

**فرص وتحديات التمويل الاسلامي في مصر:
الصكوك السيادية والتأمين التكافلي نموذجا**

الأستاذ

جبريل عبيد الشلاحي

**مدرس بقسم التأمين والبنوك كلية الدراسات التجارية
الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب - الكويت**

حازم حسانين محمد

باحث دكتوراة اقتصاد

كلية التجارة - جامعة بنها

**مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق
المجلد الثالث والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2021
رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>**

الملخص

هدفت الدراسة الحالية نحو تحليل فرص وتحديات إصدار الصكوك السيادية في الاقتصاد المصري، وعبر استخدام تحليل سوات SWOT، أظهرت الدراسة الأهمية المتزايدة للتمويل الإسلامية وتنامي دور الصكوك السيادية، فقد وصلت قيمة وصلت قيمة التمويل الإسلامي في العالم إلى 2875 مليار دولار أمريكي، وتصل قيمة الصكوك المصدرة لعام 2019 إلى 538 مليار دولار، من بينها قرابة 100 مليار دولار صكوكا سيادية. كما بينت الدراسة تنبه صانعي السياسة المالية وسياسة التمويل في مصر إلى الصكوك كأداة تمويل. وقد أكدت الدراسة تحقق فرضيتها التي مفادها " في الوقت الذي تمثل الصكوك السيادية فرصة استثمارية وتمويلية، تقابل بتحديات وتهديدات تقلل من قدرتها على تحقيق ما تصبوا إليه من أهداف، حيث وجود نقاط قوة مثل (أن الاقتصاد المصري يحقق معدلات نمو إيجابية، وجود نظام مصرفي فعال، وجود رؤية تستهدف الضبط المالي وإستدامة مؤشرات المألوية العامة). في المقابل، تتعدد نقاط الضعف، وتشمل (حدثا عهد الاقتصاد المصري بالصكوك والمالية الإسلامية، السوق الثانوية غير النشطة، عدم كفاية أو تطور منصات التداول، عدم وجود لوائح قانونية وضريبية مواتية لدعم إصدار الصكوك، عدم إفصاح عن كيفية مواجهة حالات الإفلاس. في ذلك الوقت، تتنوع الفرص التي يمكن أن يقتنصها الاقتصاد المصري جراء إصدار الصكوك وأهمها (أداة تمويل ثبتت فعاليتها في الاقتصادات الناشئة، مجال خصب يمكن الولوج فيه، ويناسب مع هوية مصر الإسلامية السوق، ورغبة المستثمرون في تنويع المحفظة، استغلال الأصول المملوكة للدولة وفق نظام حق الانتفاع إما من خلال الملكية دون حق الانتفاع أو الإيجار. على النقيض، تنتاب عملية إصدار الصكوك عديد من التهديدات في مقدمتها عدم الإمتثال أو عدم التوافق مع الشريعة الإسلامية، ارتفاع تكلفة الإصدار، الهيكل المعقد للصكوك وإطالة متوسط عمر محفظة الصك... إلخ. كما أظهرت الدراسة، أن شركات التأمين التكافلي والبنوك الإسلامية بينهما علاقة طردية، فكلما توسعت الأخيرة في تمويلاتها ازدهرت شركات التكافل من عدة نواح أبرزها أن البنك الإسلامي يفضل شركات التكافل لتأمين الإئتمان لعملائه ضد مخاطر.

الكلمات المفتاحية : التمويل الإسلامي، الصكوك السيادية، التأمين التكافلي، العجز المزمن، الاستثمار، مصر.

Opportunities and Challenges of Islamic Finance in Egypt: Sovereign Sukuk and Takaful Insurance as a Model

Abstract

The present study aimed at analyzing the opportunities and challenges of issuing sovereign sukuk in the Egyptian economy, and by using SWOT analysis, the study showed the increasing importance of Islamic finance and the growing role of sovereign sukuk. The value of Islamic financing in the world reached 2875 billion US dollars, and the value of the issued sukuk reached US \$ 2875 billion. For the year 2019 to \$ 538 billion, including nearly \$ 100 billion in sovereign sukuk. The study confirmed its hypothesis that "at a time when sovereign sukuk represent an investment and financing opportunity, they are met with challenges and threats that reduce their ability to achieve their goals, as there are strengths such as (that the Egyptian economy achieves positive growth rates, and an effective banking system, Having a vision aimed at fiscal consolidation and sustainability of public financial indicators). On the other hand, the weaknesses are numerous, and they include (the recent era of the Egyptian economy with Islamic bonds and finance, the inactive secondary market, the insufficiency or development of trading platforms, the absence of favorable legal and tax regulations to support the issuance of sukuk, the lack of disclosure of how to face bankruptcy cases. At that time, the opportunities that can be seized by the Egyptian economy are varied due to the issuance of sukuk, the most important of which is (a financing tool that has proven effective in emerging economies, a fertile field that can be accessed, and fits with Egypt's Islamic market identity, and investors' desire to diversify the portfolio, exploiting state-owned assets according to

the system. The right to usufruct either through ownership without the right of usufruct or lease. On the other hand, the process of issuing sukuk suffers from many threats, mainly non-compliance or non-compliance with Islamic Sharia law, the high cost of issuance, the revised structure of the sukuk and the prolongation of the average life of the sukuk portfolio ... etc. The study also showed that Takaful insurance companies and Islamic banks have a positive relationship. The more the latter expands its financing, the Takaful companies flourish in several ways most notably that the Islamic Bank prefers Takaful companies to secure credit for its customers against risks.

Key Words: Islamic Finance, Sovereign Sukuk, Takaful insurance, Chronic Deficit, Investment, Egypt.

مقدمة :

خلال العقدتين الأخيرين، أعتبرت الصكوك هي الإتجاه المالي الجديد المتوافق مع الشريعة الإسلامية، والذي تم استخدامه على نطاق واسع كأحد ادوات جلب التمويل وحفز الاستثمار المالي. وفي العقد الماضي، وفي خضم الأزمات المالية الحادثة عالميا وإقليميا كما في الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية (2010-2012)، تزايد الأهتمام بالمنتجات المالية الإسلامية تارة لتنويع المحافظ المالية وأخرى لتلافي المخاطر المالية. وتُعد الصكوك منتج مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية والمكافئ الإسلامي للسندات في التمويل الغربي. وينظر بعض المستثمرين المؤسسيين الأوروبيين والأمريكيين إلى عروض الصكوك بشكل متزايد باعتبارها واحدة من أفضل الطرق لتنويع محافظهم وتحقيق عوائد أعلى من خلال الاستثمار في الأسواق الناشئة سريعة النمو في جنوب شرق آسيا والشرق الأوسط وشمال إفريقيا. في حين أن السندات التقليدية تثبت وجود دين مستحق على المصدر لحملة السندات، فإن شهادات الصكوك تثبت مصلحة المستثمرين في ملكية أصول الصكوك الأساسية، والتي تخولهم الحصول على حصة من الدخل المتولد (Latham & Watkins, 2021).

وتُعرّف الصكوك بأنها شهادة تقدم إثباتاً لا غنى عنه لملكية أصل ملموس أو قيمة المنافع أو الخدمات أو ملكية الأصول لمشروع أو نشاط استثماري معين. على عكس الأدوات المالية بشكل عام، فإن الصكوك تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، مما يعني أن الصكوك لا تحتوي على أي أشياء محظورة في الشريعة الإسلامية مثل الربا (الفائدة) والغرار (عدم اليقين) والميسر (المضاربة) والحرام. يجب أن تكون الصكوك مستوفية للشريعة الإسلامية والمعاملات القائمة على الأصول (). ومن ثم، فقد جذب سوق الصكوك كل من المستثمر ذات الخلفية الإسلامية وغيره من العالم الغربي، سواء على مستوى الحكومات أو الشركات. ويظهر تطور الصكوك عالميا أن المزيد والمزيد من الدول تساهم في إصدار الصكوك. فمن عام 2001 إلى ديسمبر 2016، كانت هناك 29 دولة تنتشر صكوكًا عالمية ومعظمها دول ذات أغلبية مسلمة. وأعلى دولة من حيث عدد الصكوك هي ماليزيا بنسبة 55 في المائة، تليها المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة (الإمارات العربية المتحدة) التي أصدرت 14 في المائة و 9 في المائة من الصكوك من الصكوك العالمية الحالية. يعد إصدار الصكوك بالعملة الصينية اليوان، الليرة التركية والدولار السنغافوري والجنيه الإسترليني، تطورًا جديدًا يجلب التفاؤل بشأن تطوير الصكوك في المستقبل. وكانت

الصكوك جذابة للحكومات الإسلامية وغير الإسلامية مثل المملكة المتحدة ولوكسمبورغ. ومن ثم، تحذو الحكومة الآن هذه الأمثلة من خلال تبني القوانين واللوائح التي تسهل إصدار الصكوك في أسواقها المحلية. وقد أدى التطور المتزايد للأدوات المالية المعقدة إلى إدخال منتجات جديدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية من قبل المؤسسات المالية الإسلامية، ومن بينها الصكوك (السندات الإسلامية) التي أصبحت معروفة جيدًا.

وعلى هذا النحو، فقد اكتسب التمويل الإسلامي وفي القلب منه التمويل عن طريق إصدار الصكوك وإستثمارها أهمية متزايدة، ليس فقط في الاقتصادات الإسلامية ولكن في الاقتصاد العالمي بأسره. وباتت صناعة لها كيانها الاقتصادي ولها منابعها ومصادر ها الفكرية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية. وفي داخل الصكوك بشكل عام توجد الصكوك السيادية،

مشكلة الدراسة:

يمثل التمويل والبحث عن مصادر جديدة ومستدامة له مشكلة تؤرق الحكومات والشركات من حين لآخر، ومع تنامي المديونية العالمية وإستفاز طرق التمويل التقليدية، أصبح البحث عن مصادر جديدة للتمويل تساعد في تحقيق الاستقرار المالي وحفز النمو الاقتصادي وجعله مستدامة ومسؤول أمر بالغ الأهمية. ورغم ذلك فعملية إصدار الصكوك السيادية ليست عملية سهلة بالمرّة، خاصة في الاقتصادات، التي لا تتبع نهجا ماليا إسلاميا. الأمر الذي ربما يواجهها بعض التحديات أو نقاط الضعف التي تعتور هذه العملية. ومع مرور الاقتصاد المصري بمرحلة من عدم الاستقرار في بداية العقد الماضي، ومروره في الأونة الأخيرة بحالة من التغيرات والبحث عن التنويع سواء في مصادر تمويل المالية العامة أو معالجة عجزاتها وإختلالاتها الهيكلية. فإن التوجه نحو إصدار الصكوك السيادية والدخول في عالم المالية الإسلامية والتمويل الإسلامي قد تكون له فرص غير أنه يقابل أيضا بعدد من التحديات.

وعليه، فالإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة متمثلة في الأسئلة التالية:

1. ما هو الوضع العالمي للصكوك والصكوك السيادية في العالم؟
2. ما هي فرص وتحديات إصدار الصكوك السيادية في مصر؟

والهدف الرئيسي من هذا البحث هو عرض فرص وتحديات إصدار الصكوك السيادية في الاقتصاد المصري وفق منهجية سوات SWOT. بالإضافة إلى ذلك، بيان أهم نقاط القوة ونقاط الضعف التي تقابل هذا النوع من التمويل.

أهمية الدراسة: تكتسب الدراسة أهميتها على خلفية الدور المتزايد والتوسع الكبير الذي شهدته سوق الصكوك الدولية، فما بين دول إسلامية نشأت فيها هذه الصكوك، وما بين دولة غربية استخدمتها، أصبح الصكوك في الأونة الأخيرة، حل وبديلا استثماريا لا غنى عنه. ومن هنا تأتي أهمية استخدامها في الاقتصاد المصري، الذي لا يزال يعاني من مشكلة التمويل تارة، ومشكلة العجز المزمن في الموازنة العامة تارة أخرى.

فرضية الدراسة:

- 1- يمكن أن تلعب الصكوك السيادية دورا في تمويل بعض المشروعات والتخفيف من عجز الموازنة في الأجل القصير، غير أنها في الأجل المتوسط والطويل، ربما تكون عبء تقع على عاتق الدولة، وتتسبب في إرباك المالية العامة.
- 2- في الوقت الذي تمثل الصكوك السيادية فرصة استثمارية وتمويلية، تقابل بتحديات وتهديدات تقلل من قدرتها على تحقيق ما تصبوا إليه من أهداف.

منهجية الدراسة: تعتمد الدراسة - في سبيل اختبار فرضياتها وتحقيق أهدافها- على المنهج الوصفي التحليل، في دراسة موضوع الصكوك السيادية بإعتباره نهجا استثماريا حديث العهد بالاقتصاد العالمي، وتحلل الدراسة الوضع العالمي لإصدار هذه الصكوك. كما تستخدم الدراسة منهجية SWOT في بيان نقاط القوة والضعف والفرص والتهديدات التي قد تواجهها في الاقتصاد المصري.

