشركة لنشرة شهرية تحتوي على كل إحصاءات وبيانات الشركة.

6.الإهتمام بصحة ودقة البيانات المتعلقة بإصدار الأدوات المالية والنقدية (الشهادات وخلافها) حتى تؤدي دور فاعل وكفاء في إدارة السيولة في الإقتصاد.

7.التأكيد على أهمية التوقيت المناسب لبيع أو شراء الشهادات من قبل البنك المركزي، بناءً على توصية من لجنة السياسة النقدية.

8. ضرورة خلق التناغم التام في عمل الأدوات النقدية المختلفة (المباشرة وغير المباشرة).

المصادر والمراجع

- 1- م. أ. ج. دي كوك - الصيرفة المركزية - ترجمة عبد الواحد المخزومي، الطبعة الأولى مارس 1987م دار الطباعة، بيروت، ص (156-162).
- 2- د. عبد الرزاق جدي الهيتمي - المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق - الطبعة الأولى 1998م - دار أسامة للنشر (الأردن - عمان).
- 3- د. التيجاني عبد القادر أحمد - صكوك التمويل الحكومية - محاضرة قدمت بالإدارة العامة للبحوث الاقتصادية والإحصاء - بنك السودان مايو 2003.
- 4- حسين يحيى جنقول - رأي حول شهادات مشاركة البنك المركزي (دراسة) مجلة المصري العدد 16 سبتمبر 1998م بنك السودان، ص 28.
- 5- طارق دفع الله آدم - أثر شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) علي التضخم، عرض النقود، الموازنة الحكومية والودائع الاستثمارية للبنوك في الفترة من 1999-2001، ورقة قدمت في سمنا ر بمعهد الأبحاث الاقتصاد الاجتماعية وزارة العلوم والتقانة بالتعاون مع مؤسسة فريدرش أيبيرت الألمانية - الخرطوم يونيو 2003.
- 6- عثمان حمد محمد خير - تجارب صناعة الصناديق الاستثمارية بالسودان تجربة شركة السودان للخدمات المالية - (دراسة غير منشورة) - 2003م.
- 7- التقارير السنوية لبنك السودان للأعوام (98-2002م).
- 8- منشورات السياسة التمويلية والنقدية لبنك السودان للأعوام (98-2002م).
- 9- قانون صكوك التمويل لسنة 1994م.