أقسام الدراسة: وتتمثل أقسام الدراسة عقب المقدمة في التالي:

- 1- الصكوك السيادية: النشأة والمفهوم والمباديء والأنواع
- 2- الممارسات الدولية في إصدار الصكوك السيادية
- 3- الصكوك السيادية في مصر باستخدام منهجية SWOT
- 4- النتائج والمراجع

1- الصكوك السيادية: النشأة والمفهوم ووالمباديء والانواع

تعتبر كلمة "صكوك" هي صيغة الجمع لكلمة "صك"، وهي شهادة ملكية لفئة معينة من الأصول التي يمنحها المقترض للمقرض كدليل على الملكية. وباعتبارها واحدة من أكثر منتجات التمويل الإسلامي ديناميكية، أصبحت الصكوك الآن جزءاً من النظام المالي العالمي. يتم استخدامها كأداة للسيولة لتمويل المشاريع المختلفة من قبل الحكومات والشركات في العديد من البلدان الإسلامية وغير الإسلامية في جميع أنحاء العالم (Safar, Ariff and Mohamad, 2014). وتُعرف الصكوك باسمها العربي، وهي منتجات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وقد تم ابتكار الصكوك في شكل تمويل إسلامي في ماليزيا حوالي عام 2000، بغية أن يكون لها آثار اقتصادية على المصدر والمستثمر الذي تشبه بشكل أساسي السندات القابلة للتداول، ولكن دون دفع أو استلام أي فائدة. وهذا يعني أنه لا يمكن أن يكون هناك دين قانوني. وكان الهدف هو تصميم أداة يمكن شراؤها وبيعها بين مختلف الحائزين، وتوفر التمويل لفترة زمنية محددة، عادةً من ثلاث إلى خمس سنوات على الرغم من استخدام فترات زمنية أطول، ومن منظور المستثمرين، توفر تدفقاً المدفوعات العادية التي لها الأولوية على دفع المكافآت للمساهمين العاديين، دون أن تنطوي على فائدة (Amin, 2013).

وعلى النحو المحدد من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، تعتبر الصكوك شهادات ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً غير مقسمة في ملكية الأصول الملموسة والمنفعة والخدمات أو حقوق الملكية لمشروع معين أو نشاط استثماري خاص؛ ومع ذلك، فإن هذا لا ينطبق إلا بعد استلام قيمة الصكوك، وهو إغلاق الاكتتاب وتوظيف الأموال المستلمة للغرض الذي تم إصدار الصكوك من أجله. على عكس السندات التقليدية، التي يقع فيها على المصدر التزام دين تعاقدي بدفع فائدة ثابتة لحاملي السندات في التواريخ المحددة، يمتلك حاملو الصكوك حقوقاً غير مقسمة للأصول الأساسية، وبالتالي يحق لهم الاستفادة من العوائد الناتجة عن تلك الأصول في الشكل المدفوعات الدورية (Malikov, 2017).

ويؤكد إقبال وخان (Iqbal and Khan, 2004) أن مشاريع البناء والتشغيل والتحويل (BOTs) التي تستند إلى هياكل الصكوك تسمح للاقتصادات النامية بتلبية طلبات السيولة الخاصة بها دون استخدام أساليب التمويل القائمة على الفائدة. علاوة على ذلك، فإن تمويل الإنفاق الحكومي من خلال الصكوك القائمة على الأصول الحقيقية يبقي الإنفاق العام تحت السيطرة لأن توافر

التمويل بدون أصول ملموسة محدود. ومع توسع أسواق الصكوك بشكل كبير على مر السنين، أصبحت مجموعة أوسع من هياكل الصكوك متاحة، وهي تختلف تبعاً لطبيعة أنماط التمويل الإسلامية الأساسية المستخدمة فيها. كما أن صناعة الصكوك قد حققت نمواً ملحوظاً وتطورت من أداة متخصصة إلى بديل استثماري معترف به عالمياً لكل من المصدرين الإسلاميين والتقليديين الذين يرغبون في أن يصبحوا أقل اعتماداً على التسهيلات المصرفية التقليدية.

وعليه، فيجب أن تمتثل الصكوك لمبادئ التمويل الإسلامي، وهي (Latham & Watkins, op,cit,p3):

- **حظر تحصيل أو تلقي الفائدة:** فبموجب الشريعة الإسلامية، يجب ألا يحقق المستثمر أي ربح لمجرد توظيف المال، ويتوجب ربط عائد المستثمر بأرباح الأصول المشتراة والمشتقة من المخاطر التجارية التي يتحملها المستثمر.
 - **يجب أن تكون أصول الصكوك الأساسية متوافقة مع الشريعة:** حيث يمكن أن تكون الأصول أو الأعمال التجارية الكامنة وراء الصكوك مرتبطة بالمقامرة أو إنتاج أو بيع الكحول أو لحم الخنزير.
 - **حظر عدم اليقين والمضاربة واستغلال الجهل:** يجب أن تكون جميع الحقوق والالتزامات المتعلقة بشهادة الاستثمار شفافة وواضحة.
- ومن ثم، فهناك عدد من الأمور التي يجب مراعاتها عند اختيار هيكل الصكوك المناسب، بما في ذلك نقل الملكية وطبيعة الأصول والضرائب والزكاة (جزء ثابت من ثروة المسلم مطلوب التبرع به للجمعيات الخيرية وفقاً للشريعة الإسلامية) والتداول والاختلافات الإقليمية. ولع أهم ثلاثة هياكل للصكوك، هي (Latham & Watkins, op,cit,p4):

1- صكوك الإجارة: يُنظر إلى صكوك الإجارة باعتبارها الهيكل الكلاسيكي للصكوك، وقد أصبحت أكثر الهياكل استخداماً منذ عام 2008. ويتم تفسير ذلك، لكونها إحدى مبادئ المالية الإسلامية غير المتنازع عليه، مما يجعلها مناسبة عندما يكون للشركة أصول غير مرهونة قابلة للتأجير تجارياً، مثل العقارات والسفن والطائرات. يمكن أن تكون مدفوعات الإيجار إما ثابتة أو محسوبة بالرجوع إلى سعر السوق.

2- صكوك الوكالة: الوكالة هي اتفاقية بين طرفين يوافق بموجبها أحد الطرفين على التصرف نيابة عن الطرف الآخر، على غرار ترتيب الوكالة. ويقوم المدير (المستثمر) بتعيين وكيل

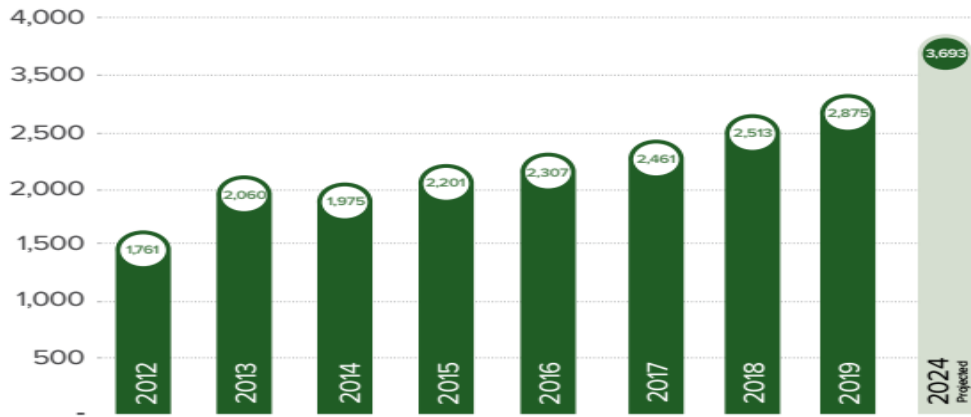
لاستثمار الأموال في مجموعة من الاستثمارات أو الأصول التي يتم شراؤها من قبل الوكيل نيابة عن حملة الصكوك. ويستخدم الوكيل بعد ذلك خبرته في إدارة الاستثمارات لفترة زمنية متفق عليها لتحقيق عائد أو ربح متفق عليه، وسيتم استخدامه من قبل الموكل (عادةً ما يكون ذو أغراض خاصة) لتمويل مبالغ التوزيع الدورية المستحقة الدفع من قبل المُصدر بموجب الصكوك إلى المستثمرين. في تاريخ الاستحقاق، يقوم مدير الاستثمار بتصفية محفظة الصكوك ودفع حصيلة التصفية إلى رأس المال لتمويل المبالغ المستحقة الدفع من قبل المُصدر بموجب الصكوك إلى المستثمرين. وفي عبارة أخرى، يُختار الوكيل ويدير الأعمال أو الاستثمارات الأساسية نيابة عن المستثمر لضمان معدل ربح متفق عليه، ولا يمكن للمدير أن يحصل إلا على معدل ربح متفق عليه من ناحية. من ناحية أخرى، قد يحتفظ الوكيل بأي ربح يزيد عن معدل الربح المتفق عليه كرسوم تحفيزية.

3- صكوك المرابحة: يعتبر عقد المرابحة اتفاق بين المشتري والبائع لتسليم أصل حيث يشمل السعر تكلفة الأصل بالإضافة إلى هامش ربح متفق عليه للبائع. يمكن للمشتري دفع السعر على الفور أو تحديد شروط الدفع المؤجل (الدفع إما على أقساط أو دفعة واحدة في المستقبل). وبموجب صكوك المرابحة، يستخدم مُصدر الصكوك عائدات إصدار الصكوك لشراء السلع من مورد السلع. ويقوم الوصي بعد ذلك ببيع السلع إلى مُنشئ الصكوك بسعر مؤجل، والذي يعكس سعر الشراء بالإضافة إلى ربح الوصي كتعويض عن مشاركته في الصفقة. وتعكس فترة المدفوعات المؤجلة تاريخ استحقاق الصكوك، ثم يتم استخدام أقساط السعر المؤجل المستلم من المنشئ لتسديد مبلغ التوزيع الدوري المستحق للمستثمرين بموجب الصكوك. على الرغم من أن المرابحة تمثل جزءًا صغيرًا من إجمالي عدد الصكوك الصادرة، إلا أن الهيكل مفضل للصفقات الأصغر التي تتضمن مستثمري الشراء من أجل الاحتفاظ والذين من المرجح أن يقبلوا الشكوك فيما يتعلق بإمكانية تداول شهاداتهم.

وبشكل عام، فالصكوك تعتبر شهادة مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، لها أوجه تشابه مع السندات المصرفية في الدول الغربية، مع اختلاف أن الصكوك تعتمد على الثقة بدلاً من الدين. نظرًا للامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية، يهدف التمويل الإسلامي إلى إعطاء الأولوية للشفافية وحماية التزامات المستثمرين والتأكد من النتائج. بالإضافة إلى ذلك، لا يُسمح باستثمارات معينة (مثل الكحول أو القمار أو المواد الإباحية).

2- الممارسات الدولية في إصدار الصكوك السيادية:

لقد استمر التمويل الإسلامي في الازدهار واكتسب مكانة بارزة في جميع أنحاء العالم مدفوعاً بتبني مبادئ الاستثمار المسؤول اجتماعياً. وجاء النمو للتمويل الإسلامي مدفوعاً بشكل رئيسي بنمو الصكوك، على خلفية استمرار شهية المستثمرين للأصول البديلة والأمنة. ورغم أن الصكوك، هي نسخة إسلامية حديثة - من السندات التقليدية تستخدم لزيادة رأس المال، وهي الأداة الأكثر شعبية في التمويل الإسلامي- فقد نمى سوق الصكوك بوتيرة سريعة. وفي عام 2020، يُعزى النمو بنسبة 14% في أصول صناعة التمويل الإسلامي العالمية جزئياً إلى المستويات المرتفعة لإصدار الصكوك في الأسواق التقليدية في دول مجلس التعاون الخليجي وجنوب شرق آسيا. فقد، نمت الصكوك الخضراء (الاستثمار المسؤول اجتماعياً) في الإمارات العربية المتحدة وجنوب شرق آسيا واستمرت في الازدياد في شعبيتها في عام 2020 إقليمياً وعالمياً، حيث وصلت قيمة التمويل الإسلامي إلى 2875 مليار دولار أمريكي عام 2019، ومما هو متوقع أن تصل إلى 3693 مليار دولار أمريكي بحلول عام 2024، أنظر الشكل (1) (7): Islamic Finance Development Report, 2020).

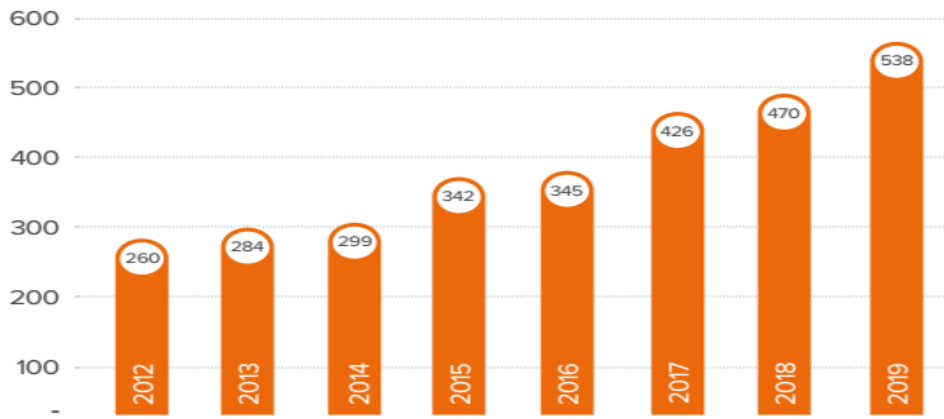


شكل (1) قيمة أصول التمويل الإسلامي في العالم خلال الفترة (2012-2019) مع توقعات عام 2024 (مليار دولار أمريكي)

Source: Islamic Finance Development Report, 2020, p8.

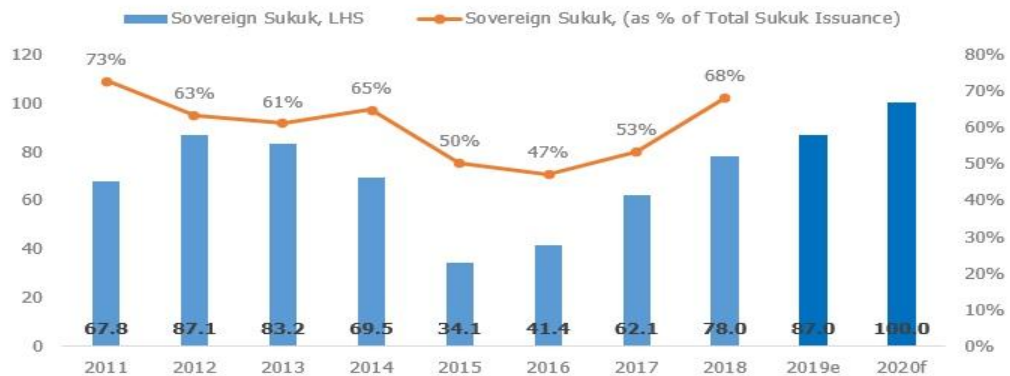
وفي صلب التمويل الإسلامي تصل قيمة الصكوك المصدرة لعام 2019 إلى 538 مليار دولار أمريكي بما نسبته 19% من جملة صناعية التمويل الإسلامي. وذلك بعد أن كانت قيمتها عند 260 مليار دولار أمريكي عام 2012. أي أنها خلال ثمان سنوات فقط نمت بمقدار 107%، كما أنها

المكون الثاني له عقب البنوك الإسلامية التي تحتل المركز الأول. وتستحوذ كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية وإندونيسيا على أكثر من ثلثي الصكوك بنسبة 69% عام 2019. وما فتية العقد الأول من القرن الحادي والعشرين ينقضي، حتى أصبحت الصكوك والصكوك السيادية أداة تمويل دولية ومتعارف عليها. كما ساهم وجود أزمة مالية عالمية في البحث عن بدائل استثمارية أكثر جودة وأقل تكلفة. وشهد سوق الصكوك العالمية نموًا سريعًا منذ الأزمة المالية، إذ تزايد إصدارات الصكوك السيادية العالمية من 67.8 مليار دولار أمريكي في عام 2011 وصولاً إلى أكثر من 87 مليار دولار عام 2019، وما هو متوقع بلوغه 100 مليار دولار وفق احصائيات عام 2020 أنظر الشكل رقم (1).



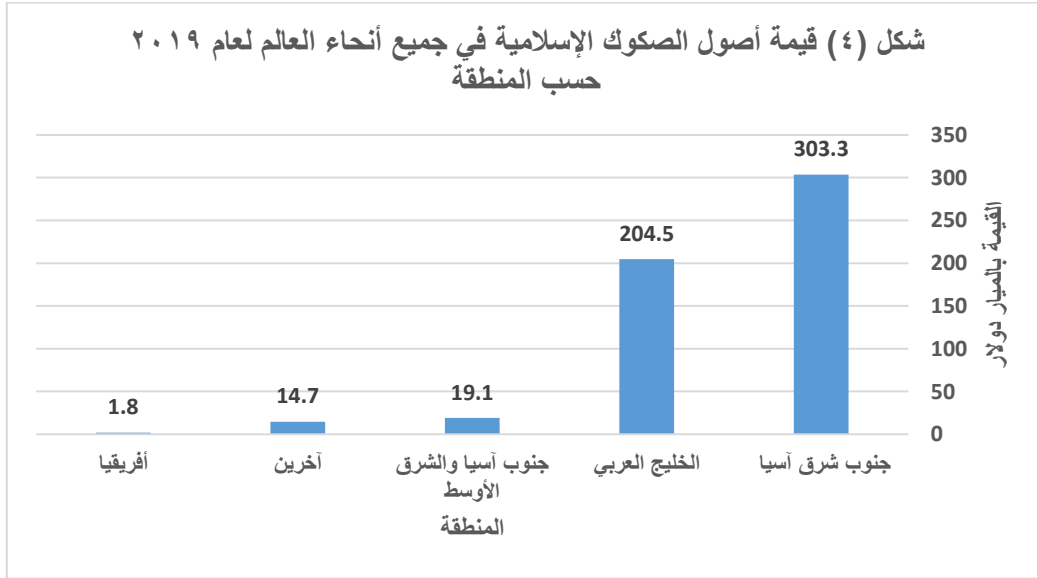
شكل (2) قيمة الصكوك المصدرة في العالم خلال الفترة (2012- 2019) (مليار دولار أمريكي)

Source: Islamic Finance Development Report, 2020, p38.



شكل (3) قيمة الصكوك المصدرة السيادية عالمياً (مليار دولار أمريكي) خلال الفترة (2011-2020)

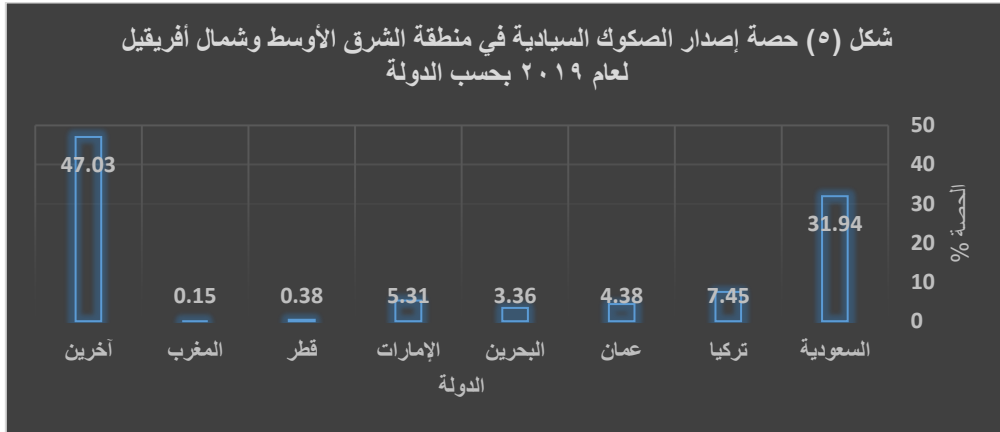
وفي عام 2019، تجاوزت القيمة الإجمالية لأصول الصكوك في جميع أنحاء العالم 543 مليار دولار أمريكي. وفي نطاق التوزيع الجغرافي للصكوك، فقد بلغت قيمة الأصول القائمة للصكوك في جنوب شرق آسيا 303.3 مليار دولار أمريكي. تليها منطقة الخليج العربي بقيمة 204.5 مليار دولار، ثم جنوب آسيا والشرق الأوسط 19.1 مليار دولار فيما تبقى أفريقيا في الموحزة عند 1.8 مليار دولار. ويُعزى الحجم المستدام لإصدار الصكوك في المقام الأول إلى تفضيل الجهات السيادية زيادة رأس المال من خلال هياكل الصكوك المختلفة. يستخدم السيادة الصكوك لجمع رأس المال لمجموعة متنوعة من الأغراض بما في ذلك تلبية احتياجات الميزانية، وتمويل تطوير البنية التحتية، وإدارة الديون / النقدية وغيرها. ومن الأمور المشجعة أن قاعدة المستثمرين للصكوك قد توسعت أيضاً مع مشاركة العديد من المؤسسات السيادية وشبه السيادية والمالية من هونج كونج والمملكة المتحدة وماليزيا وإندونيسيا وباكستان ودول مجلس التعاون الخليجي وتركيا ونيجيريا (Islamic Finance News,2019).



Source: Puri-Mirza, Amna,(2020), Value of sukuk assets outstanding 2019, by region, Statist, Aug 26, , <https://www.statista.com/statistics/649254/value-of-sukuk-assets-outstanding-by-region/>.

وقد شكلت الصكوك الصادرة في ماليزيا 36.8% من سوق الصكوك العالمية، من حيث الأصول، في عام 2019. لتبقى بذلك الدولة الأولى عالمياً، بحسب قاعدة بيانات ستاتيسا. وفي السنوات الأخيرة، بدأت بعض الدول الأوروبية في اعتماد الخدمات المصرفية المتوافقة مع

الشريعة للوصول إلى مجتمعاتها الإسلامية. وكانت لوكسمبورغ أول دولة أوروبية تصدر صكوكًا سيادية من تلقاء نفسها، بسبب الهياكل القانونية للبلاد. في عام 2016، كانت لندن المركز الرائد للتمويل الإسلامي في أوروبا الغربية. بالمقارنة مع المملكة العربية السعودية وماليزيا والإمارات العربية المتحدة والكويت وقطر وتركيا وإندونيسيا والبحرين وباكستان، كانت لا تزال صغيرة نسبيًا. وكانت وكالة موديز إنفستورز، قد بينت في تقرير لها عام 2020، أن التعافي في ظروف السوق وزيادة متطلبات الاقتراض الإجمالية لأكثر مصدري الصكوك السيادية في العالم سيؤدي زيادة في إصدار الصكوك الاسمية في العام المذكور، وهو أكبر مما توقعته وكالة موديز في مارس. سيدعم الانتعاش زيادة في إصدار الصكوك السيادية للعام بأكمله بحوالي 40% إلى 92 مليار دولار في عام 2020. ومع ذلك، على الرغم من زيادة الإصدار الاسمي، لا تزال Moody's تتوقع انخفاض نسبة الصكوك في مزيج التمويل للمصدرين الرئيسيين هذا العام. "في حين أن أحجام إصدارات الصكوك السيادية على أساس سنوي ظلت ثابتة في النصف الأول من عام 2020 على الرغم من الزيادة الكبيرة في متطلبات التمويل الحكومية بسبب انخفاض أسعار النفط والإنفاق المرتبط بفيروس كورونا، نتوقع أن يتردد الإصدار خلال بقية عام 2020. كما شهد مصدر النفط والغاز مثل المملكة العربية السعودية وقطر زيادة في متطلبات الاقتراض الخاصة بهم بأكثر قدر منذ مارس، لكن إندونيسيا وماليزيا وتركيا ستشهد أيضًا زيادات كبيرة هذا العام". خلال أزمة فيروس كورونا، أظهرت مكاتب إدارة الديون السيادية تفضيلًا للإصدارات التقليدية، والتي عادة ما تكون أكثر ملاءمة من إصدار الصكوك. بالنسبة للهيئات السيادية التي لديها أصول حكومية سائلة مثل المملكة العربية السعودية، أدى الارتفاع الحاد في تكاليف الاقتراض بين مارس وأبريل أيضًا إلى زيادة جاذبية سحب الأصول السائلة مقارنة بإصدار الديون. من المتوقع أن ترتفع إصدارات الصكوك السيادية للعام بأكمله بنسبة تزيد عن 40% لتصل إلى 92 مليار دولار أمريكي، وتظل آفاق نمو سوق الصكوك قوية مع توسع التمويل الإسلامي (Moody's Corporation, 2020). وفي عام 2018، شكلت الصكوك السيادية المصدرة غالبية الإصدارات وبلغت 68.99 مليار دولار أمريكي. في نفس العام، كانت ماليزيا أكبر مصدر سيادي في العالم تليها المملكة العربية السعودية. في عام 2018، وفي نطاق منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، تستحوذ المملكة العربية السعودية على مقدار الثلث من حصة إصدار الصكوك السيادية، تليها تركيا والإمارات بحصتي 7.45 و 5.31% على التوالي.



المصدر : إعداد الباحث اعتماداً على قاعدة بيانات Statista

وفي المملكة المتحدة وبالتحديد في عام 2020، أصدرت الحكومة البريطانية ما قيمته 500 مليون جنيه إسترليني (686.85 مليون دولار) من السندات السيادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - سبع سنوات منذ أن دخلت التاريخ كأول دولة خارج العالم الإسلامي تُصدر صكوكاً سيادية. وقد تم بيعها لمستثمرين في المملكة المتحدة وفي المراكز الرئيسية للتمويل الإسلامي في الشرق الأوسط وآسيا. يتألف الإصدار الأول من الصكوك السيادية في المملكة المتحدة من ورقة إجارة مدتها خمس سنوات بقيمة 200 مليون جنيه إسترليني والتي قدمت معدل ربح قدره 2.036%. بما يتماشى مع عائدات السندات الحكومية البريطانية ذات الاستحقاق المماثل (JIVRAJ,2021). وقد أُعلن أن إصدار الصكوك السيادية في المملكة المتحدة، ليس فقط كأداة تمويل، وإنما لتحقيق أهداف أخرى، في مقدمتها الحفاظ على مكانتهم كمركز غربي للتمويل الإسلامي، بما في ذلك الصكوك. لندن هي واحدة من أكبر مراكز إصدار الصكوك، وهذا أكثر أهمية في هذه الأوقات بسبب خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. أضف إلى ذلك، أن إصدار الصكوك الدولية بشكل أساسي في الأسواق الإسلامية في الشرق الأوسط (دول مجلس التعاون الخليجي بشكل أساسي) وشرق آسيا (ماليزيا واندونيسيا). تعد المراكز المالية مثل هونغ كونغ ولوكسمبورغ والمملكة المتحدة لاعبين نشطين أيضاً. من إجمالي الإصدارات البالغة 114.8 مليار دولار أمريكي في عام 2018، شكلت الصكوك السيادية 68% من الإصدارات بقيمة 78.0 مليار دولار أمريكي. تم تعيين إصدار الصكوك السيادية على خلفية ارتفاع العجز المالي، واحتياجات إعادة تمويل الصكوك، والالتزامات السيادية لتعميق سوق الصكوك في السنوات المقبلة، ومن المتوقع أن تصل إلى 100 مليار دولار أمريكي بحلول عام 2020.

وتظهر بعض التقديرات، أن إجمالي قيمة إصدارات الصكوك قد تجاوز 1.35 تريليون دولار أمريكي في عام 2020، وتم إصدار أكثر من 15000 من قبل مجموعة متنوعة من الهيئات المؤسسية والسيادية وشبه السيادية في 31 دولة. تم إصدار حوالي 90 في المائة في السنوات العشر الماضية، و 55 في المائة في السنوات الخمس الماضية. تم تسريع نموها وتطورها عندما أصدرت العديد من الدول غير الإسلامية صكوكها الأولى، بما في ذلك هونغ كونغ ولوكسمبورغ وجنوب إفريقيا والسنغال والمملكة المتحدة. في عام 2020، أثبت السوق مرونته في مواجهة تأثير COVID-19. في الأشهر التسعة الأولى من العام، بلغ إجمالي الإصدارات 130.5 مليار دولار أمريكي، مقارنة بـ 127.3 مليار دولار أمريكي لنفس الفترة من عام 2019 (Adil,2020). وقد تم إصدار صكوك بقيمة 162.1 مليار دولار أمريكي في عام 2019 مقارنة بـ 124.8 مليار أمريكي في عام 2018، وهو ما يمثل نموًا في السوق بنسبة 30 ٪ ومتسقًا مع النمو على مدار السنوات الخمس السابقة لها. وساهمت الإصدارات السيادية القوية من إندونيسيا وماليزيا والمملكة العربية السعودية في هذا النمو، في حين ظلت إصدارات القطاع الخاص صامتة. لتغطية الاحتياجات المالية بسبب تراجع الإنتاج الاقتصادي الناتج عن جائحة كوفيد -19، استمرت إندونيسيا وماليزيا في الإصدار حتى عام 2020. كما أصدرت البحرين وعمان ودبي، بينما أصدرت المملكة العربية السعودية صكوكًا بقيمة 18 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من عام 2020 (Islamic Finance Foundation,2021).

وفي ذات السياق، فقد كانت حكومتا ماليزيا والمملكة العربية السعودية أكبر مصدرين في عام 2018 بقيمة 17.1 مليار دولار أمريكي و 13.9 مليار دولار أمريكي، كما ورد في تقرير مؤشر تنمية التمويل الإسلامي لعام 2019 الصادر عن المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص، وهي جزء من البنك الإسلامي للتنمية. حافظت ماليزيا على مركزها الريادي من حيث الإصدارات، مدعومة بعودة صكوك المرابحة قصيرة الأجل من بنك نيجارا ماليزيا. استأنف البنك المركزي إصدارات الصكوك بعد توقف دام ثلاث سنوات. أصدرت صكوكًا قصيرة الأجل بقيمة 16.1 مليار دولار أمريكي خلال النصف الثاني من عام 2018 (Islamic Finance Foundation,2020). وقد باعت إندونيسيا- أكبر دولة إسلامية في العالم من حيث عدد السكان- صكوكًا خضراء ذات سيادة لمدة خمس سنوات بقيمة 1.25 مليار دولار وهي أول صكوك سيادية خضراء في العالم، وقد تم تسعيرها بعائد 3.75 في المائة. وصنفتها وكالة ستاندرد آند بورز إلى درجة استثمارية أعلى في

عام 2017 أحد العوامل التي دفعت الطلب القوي على الإصدار إلى 1.25 مليار دولار بالإضافة إلى خفض القسيمة من 4.05٪ سابقاً (Islamic Finance Foundation, 2018). وتصف هذه الإحصائية القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي من عام 2010 إلى عام 2020. وخلال عام 2020، بلغت قيمة جميع إصدارات الصكوك السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي حوالي 48.7 مليار دولار أمريكي (Puri-Mirza, 2021).

ويلعب التأمين التكافلي دوراً رئيسياً في التمويل الإسلامي بسبب وظيفته الاقتصادية والاجتماعية المزدوجة. في الواقع، يشمل هذا النشاط عدة وكلاء يساعدون بعضهم البعض لأغراض مختلفة مع احترام المبادئ الإسلامية. في هذا السياق، يقود هذا العمل التفكير في نمذجة هذا القطاع من خلال محاكاة متعددة العوامل. يتيح لنا هذا الأخير أن نستنتج من تحليل السلوك على المستوى الجزئي للوكلاء، جدوى القطاع على المستوى الكلي. وبالفعل، فإن هذا البحث يصوغ نموذجاً للنظام البيئي للتأمين التكافلي المغربي على أساس مجموعة من المحاكاة التي تهدف إلى قياس تأثير بعض الفرضيات على جدوى القطاع. كما تم استلهام العمل من العمل المنجز في قطاع التأمين التقليدي (Lamsaddak and Mentagui, 2020).

وعلى صعيد سوق التأمين التكافلي الإسلامي¹ في عام 2019، بلغت القيمة الإجمالية لأصول التكافل حوالي 51 مليار دولار أمريكي بإجمالي 336 شركة تكافل. كان لدى تركيا سوق أصول التكافل الأسرع نمواً في عام 2019 تقوم غالبية مشغلي التكافل بإصدار التأمينات العامة، تليها التأمينات المركبة والتأمينات على الحياة. إندونيسيا هي المشغل الرئيسي لمشغلي التكافل في جميع أنحاء العالم، تليها المملكة العربية السعودية وإيران. أنتجت منطقة مجلس التعاون الخليجي غالبية أصول التكافل، التي تزيد قيمتها عن 19 مليار دولار أمريكي. في عام 2019، بلغ عدد مشغلي التكافل العام في جميع أنحاء العالم 336 مشغل (Puri-Mirza, 2021).

يتركز سوق التكافل حالياً في ماليزيا والشرق الأوسط ويشهد معدلات نمواً كبيراً معدلات. ويوجد حالياً أكثر من 130 شركة تكافل تعمل في جميع أنحاء العالم، نصفها تقريباً موجود في دول مجلس التعاون الخليجي مثل البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات

¹ التكافل هو تأمين إسلامي يعمل وفقاً للشرعية الإسلامية. في هذا النوع من التأمين، يساهم الأعضاء بالمال في نظام تجمع لضمان بعضهم البعض ضد الخسارة أو الضرر. وتم تقديم هذه التأمينات كبديل للتأمينات التقليدية لأنها تتجنب الفوائد والاستثمارات عالية المخاطر والشكوك العالية. يعتبر التكافل ضمن قطاع التأمين العالمي منتجاً متخصصاً بالنظر إلى أنه في تلك الفترة الزمنية، بلغت قيمة الأصول الإجمالية لقطاع التأمين العالمي حوالي 33 تريليون دولار أمريكي. في قطاع التمويل الإسلامي، فإن التكافل ليس راسخاً مثل المنتجات الأخرى إذا أخذ في الاعتبار أنه خلال نفس الفترة الزمنية، كانت القيمة الإجمالية لجميع الأصول المالية الإسلامية تزيد عن 1.76 تريليون دولار أمريكي.

العربية المتحدة. يعتبر معدل نمو التكافل في هذه البلدان متقدماً على سوق التأمين التقليدي في المنطقة. وفيما يتعلق بالتكافل، فمن المتوقع أن تبلغ قيمة السوق 4 مليارات دولار في السنوات القليلة المقبلة بالمعدل الحالي للتوسع، مقارنة بنحو 170 مليون دولار عام 2014. في بعض البلدان ذات الأغلبية المسلمة، مثل نيجيريا وباكستان ومصر وبنغلاديش، يمكن اعتبار سوق التكافل إلى حد كبير في المرحلة الجنينية. هذه أسواق غير مستغلة بالكامل تقريباً، حيث يتأرجح اختراق التأمين في مكان ما أقل من 2% من الناتج المحلي الإجمالي. 7 على الصعيد العالمي، يقدر البعض أن صناعة التكافل العالمية تنمو بنسبة 20% سنوياً، متجاوزة بكثير النمو السنوي 2.5% لأقساط التأمين التقليدية. وقد ارتفعت أقساط التأمين التكافلي العالمية إلى 7 مليارات دولار عام 2015.

3- الصكوك السيادية في مصر باستخدام منهجية SWOT

لقد تبنته الاقتصاد المصري إلى الصكوك كأداة تمويل منذ ما يقرب من عقد من الزمان، غير أن التجربة لم تلقى صدى على أرض الواقع لأسباب عديدة في مقدمتها التوترات السياسية والوضع الاقتصادي المتأزم حينها. وفي نوفمبر عام 2020، أعلنت وزارة المالية المصرية، عن أن مصر بصدد إصدار أول صكوك سيادية والتي تعرف أيضاً على أنها سندات إسلامية. وعقب موافقة مجلس الوزراء تم إرسال مشروع قانون الصكوك السيادية لعرضه على مجلس النواب لإقراره ومن ثم على الرئيس عبد الفتاح السيسي للتصديق عليه. وبهذه الخطوة، ستدخل مصر في عالم التمويل الإسلامي، الذي سجل 2.8 تريليون دولار في المعاملات بنهاية يونيو 2020". ويأتي مشروع قانون الصكوك السيادية ضمن خطة وزارة المالية لتنويع قاعدتها من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية، خاصة أن مشروع القانون سيصدر تماشياً مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ويعرف القانون المنتظر إقراره **الصكوك السيادية** على أنها " أحد أنواع الأوراق المالية الحكومية، تصدر بغرض تمويل الموازنة العامة للدولة، وكذلك تمويل المشروعات الاستثمارية والاقتصادية والتنمية المدرجة بالموازنة العامة للدولة، وتمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار التي تقرها لجنة الرقابة، وتكون قابلة للتداول وفقاً للضوابط التي تقرها اللجنة المذكورة" (مجلس الوزراء، 2021). وتنقسم إلى أدوات تمويل كالصكوك السيادية، وأدوات الدين كأذون وسندات الخزنة العامة، إلى:

أ- الأصول: أى من الأموال ذات القيمة الاقتصادية المملوكة ملكية خاصة للدولة أو أى من الأشخاص الاعتبارية العامة، عدا الموارد الطبيعية.

ب- حق الانتفاع: الاستغلال الكامل للأصول، على نحو لا يؤدي إلى فنائها.

وتتولى شركة التصكيك السيادي وهي الشركة المنشأة بموجب هذا القانون بغرض إدارة وتنفيذ عملية التصكيك، وإبرام التعاقدات اللازمة طبقاً لهذا القانون بصفتها وكيلًا عن مالكي الصكوك السيادية. وأتى عملية إصدار الصكوك السيادية عبر مجموعة من الإجراءات تبدأ بالدراسات واختيار الأصول وتقويم حق الانتفاع بها؛ واستصدار الموافقات المطلوبة فى هذا الشأن، وإبرام الجهة المصدرة العقود مع شركة التصكيك السيادي لتتولى هذه الشركة عملية التصكيك. ويمثل عقد الإصدار: العقد الذى تقره لجنة الرقابة، يربط بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك السيادي، وتصدر الصكوك السيادية على أساسه، بمراعاة الضوابط الشرعية ووفقاً لأحكام هذا القانون. وعليه، فعملية تداول الصكوك السيادية، هي كافة التعاملات على الصكوك السيادية بالسوق الثانوي سواء بالبيع أو الشراء أو اتفاقيات إعادة الشراء أو الرهن أو الوصية، أو انتقال ملكية الصكوك السيادية من الملاك إلى خلفهم العام (مجلس الوزراء، مرجع سابق، ص12).

وعلى ضوء، ما تقدم، نحاول في هذا البند بيان أهم نقاط قوة أو ضعف عملية إصدار الصكوك، إلى جانب بيان أهم فرص وتحديات هذه العملية. وذلك على النحو التالي:

1- نقاط القوة: ترى الحكومة المصرية ممثلة في وزارة المالية، أن إصدار مصر للصكوك السيادية سيكون له عديد من الفرص في ظل وجود نقاط قوة يتمتع بها الاقتصاد المصري، يأتي أهمها من الأداء الأداء المحقق خلا العامين الأخيرين وتحقيق معدل نمو إيجابي حتى في ظل جائحة كورونا. وعليه تتمثل نقاط القوة التي تحيط بعملية إصدار الصكوك السيادية في التالي:

- الاستقرار الاقتصادي والمالي في مصر منذ عامين
- الاقتصاد المصري يحقق معدلات نمو إيجابية
- وجود نظام مصرفي فعال
- وجود رؤية تسهدف الضبط المالي وإستدامة مؤشرات المألّة العامة
- استطاعة الاقتصاد المصري التعامل مع صدمة كوفيد 19

2- الفرص: وهي:

- 1- البحث عن مصادر تمويل جديدة
- 2- جذب شريحة جديدة من المستثمرين وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، مما يوفر تمويلاً وسيولة إضافية للأسواق المالية الحكومية ويقلل من تكلفة تمويل ميزانية الدولة.
- 3- يمكن أن تكون السندات الإسلامية عنصر جذب لزيادة عدد المتعاملين في البورصة. وبالتالي، يمكن أن يكون عاملاً مؤثراً في انتعاش البورصة المصرية بسبب إمكانية جذب شرائح جديدة من المتعاملين سواء المصريين أو الأجانب.
- 4- من المتوقع أن تجتذب مصر شرائح جديدة من المستثمرين الذين سيضخون مزيداً من الأموال والسيولة في السوق المالية الحكومية في مصر،
- 5- المساهمة في خفض تكلفة عجز الموازنة العامة للدولة
- 6- استغلال الأصول المملوكة للدولة وفق نظام حق الانتفاع إما من خلال الملكية دون حق الانتفاع أو الإيجار.

ووفقاً لقواعد شراء الصكوك الإسلامية، يجب أن يقدم المصدر وعداً تعاقدياً لإعادة شراء السند في تاريخ مستقبلي بالقيمة الاسمية. الصكوك هي شهادة مالية صادرة في الدول الإسلامية تسمح للمستثمرين بالحصول على حصة ملكية في محفظة من الأصول القائمة أو المؤهلة. كما أنه يزود المستثمر بإثبات الملكية في أصل معين والالتزامات المالية المختلفة أثناء ممارسة التجارة والأنشطة التجارية الأخرى. على الرغم من أزمة COVID-19 التي ضربت اقتصادات العالم، من المتوقع أن تتطابق أحجام الصكوك العالمية لهذا العام مع العام الماضي، ومن المتوقع أن يزداد المعروض من الصكوك مع زيادة احتياجات التمويل، وفقاً لتقرير صادر عن وكالة فيتش للتصنيف الائتماني في أكتوبر. وفقاً للتقرير، من المتوقع أن تظل الحكومات هي المساهم الرئيسي في أحجام الصكوك الإجمالية لأنها تواجه عجزاً مالياً متزايداً واحتياجات اقتراض عالية، ناتجة عن الصدمة المزدوجة للاضطرابات الاقتصادية المرتبطة بفيروس كورونا وانهيار أسعار النفط العالمية. بلغ حجم الصكوك القائمة والمصنفة من وكالة فيتش 116.2 مليار دولار بنهاية الربع الثالث من عام 2020. وبلغ حجم الصكوك المستحقة ذات التصنيف الأخضر والاستدامة من وكالة فيتش 7.2 مليار دولار بنهاية الربع الثالث من عام 2020. وطوال شهري سبتمبر وأكتوبر، أصدرت مصر

سندات حكومية سيادية خضراء بقيمة 750 مليون دولار محلياً وفي بورصة لندن، وهي الأولى من نوعها في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (A.Moneim,2020).

وبحسب تصريحات وزير المالية المصري، فإن إصدار الصكوك السيادية يقوم على حق الانتفاع بالأصول المملوكة للدولة في الملكية الخاصة، من خلال بيع حق الانتفاع بهذه الأصول دون حق الملكية، أو عن طريق تأجيرها، أو بأي طريقة أخرى متسقة. مع عقد الإصدار دون ضمان لمالك الصكوك في الأصول وفق مبادئ الشريعة الإسلامية. والصكوك هي أوراق مالية اسمية ذات قيمة متساوية، تصدر لفترة محددة، يمثل كل منها نصيباً مشتركاً في ملكية الأصول أو المزايا أو الحقوق أو مشروع معين أو حقوقه أو التدفقات النقدية، وفقاً لما هو محدد في الاكتتاب أو مذكرة المعلومات حسب مقتضى الحال. تتشابه الصكوك والأسهم من حيث أن كلاهما يمثل حصة مشتركة في ملكية الأصول التي تدر عائداً، أو المشاركة في رأس مال مشروع مربح. تنقسم أنواع إصدار الصكوك إلى إصدار عام، حيث تُطرح الصكوك على أشخاص طبيعيين أو اعتباريين غير محددين سلفاً؛ والإصدار الخاص الذي يشمل عرض الصكوك على الأشخاص الطبيعيين أو الأشخاص الاعتباريين ذوي الملاءة المالية أو المؤسسات المالية المحددة سلفاً (Mohamed,2020).

3- نقاط الضعف: تتلخص نقاط الضعف في كون الاقتصاد المصري حديث عهد بالصكوك والمالية الإسلامية، ولا يمتلك سوق ثانوية نشطة، ناهيك عن العجز المزمن في الموازنة العامة، وعدم وجود لوائح قانونية وضريبية مواتية لدعم إصدار الصكوك. فضلاً عن القانون المطروح لم يفصح عن كيفية مواجهة حالات الإفلاس. كما يعد الافتقار إلى البنوك الإسلامية العالمية وغياب المتداولين المتخصصين الذين يقدمون أسعار العرض / الطلب بشكل مستمر قيماً آخر على عملية الاستثمار في أسواق الصكوك الثانوية (Azzam,2015).

4- التهديدات:

إذا كانت ما تقدم، قد تحدث وبشكل واضح وموسع حول فرص الاستفادة من إصدار الصكوك السيادية في الاقتصاد المصري، فإنه ثمة ثلاثة من التحديات، تواجه هذا التوجه، حيث يتمثل أكبر خطر على المستثمرين في الصكوك في عدم قيام المدين/ المالك بدفع عوائد الصك أو عدم القدرة على إعادة شراء الأصل عندما يحين موعده في التاريخ المحدد في اتفاقيات الصكوك. في حالة حدوث تلك الإخفاقات، يتعرض المستثمرون لعدم تلقي ما توقعوه عند شراء الصكوك. وعادة ما

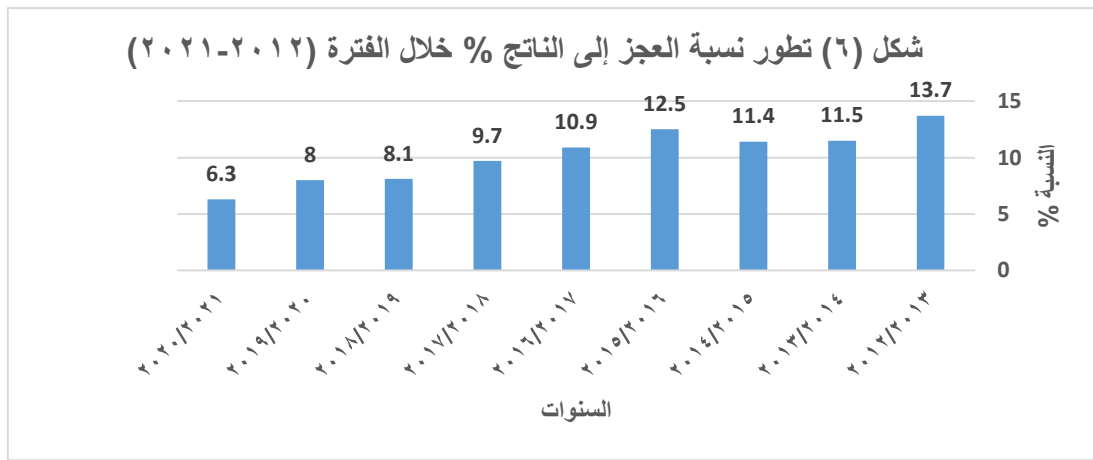
تدفع الكيانات ذات السيادة التزاماتها بالكامل، ويحدث هذا بشكل خاص عندما تكون تلك الالتزامات مقومة بعملة صادرة عن صاحب السيادة، لأنه إذا لزم الأمر يمكن للملك طباعة المزيد من الأموال للوفاء بالتزاماته. ومن ثم، فالصكوك السيادية هي صكوك يكون فيها المدين كياناً ذا سيادة، وعادة ما تكون دولة. بما يعني هذه الصكوك استثمارات منخفضة المخاطر للغاية (Amin, , op,cit,p5). كما يتم تناول عدد من التهديدات الأخرى، ومن بينها ما يلي:

الأول: وجوب الإمتثال أو التوافق مع الشريعة الإسلامية: ينبع تركيزنا على الصكوك السيادية، من حقيقة أنه إلى جانب مخاطر المعلومات، فإن الأدوات المالية الإسلامية تحمل نوعاً فريداً من المخاطر، وهي مخاطر عدم الامتثال الديني (الشريعة) - خطر عدم امتثال عرض الأوراق المالية مع مبادئ الشريعة الإسلامية الراسخة، يعني أن عقد الصكوك قانونياً ومسموحاً به بموجب الشريعة الإسلامية، يجب أن يكون خالياً بشكل خاص من مدفوعات الفائدة (الربا) وعدم اليقين المفرط (الغرر). كما تتعلق مخاطر عدم الامتثال لمتطلبات الشريعة بإمكانية إلغاء العقد (جزئياً أو كلياً) عندما يعتبر غير صالح. بالإضافة إلى تقديم أسباب وجيهة لمصدري الشركات لرفض سداد التزامات الدين (دفع الأرباح) ومن ثم، فإن عدم الجواز الديني قد يعيق أيضاً التنفيذ القانوني لشروط العقد. كما أن الامتثال للشريعة الإسلامية، يجب أن تلتزم هياكل الصكوك بمحظورات الشريعة الإسلامية مثل الغرر والربا. وبالتالي، فإن شهادة التوافق مع الشريعة ذات المصادقية ذات أهمية قصوى للمستثمرين في سوق الصكوك (Abdul Halim et al,2019).

الثاني: أهمية التنظيم ووجوب وجود مستشار شرعي سواء فرد أو لجنة: يتبع ترتيب الصكوك السيادية في الغالب ترتيب القروض المشتركة حيث يتم تفويض منظم رئيسي لتشكيل نقابة تمويل. يلعب المنظم الرئيسي دوراً حيويًا في الوساطة قبل العرض وبعده. تعمل في إطار مجال التمويل الإسلامي، ويشتمل ترتيب الصكوك السيادية أيضاً على مستشار شرعي (فرد أو لجنة من علماء التمويل الإسلامي) يتم تعيينه لـ التصديق على امتثال العقد لمبادئ الشريعة الإسلامية. الشهادة الدينية الممنوحة من قبل المستشارين الشرعيين تميز التمويل الإسلامي عن التمويل التقليدي.

الثالث: الطبيعة الهيكلية للمالية المصرية والعجز المزمن في الموازنة العامة: يعتبر العجز في الموازنة العامة صفة لصيقة وحالة مزمنة إستمرت لعقود طويلة. ورغم ذلك، ففي السنوات الأخيرة، فقد تراجع عجز الموازنة العامة كنسبة إلى الناتج من 13.7% للسنة المالية 2012/2013 إلى 8% في ميزانية 2019/2020، ومن المتوقع أن يستمر أيضا في التراجع إلى 6.3% وفق ما

هو مخطط له في موازنة 2021/2020. وذلك على خلفية تبني برنامج الإصلاح الاقتصادي المدعوم من صندوق النقد الدولي، والقيام بخفض المصروفات واهمها مصروفات الدعم، حيث تراجعت نسبة المصروفات إلى الناتج من 30% في ميزانية 2015/2014 إلى 24.7% في ميزانية 2020/2019 أنظر الشكل (6). ورغم ذلك لا تزال الموازنة العامة المصرية تعاني هيكلية، من تغول مصروفات الأجور والدعم والدفاع على جانب الإنفاق وتلتهم ما يزيد عن 75% من جملة الإنفاق.



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على بيانات وزارة المالية.

الرابع: ضعف السوق الثانوية: لعل واحدة من هذه المشاكل هي السوق الثانوية غير النشطة والضعيفة والبطيئة للصفوك. فبسبب ضعف السوق الثانوية، لا يمكن للمستثمرين ومصدري الصفوك الاستفادة من مزايا الصفوك بالكامل. ومن أجل الاستفادة من الصفوك، يجب التغلب على مشاكل السوق الثانوية للصفوك ويجب أن يكون السوق الثانوي للصفوك نشطاً. ويؤدي انخفاض مستوى السوق الثانوية للصفوك إلى جعل إصدار الصفوك مكلفاً للغاية، وقد تؤدي تكاليف الإصدار الباهظة هذه إلى إحجام جهات الإصدار عن إصدار الصفوك. وإذا كان السوق الثانوي ضعيفاً جداً، فإن المؤسسات الإسلامية التي لديها عدد محدود من الفرص الاستثمارية لا يمكنها إدارة السيولة بشكل كامل (Ulusoy and ELA, 2018: 3).

ولأن تداول الديون مع الشريعة الإسلامية يتماشى عندما لا يدر ربحاً، فإن تداول الديون والمدنيين (بدون الأصل الأساسي) بأي قيمة بخلاف قيمتها الاسمية (الاسمية) غير مسموح به في الشريعة. بالإضافة إلى القيود المفروضة على تداول الديون، يجب أن يتبع تداول الصفوك في السوق الثانوية هذه القواعد (Zin, etal, 2011):

1. إذا تم إصدار الصكوك مقابل أصول أو خدمات معينة ، فإن هذا الإصدار يعني ضمناً بيع هذه الأصول لحاملي الصكوك مقابل نقود بناءً على القيم الحالية للأصول أو الخدمات، وبالتالي تصبح الصكوك قابلة للتداول.
2. إذا تم إصدار الصكوك مقابل أصول أو خدمات موصوفة سيتم تصنيعها أو بنائها في المستقبل، فإن هذا الإصدار يعني ضمناً بيع هذه الأصول لحاملي الصكوك مقابل نقد، وهذه الصكوك غير قابلة للتداول حتى إمكانية تسليم الأصول أو الخدمات.
3. إذا لم يتم إصدار الصكوك مقابل أصول أو خدمات، ولكن لغرض الاستفادة من حصيلة الاستحواذ على بعض الأصول، فلا تصبح الصكوك قابلة للتداول حتى المرحلة التي يتم فيها شراء تلك الأصول أو الخدمات. وذلك لأن الصكوك حتى تلك النقطة تمثل عائدات سائلة، أي لا يمكن بيع النقود والمال مقابل نقود ما لم تحترم أحكام الشريعة في المصارف. كما أنه في السوق الثانوية للصكوك، يفضل المستثمرون شراء الصكوك والاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق بدلاً من التداول.

الخامس: ارتفاع تكاليف الإصدار، حيث تتطلب هياكل الصكوك مشورة قانونية ودينية مكثفة ومكلفة، والكثير من المهارات والموارد المختلفة لإنجاحها وبالتالي، يستغرق إصدار الصكوك وقتاً طويلاً من ناحية. ومن ناحية أخرى، تتمتع الصكوك بعائدات أعلى من السندات التقليدية، وبالتالي لا يرغب المصدرون في دفع أكثر من السندات التقليدية.

السادس: في العديد من البلدان، لا توجد لوائح قانونية وضريبية مواتية لدعم إصدار الصكوك (IFSB, 2016:19).

السابع: الافتقار إلى التوحيد القياسي: يعد الافتقار إلى التوحيد القياسي عائقاً رئيسياً أمام تطوير سوق الصكوك لأن الافتقار إلى التوحيد القياسي في التوثيق والتفسيرات الشرعية يجعل تكاليف إصدار هياكل الصكوك أعلى من السندات التقليدية.

وعلى ضوء ما تقدم، يلخص الجدول رقم (1)، أهم نقاط قوة وضعف وفرص وتهديدات عملية إصدار الصكوك في الاقتصاد المصري.

وعلى ضوء ما تقدم، يرى الباحث، أنه رغم وجود نمو عالمي وإقليمي لإستخدام الصكوك السيادية، وانها اكتسبت أهمية متزايدة في السنوات الأخيرة تزايدت مع جائحة كوفيد 19، فإنها كغيرها من أدوات التمويل الأخرى يعتمدها عديد من المثالب. وتحيط بها بعض التهديدات، عند

التطبيق في الاقتصاد المصري. ولعل واحدة من هذه المشاكل هي السوق الثانوية غير النشطة والضعيفة، والتي بسببها قد لا يمكن للمستثمرين ومصدري الصكوك الاستفادة من مزايا الصكوك بالكامل. ومن أجل الاستفادة من الصكوك، يجب التغلب على مشاكل السوق الثانوية للصكوك ويجب أن يكون السوق الثانوي للصكوك نشطاً.

جدول رقم (1) تحليل سوات SWOT للصكوك السيادية في مصر

نقاط قوة	نقاط ضعف
<ul style="list-style-type: none"> • الاقتصاد المصري يحقق معدلات نمو إيجابية • وجود نظام مصرفي فعال • وجود رؤية تستهدف الضبط المالي وإستدامة مؤشرات المالية العامة • استطاعة الاقتصاد المصري التعامل مع صدمة كوفيد 19 	<ol style="list-style-type: none"> 1- الاقتصاد المصري حديث عهد بالصكوك والمالية الإسلامية 2- السوق الثانوية غير النشطة 3- عدم كفاية أو تطور منصات التداول 4- العجز المزمن في الموازنة العامة 5- لا توجد لوائح قانونية وضريبية مواتية لدعم إصدار الصكوك 6- لم يفصح القانون عن كيفية مواجهة حالات الإفلاس 7- غياب التنسيق أو التعاون مع البنوك الإسلامية العاملة في مصر
فرص	تهديدات
<ul style="list-style-type: none"> ✓ أداة تمويل ثبتت فعاليتها في الاقتصادات الناشئة ✓ مجال خصب يمكن الولوج فيه ويناسب مع هوية مصر الإسلامية ✓ السوق المصري سوق ناشئ يحتاج لمزيد من الاستثمارات المالية الجديدة والمتنوعة ✓ رغبة المستثمرين في تنوع المحفظة ✓ استغلال الأصول المملوكة للدولة وفق نظام حق الانتفاع إما من خلال الملكية دون حق الانتفاع أو الإيجار ✓ التوازي مع عملية تحديث الاقتصاد المصري ✓ الدخول في شراكات مع دول إسلامية ذات خبرة في مجال الصكوك والتمويل الإسلامي 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ عدم الإمتثال أو عدم التوافق مع الشريعة الإسلامية ▪ عدم القبول العام لدى جمهور المستثمرين في بعض الأحيان ▪ ارتفاع تكلفة الإصدار ▪ التكلفة المتزايدة ستكون غير متسقة مع هدف زيادة التمويل المستقر ومنخفض التكلفة لتلبية الاحتياجات المالية للحكومة ▪ تتمتع الصكوك بهيكل معقد، ومن ثم فهي تحتاج إلى ملكية ونقل الأصول وكيان ذو غرض خاص، وما إلى ذلك. ▪ تحتاج الصكوك إلى لوائح ضريبية خاصة، لأن الإصدار والاستثمار في الصكوك يفتحان الطريق لكثير من الضرائب. ▪ العجز وإطالة متوسط عمر محفظة الصك. ▪ تنامي الديون الخارجية في مصر ووصولها إلى 123 مليار دولار أمريكي.

المصدر: إعداد الباحثين.

4: جدوى الاستثمار في الصكوك في الاقتصاد المصري

للجهات السيادية عدة أهداف في إصدار الصكوك. يتمثل أحد الأهداف الرئيسية في تنويع قاعدة المستثمرين والوصول إلى مستثمرين جدد يترددون في الاستثمار في الأوراق المالية التقليدية. من منظور إدارة الدين، وخاصة بالنسبة للمستثمرين المحليين الذين يميلون إلى الامتناع عن الأوراق المالية التي تحمل فائدة، قد يوفر توفر الصكوك بديلاً مستقرًا للاستثمار في الدين الحكومي، ويزيد من فرص الاستثمار. ويمكن للحكام أيضًا الوصول إلى قاعدة طلب عالمي جديدة من خلال إتاحة صكوكهم للمستثمرين الدوليين الذين يبحثون عن أدوات متوافقة مع العقيدة الإسلامية، أو الذين يحاولون فقط تنويع ممتلكاتهم بما يتجاوز الأصول التقليدية (Balibek, 2017:9).

ومن ثم فقد أصبحت الصكوك، إحدى الآليات المالية لتمويل أهداف التنمية المستدامة، والتي بدأت في جذب الانتباه في العديد من البلدان، هي الصكوك الخضراء. على مدى السنوات القليلة الماضية، أصبح يُنظر إلى الصكوك الخضراء على أنها إحدى الأدوات الواعدة المتاحة، حيث تجمع التمويل الإسلامي والاستثمار المؤثر معًا كجسر لتحقيق أهداف التنمية المستدامة. ففي جمهورية أوزبكستان، تم "دراسة الجدوى لإصدار الصكوك الخضراء في جمهورية أوزبكستان"، وأوجبت النتائج بالنظر إلى عجز التمويل في البلاد لتحقيق أهداف التنمية المستدامة، أن الصكوك الخضراء قد تكون أداة مالية قابلة للتطبيق لتعزيز التنمية المستدامة في البلاد، فضلاً عن آلية محتملة واعدة لجهود أوزبكستان لحل مشكلة تغير المناخ والانتقال إلى الاقتصاد الأخضر (IICPCD, 2020).

وفي الحالة المصرية وفي سياق رؤية 2030، للتنمية المستدامة، يتطلب تحقيق أهداف التنمية المستدامة بدائل جديدة لتمويل التنمية التقليدية، وقد أدى نقص الأموال المخصصة للتنمية المستدامة إلى إدخال أدوات ومنتجات مالية جديدة وأكثر استدامة. وقد جاء انتهاء وزارة المالية من إعداد أول مشروع قانون لتنظيم إصدار وتداول الصكوك السيادية، وإحالة لمجلس الوزراء للنظر في الموافقة عليه وعرضه على مجلس النواب -تعد الصكوك السيادية من ضمن الأوراق المالية التي يمكن أن تصدرها وزارة المالية - بغرض تمويل الموازنة العامة للدولة. ويهدف مشروع قانون إصدار قانون الصكوك السيادية، إلى تحسين الأداء المالي وتحقيق المستهدفات قصيرة وطويلة الأجل والحد من عجز الموازنة العامة للدولة، وذلك عبر عدة وسائل منها تخفيض فاتورة خدمة الدين وزيادة عمر محفظة الدين واستحداث آليات ووسائل لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة

وتنوع مصادر التمويل بتقديم منتجات جديدة لسوق أدوات الدين وتطوير آلياته وتحفيز الطلب على الإصدارات الحكومية من الأوراق المالية وأدوات الدين التي يتم إصدارها بالعملة المحلية وبالعملات الأجنبية.

وهنا يبرز أحد أهم الإشكالات الكبرى في الاقتصاد المصري، حيث ان عجز الموازنة هو مشكلة هيكلية تتعلق بمكونات وبنود هذه الموازنة من ناحية، ومن ناحية أخرى ففي ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي المطبق منذ نوفمبر 2016، فقد تراجع عجز الموازنة العامة كنسبة إلى الناتج كما أسلفنا في موضع سابق من الدراسة. ومن هنا، فإن الإقبال على إصدار صكوك يرتبط بدراسة المستثمرين المستهدفين لجدوى المشروع الممول ومقدار المخاطر المحيطة بالإصدار والعملة والعائد المتوقع، وبالطبع الصكوك السيادية تتأثر بالتنصيف الائتماني للدولة المصدرة. فكلما ارتفع هذا التصنيف ارتضى المستثمرين بعوائد أقل نسبياً حيث يتناسب دائماً العائد المتوقع مع الخطر. ومن ثم فالغرض المالي من هذه الصكوك، ربما يتغول على غير من الأهداف كتمويل المشروعات الاستثمارية والاقتصادية والتنموية المدرجة بالموازنة العامة للدولة.

ونظراً لأن عملية إصدار الصكوك معقدة، حيث يُطلب من المصدرين إنشاء مركبات ذات أغراض خاصة لتلبية شروط الاقتراض وفي بعض الحالات قد يحتاجون إلى توفير أصول مادية لتأمين الاقتراض. يمكن لهذه المتطلبات التشغيلية تأخير الإصدار. في المقابل، يمكن عادةً تنفيذ عمليات السحب من برامج السندات التقليدية متوسطة الأجل بسرعة أكبر، وهو أمر بالغ الأهمية عند التعامل مع الزيادات المفاجئة غير المتوقعة في متطلبات التمويل الحكومية مثل تلك التي أحدثتها الأزمة الأخيرة أزمة كوفيد 19.

ومن ثم، فتوجيه حصيلة إلى مشروعات إنتاجية ذات عائد لتضمن من ناحية إستغلال الخصلية الأتية من الصكوك السيادية، وتموّن من ناحية أخرى عوائد مستثمريها. ويبقى المحك الرئيس الذي يتوجب على صانعي السياسة والمسؤولون عن عملية إصدار وإستثمار الصكوك القيام به، هو توجيه الصكوك نحو إستخدامات منتجة. وفي خضم ما تقوم به الدولة من مشروعات في غالبيتها تعرف بمشروعات البنية التحتية أو البنية الأساسية، يبقى دخول حصيلة الصكوك في مثل هذا النوع من المشروعات أمر محفوف بالمخاطر، حيث أنها لا تدر عائد أو عائدها غير مباشر أو يكون في الأجل الطويل. ومن هنا، فإن إستخدام الصكوك السيادية في المشروعات الاستثمارية والقطاعات الاقتصادية، أمر يتعلق بماهية هذه المشروعات وما تدره من عوائد حقيقية، تساعد في

تحقيق الأهداف الاستثمارية لعملية الإصدار ، خاصة في الاجل القصير والمتوسط. وكلما كانت هذه المشروعات ذات جدوى اقتصادية كلما كانت عملية الاستثمار أكثر كفاءة والعكس بالعكس.

وعلى هذا النحو، تتوقف جدوى عملية إصدار الصكوك على عدة عوامل أهمها:

1- **التصنيف الائتماني للدولة:** حافظت مصر في نهاية عام 2020، على التصنيف الائتماني لمصر عند B مع نظرة مستقبلية مستقرة للمرة الثانية في عام 2020، الذي تصدره مؤسسة ستاندرد آند بورز. وفي السنة المالية 2020/2019 ، نما الاقتصاد المصري بنسبة 3.6 في المائة ، في حين توقع تقرير ستاندرد آند بورز أنه سيرتفع بنسبة 2.5 في المائة في السنة المالية 2021/2020 و 5.4 في المائة في السنة المالية 2022/2021 إلى جانب انتعاش قطاعات السياحة والطاقة والصناعة. وكذلك الإصلاحات الهيكلية. بشكل عام، يتم استخدام التصنيف الائتماني من قبل صناديق الثروة السيادية وصناديق التقاعد والمستثمرين الآخرين لقياس الجدارة الائتمانية لمصر وبالتالي يكون لها تأثير كبير على تكاليف الاقتراض في البلاد. ومن ثم، فتوجد لدى الاقتصاد المصري جدارة ائتمانية، تؤهله لأن يستثمر في الصكوك السيادية، ويكتسب ثقة دولية².

2- **أسعار الفائدة:** فقد ترك البنك المركزي المصري سعر الفائدة الرئيسي على الودائع لليلة واحدة دون تغيير عند 8.25٪ في 18 مارس 2021، كما كان متوقعًا. كما ترك معدل الإقراض لليلة واحدة عند 9.25٪ وسعر الخصم عند 8.75٪. وهذا القرار يتماشى مع تحقيق هدف التضخم البالغ 7٪ (± 2 نقطة مئوية) في المتوسط في الربع الرابع من عام 2022 واستقرار الأسعار على المدى المتوسط. وقد تراجعت أسعار الفائدة من 18.5% عام 2017 إلى 8.25% عام 2021 (أنظر الشكل رقم7). بما يعني إمكانية الاستثمار في بدائل أخرى، يكون فيها العائد أعلى وأكثر أمنا لتلافي المخاطرة.

1- يمكن أن تساعد عملية تطوير أسواق رأس المال المقترض لدى الاقتصاد المصري من خلال التحلي بمبادئ الريادة. وقد أصبح هذا الأمر حاجة ملحة في الوقت الحالي أكثر من أي وقت سابق، خاصة وأن الصناديق السيادية لا توتي ثمارها حال وجدت سوق بطئية أو غير نشطة أو لا تواكب التطورات المعرفة والتكنولوجية الحديثة.

² Rating: Egypt Credit Rating, <https://countryeconomy.com/ratings/egypt>

1- توجد مقارنة بين تكلفة السندات الحكومية³ والعائد على الصكوك السيادية، ويُعد هذا أمراً جوهرياً إذ أن تكلفة إصدار الدين يمكن تقديرها بسهولة أكبر فضلاً عن إمكانية ملاحظتها بشكل أكثر شفافية عن متوسط العائد على الصكوك السيادية. وعلى الرغم من ذلك، فيمكن للشخص أن يحتج بأن متوسط العائد على الصناديق السيادية يجب أن يكون دوماً أعلى من تكلفة التمويل الحكومي. وتشير الحقيقة المنطقية هنا أن الصكوك السيادية يجب أن ينتج عنها عائدات طويلة الأمد للغاية للأجيال القادمة، ويجب أن تُسهم هذه الأهداف الاستثمارية طويلة الأمد في تحقيق عائدات أعلى بكثير من الديون الحكومية من الدرجة الاستثمارية.

شكل (7) تطور أسعار الفائدة في مصر خلال الفترة (2000-2021)



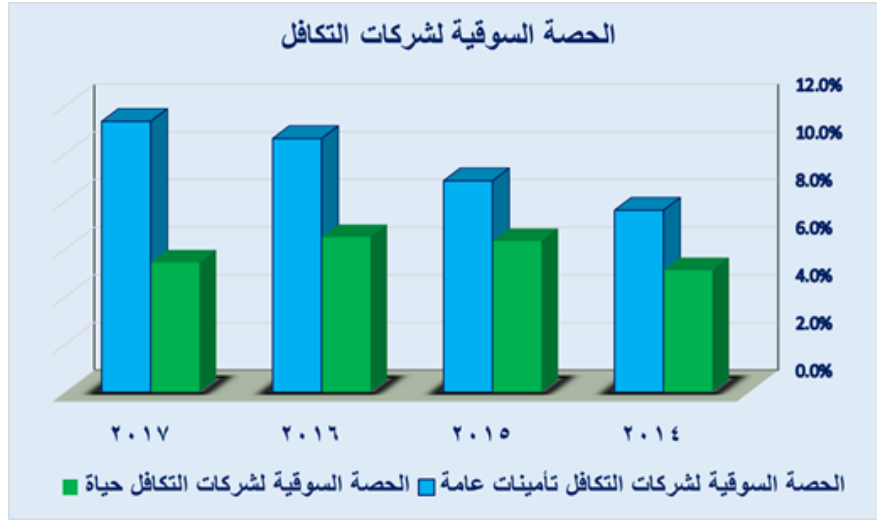
- 2- **حجم السيولة:** فقد وصلت قيمة السيولة في الاقتصاد المصري إلى ما يزيد عن 4.8 تريليون جنية بحسب بيانات البنك المركزي الصادرة في نوفمبر 2020.
- 3- **عملة الإصدار،** حيث يعد محددًا رئيسيًا وعاملاً محورياً من عوامل تحقيق أهداف إصدار الصكوك السيادية سواء من ناحية جذب عملات اجنبية وتعزيز الاحتياطيات وتنمية القدرة على جلب الصادرات، أو الاكتفاء بعملة محلية والتعامل معها في نطاق الاقتصاد المحلي.
- 4- **توقيت الإصدار:** إذ يعتبر إختيار التوقيت مهما سواء بلانسبة للدولة التي تقوم به أو لفئات المستثمرين المستهدفين. وبالتالي مراعاة الظروف الاقتصادية الداخلية حال الاصدار بعملة محلية أو مراعاة التطورات العالمية والإقليمية الجارية.

3 - يبلغ عائد السندات الحكومية لمصر 10 سنوات 15.248%.

وخالصة القول، يمكن للصكوك السيادية تمكين الحكومة المصرية من الوصول إلى قاعدة جديدة للمستثمرين من خلال تأمين مصادر متنوعة للتمويل المالي لهم. كما يمكن للصكوك الصادرة للمستثمرين الأجانب المساعدة على تغطية احتياجات التمويل الخارجية ودعم بناء الاحتياطي. وهذا الأمر هام بالنسبة لدولة كمصر تحتاج لتمويل خارجي كبير.

ومن المؤكد أن توسع الدولة في التمويل الإسلامي – والذي سترتفع وتيرته خلال الفترة المقبلة خاصة بعد استحواذ عدد من البنوك الإسلامية على عدد من وحدات التمويل المصرفي المصري – سيخدم بشكل مباشر شركات التأمين التكافلي، خاصة مع اشتراط وحدات التمويل المصرفي وجود غطاء تأميني من احدى الشركات الإسلامية لتغطية مخاطر بعينها مثل التعثر الائتماني، هذه خلاصة آراء مجموعة من خبراء التأمين في تساؤل حول كيفية استفادة شركات التأمين التكافلي من توسع البنوك في الصيرفة الإسلامية، إضافة الى توجه الدولة عامة الى تلك الآلية التمويلية دون غيرها ومن بينها مشروع قانون الصكوك الإسلامية. كما أن التمويل الإسلامي سينعش جميع فروع التأمين التكافلي لأن القروض الإسلامية تعنى مشروعات جديدة سيلجأ أصحابها إلى شركات التأمين التكافلي للتأمين الهندسى على تلك المشروعات والتأمين البحرى لنقل المعدات اللازمة لاقامة المشروع وتصدير المنتجات التى ينتجها، فضلاً عن تأمينات الحريق والسطو على المشروع بعد تشغيله، وأنه بالنسبة لقروض السيارات فإن الشركات ستؤمن على السيارات وتؤمن فضلاً عن ذلك على العقارات فى القروض العقارية إلى جانب تأمين الائتمان على تلك القروض وعلى حياة هؤلاء العملاء بالنسبة لشركات تأمينات الحياة التكافلية.

ويعتبر سوق التأمين التكافلي من الاسواق الواعدة بسوق التأمين المصري. يضم السوق عدد 4 شركات تكافلي حياة بإجمالي أقساط 508 مليون جنيه مصري وهو ما يمثل حوالي 5% من اجمالي أقساط تأمينات الحياة بسوق التأمين المصري 2017/2016 وفي المقابل يوجد 5 شركات تكافلي تأمينات عامة بإجمالي أقساط 901 مليون جنيه مصري وهو ما يمثل حوالي 11% من اجمالي أقساط التأمينات العامة بسوق التأمين المصري لعام 2017/2016 ، أنظر الشكل رقم (8).



شكل رقم (8)

وتمثل أزمة كوفيد 19 (فيروس كورونا) تحدياً كبيراً لأعمال الشركة والذي من المرجح أن تستمر في التطور لعدة شهور قادمة، حيث من الأهمية بمكان أن تكون الشركة مستعدة جيداً لهذا "الوضع الطبيعي الجديد" وتستجيب له وتخرج منه في النهاية أقوى. ومؤسسات انتهت شركة «المصرية للتأمين التكافلي» -ممتلكات- من توفيق أوضاعها رسمياً مع القرار رقم 23 لسنة 2019 والخاص بتطبيق ضوابط تنظيم التأمين التكافلي (الشاذلي، 2020).

وفي الأخير، فإن شركات التأمين التكافلي والبنوك الإسلامية بينهما علاقة طردية، فكما توسعت الأخيرة في تمويلاتها ازدهرت شركات التكافل من عدة نواح أبرزها أن البنك الإسلامي يفضل شركات التكافل لتأمين الإئتمان لعملائه ضد مخاطر التعثر بالإضافة إلى إصرار البنوك في الفترة الأخيرة فيما يتعلق بمنحها التمويل العقاري بإصدار وثيقتين تأمين للعميل الأولى للتأمين على الحياة لضمان سداد شركة التأمين قرض العميل في حالة الوفاة، علاوة على إصدار وثيقة تأمين للعقار الذي يتم شراؤه طول فترة السداد ضد السطو والسرقة والحريق. كذلك، فإن شركات التأمين التكافلي هي المستفيد الأول من منح البنوك للتمويل الإسلامي حتى لو لم يتم فك الحظر من البنك المركزي لشركات التأمين التكافلي من خلال التأمين على قروض السيارات ضد مخاطر عدم السداد والقروض الشخصية. كما أنه لو تم الطلب على التمويل الإسلامي سيزيد الطلب على تأمينات التكافل خاصة أن بعض وثائق المعاشات يرغب العميل في دفع قيمتها بقسط وحيد من خلال قرض من بنك إسلامي لعدم رغبة العميل في العرض لأي شبهة حرمانية وهو يبحث عن العائد والحماية لنفسه وعائلته (الشاذلي، 2021).

النتائج

هدفت الدراسة الحالية نحو تحليل فرص وتحديات إصدار الصكوك السيادية في الاقتصاد المصري، وعبر استخدام تحليل سوات، تبين ما يلي:

- إكتسب التمويل الإسلامي وفي القلب منه التمويل عن طريق إصدار الصكوك وإستثمارها أهمية متزايدة، ليس فقط في الاقتصادات الإسلامية ولكن في الاقتصاد العالمي بأسره. وباتت صناعة لها كيانهها الاقتصادي ولها منابعها ومصادر ها الفكرية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية. وفي داخل الصكوك بشكل عام توجد الصكوك السيادية. ويتم تعريف فالصكوك السيادية على أنها شهادة مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، لها أوجه تشابه مع السندات المصرفية في الدول الغربية، مع اختلاف أن الصكوك تعتمد على الثقة بدلاً من الدين. نظراً للامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية، يهدف التمويل الإسلامي إلى إعطاء الأولوية للشفافية وحماية التزامات المستثمرين والتأكد من النتائج. بالإضافة إلى ذلك، لا يُسمح باستثمارات معينة (مثل الكحول أو القمار أو المواد الإباحية).

- أظهرت الدراسة أنه في عام 2019، وصلت قيمة وصلت قيمة التمويل الإسلامي إلى 2875 مليار دولار أمريكي. وفي صلب التمويل الإسلامي تصل قيمة الصكوك المصدرة لعام 2019 إلى 538 مليار دولار أمريكي بما نسبته 19% من جملة صناعة التمويل الإسلامي. وذلك بعد أن كانت قيمتها عند 260 مليار دولار أمريكي عام 2012. أي أنها خلال ثمان سنوات فقط نمت بمقدار 107%، كما أنها المكون الثاني له عقب البنوك الإسلامية التي تحتل المركز الأول. وتستحوذ كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية وإندونيسيا على أكثر من ثلثي الصكوك بنسبة 69% عام 2019.

- في نطاق الصكوك السيادية بينت الدراسة تزايد إصدارات الصكوك السيادية العالمية من 67.8 مليار دولار أمريكي في عام 2011 وصولاً إلى أكثر 87 مليار دولار عام 2019، ووما هو متوقع بلوغه 100 مليار دولار وفق احصائيات عام 2020.

- أفرزت الدراسة تنبيه صانعي السياسة المالية وسياسة التمويل في مصر إلى الصكوك كأداة تمويل منذ ما يقرب من عقد من الزمان، غير أن التجربة لم تلقى صدى على أرض الواقع لأسباب عديدة في مقدمتها التوترات السياسية والوضع الاقتصادي المتأزم حينها. وفي عام 2020، عازمت الحكومة المصرية على إصدار صكوك سيادية.

- تؤكد الدراسة تحقق فرضياتها التي مفادها " في الوقت الذي تمثل الصكوك السيادية فرصة استثمارية وتمويلية، تقابل بتحديات وتهديدات تقلل من قدرتها على تحقيق ما تصبوا إليه من أهداف، حيث تبني وجود نقاط قوة مثل (أن الاقتصاد المصري يحقق معدلات نمو إيجابية، وجود نظام مصرفي فعال، وجود رؤية تستهدف الضبط المالي وإستدامة مؤشرات المالية العامة). في المقابل، تتعدد نقاط الضعف، وتشمل (حادثة عهد الاقتصاد المصري بالصكوك والمالية الإسلامية، السوق الثانوية غير النشطة، عدم كفاية أو تطور منصات التداول، العجز المزمّن في الموازنة العامة، عدم وجود لوائح قانونية وضريبية مواتية لدعم إصدار الصكوك، عدم إفصاح عن كيفية مواجهة حالات الإفلاس، وغياب التنسيق أو التعاون مع البنوك الإسلامية العاملة في مصر. في ذلك الوقت، تتنوع الفرص التي يمكن أن يقتنصها الاقتصاد المصري جراء إصدار الصكوك وأهمها (أداة تمويل ثبتت فعاليتها في الاقتصادات الناشئة، مجال خصب يمكن الولوج فيه، ويناسب مع هوية مصر الإسلامية السوق المصري سوق ناشئ يحتاج لمزيد من الاستثمارات المالية الجديدة والمتنوع رغبة المستثمرون في تنويع المحفظة، استغلال الأصول المملوكة للدولة وفق نظام حق الانتفاع إما من خلال الملكية دون حق الانتفاع أو الإيجار، الدخول في شراكات مع دول إسلامية ذات خبرة في مجال الصكوك والتمويل الإسلامي. على النقيض، تنتاب عملية إصدار الصكوك عديد من التهديدات في مقدمتها عدم الإمتثال أو عدم التوافق مع الشريعة الإسلامية، إرتفاع وتيرة الدين العام والدين الخارجي، عدم القبول العام لدى جمهور المستثمرين في بعض الأحيان، ارتفاع تكلفة الإصدار، الهيكل المعدق للصكوك وإطالة متوسط عمر محفظة الصك... إلخ.
- أظهرت الدراسة، أن شركات التأمين التكافلي والبنوك الإسلامية بينهما علاقة طردية، فكما توسعت الأخيرة في تمويلاتها ازدهرت شركات التكافل من عدة نواح أبرزها أن البنك الإسلامي يفضل شركات التكافل لتأمين الإئتمان لعملائه ضد مخاطر.

المراجع

- مجلس الوزراء، مشروع قانون الصكوك السيادية، وزارة المالية، القاهرة، 2021.
 - وزارة المالية، (2019)، التقرير المالي الشهري، القاهرة، ديسمبر.
 - _____، (2021)، التقرير المالي الشهري، القاهرة، فبراير.
 - الشاذلي جمعة، (2020)، «المصرية للتأمين التكافلي» توفق أوضاعها مع ضوابط التكافل الجديدة لـ«الرقابة المالية»، جريدة المال، سبتمبر <https://almaalnews.com/>
 - الشاذلي، جمعة، (2021)، التأمين التكافلي يقتص دفعة قوية من التمويل الإسلامي، جريدة المال،- فبراير، <https://almaalnews.com/%D8%A7%D>
- 1- A.Moneim, Doaa, (2020), Egypt set to issue its first sovereign Islamic sukuk, Wednesday 4 Nov, <https://english.ahram.org.eg/NewsContent/3/12/390007/Business/Economy/Egypt-set-to-issue-its-first-sovereign-Islamic-suk.aspx>.
 - 2- Abdul Halim, Zairihan et al,(2019), The value of certification in Islamic bond offerings, Journal of Corporate Finance, Volume 55, April, P141-161.
 - 3- Adil, Mustafa,(2020), 2020: A strong year for Sukuk, Oct 19, <https://www.refinitiv.com/perspectives/future-of-investing-trading/2020-a-strong-year-for-sukuk/>.
 - 4- Ahlidin Malikov, How Do Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis of the Infrastructure Sector, Research Gate, May, 2017, DOI: 10.1007/978-3-319-45029-2_1.
 - 5- Amin, Mohammed,(2013), A simple introduction to sukuk, 4 November. https://www.mohammedamin.com/About_me.html.
 - 6- Azzam, H. T. (2015), The Emerging Middle East Financial Market, IN, Bloomington.

- 7- Balibek, Emre, (2017), Establishing a Legal Framework for Sovereign Sukuk Issuance: A Public Debt Management Perspective, World Bank, MFM DISCUSSION PAPER NO. 18. June.
- 8- Britain issues £500m sovereign sukuk, <https://www.arabnews.com/node/1831956/business-economy>.
- 9- Central Bank of Egypt, (2021), External Position of the Egyptian Economy, July/September 2020/2021, Volume No. (71),
- 10-Islamic Finance Development Report 2020, PROGRESSING THROUGH ADVERSITY, ICD-REFINITIV.
- 11-Islamic Finance Foundation,(2018), Indonesia raises \$3bn in Sovereign Sukuk including \$1.25bn Green Sukuk, 24 February 2018, <https://www.sukuk.com/article/indonesia-raises-3bn-in-sovereign-sukuk-including-1-25bn-green-sukuk-6835/#/?playlistId=0&videoId=0>
- 12-_____,(2020), Sukuk Issuance Cross \$1 Trillion Mark, 18 July, <https://www.sukuk.com/article/sukuk-issuance-crosses-1-trillion-13401/#/?playlistId=0&videoId=0>.
- 13-_____,(2021), Sukuk Innovation Continued in 2020 amid Strong Growth, 24 January , <https://www.sukuk.com/article/sukuk-innovation-continued-in-2020-amid-strong-growth-13476/#/?playlistId=0&videoId=0>.
- 14-Islamic Finance News, Sovereign Sukuk: Current Situation, Opportunities and Challenges, March 28, 2019, <https://www.marmoremena.com/ar/sovereign-sukuk-current-status-opportunities-challenges/>.
- 15- ISTANBUL INTERNATIONAL CENTRE FOR PRIVATE SECTOR IN DEVELOPMENT, (2020), Pre-Feasibility Study for Green Sukuk Issuance in the Republic of Uzbekistan is published,

- <https://www.iicpsd.undp.org/content/istanbul/en/home/news-centre/2021/Uzbekistan-Study-Green-Sukuk.html>.
- 16-JIVRAJ, HASSAN, (2021), UK announces arrangers for sophomore sovereign sukuk, SalaamGateway.com 2021, 22 MAR, <https://www.salaamgateway.com/story/uk-announces-arrangers-for-sophomore-sovereign-sukuk>.
- 17- K. Lamsaddak and D. Mentagui, "Multi-agent simulation of the Moroccan Takaful insurance sector," 2020 Fourth International Conference On Intelligent Computing in Data Sciences (ICDS), 2020, pp. 1-6, doi: 10.1109/ICDS50568.2020.9268778.
- 18-Latham & Watkins, The Sukuk Handbook: A Summary, 2021.
- 19-Mohamed, Hanan,(2020), Egypt to Issue First Sovereign Islamic Sukuk, , 26 Nov, <https://www.egypttoday.com/Article/3/94660/Egypt-to-Issue-First-Sovereign-Islamic-Sukuk>.
- 20-Malikov, Ahlidin,(2017), How Do Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis of the Infrastructure Sector, Research Gate,May, 2017, DOI: 10.1007/978-3-319-45029-2_1.
- 21-Moody's Corporation, (2020), Sovereign sukuk issuance to rise more than expected in the second half of the year as market conditions recover, Research Announcement: Moody's, <https://www.moody's.com/research/Moodys-Sovereign->.
- 22-Puri-Mirza, Amna,(2020), Value of sukuk assets outstanding 2019, by region, Statist, Aug 26, , <https://www.statista.com/statistics/649254/value-of-sukuk-assets-outstanding-by-region/>.

- 23-_____, (2021), Value of sovereign bonds issuances by GCC 2010-2020, Jan 22, <https://www.statista.com/statistics/803504/gcc-value-of-sovereign-bonds-issuances/>.
- 24-Puri-Mirza, Amna (2021), Value of takaful assets worldwide 2012-2019, Jan 29.
- 25-Rating: Egypt Credit Rating, <https://countryeconomy.com/ratings/egypt>.
- 26-Safari, M., Ariff, M., & Mohamad, S. (2014). Sukuk securities: New ways of debt contracting. Singapore: John Wiley & Sons Singapore Pte.
- 27-Sukmana, R. (2019), "A critical assessment of retail sovereign sukuk in Indonesia", *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 12 No. 2, pp. 243-262. <https://doi.org/10.1108/QRFM-10-2018-0109>.
- 28-Ulusoy, Ahmet and ELA, Mehmet, (2018), Secondary Market of Sukuk: An Overview, INTERNATIONAL JOURNAL OF ISLAMIC ECONOMICS AND FINANCE STUDIES, Vol: 4, Issue: 2,, E-ISSN: 2149-8407.
- 29-World Bank. 2017. Establishing a Legal Framework for Sovereign Sukuk Issuance : A Public Debt Management Perspective. MFM Discussion Paper No.18;. World Bank, Washington, DC. © World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/27536> License: CC BY 3.0 IGO”.
- 30-Zin, Mohamad Zaid Mohd, etal, (2011), “The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market”, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, Vol.5, No.12, pp. 472-478.