

## مقومات تفعيل دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية في مصر في ضوء دراسات حالة من التجربة الماليزية<sup>1</sup>

د. أحمد سعيد أحمد الدرشابى

المدرس بقسم المالية العامة

كلية التجارة – جامعة الإسكندرية

جمهورية مصر العربية

ahmed.al-drshaby@alexu.edu.eg

### ملخص البحث

هدفت الدراسة إلى توضيح دور الصكوك السيادية في تمويل استثمارات البنية التحتية في جمهورية مصر العربية، والمقومات المطلوبة لتفعيل هذا الدور، وذلك في ضوء استعراض خمس دراسات حالة ناجحة من التجربة الماليزية. وقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث يتماشى هذا المنهج مع طبيعة هذه الدراسة في تناوله الجوانب النظرية للدراسة، بالإضافة لتحليله بيانات واحصائيات فجوة تمويل مشروعات البنية التحتية في مصر، وكذلك تحليل الجوانب الإيجابية والسلبية في القانون رقم 138 لسنة 2021 الخاص بإصدار الصكوك السيادية في مصر. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن البنية التحتية تعتبر من أهم مقومات تعزيز الحياة الاقتصادية، وأن التمويل الإسلامي يعتبر مصدراً هاماً وأسلوباً مناسباً لتمويل مشروعات البنية التحتية، وأن تجربة ماليزيا في استخدام الصكوك السيادية كأداة لتمويل مشاريع البنية التحتية أكدت نجاح هذا النوع من التمويل من خلال مساهمته الفعالة في تمويل العديد من مشروعات البنية التحتية في قطاعات متنوعة. وقد أوصت الدراسة بمجموعة من التوصيات منها: يجب على الحكومة المصرية الاستفادة من تجربة ماليزيا في تفعيل الصكوك كأحد بدائل تمويل مشاريع البنية التحتية، وهو ما يتطلب من الحكومة المصرية تهيئة البيئة التشريعية والتنظيمية المناسبة، وتقديم معاملة ضريبية متميزة لضمان نجاح استخدام الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية، وأن يتم اختيار الأصول التي سيتم على أساسها إصدار الصكوك السيادية بناءً على دراسة جدوى اقتصادية واجتماعية حقيقية، كما يجب على الحكومة أن تعمل على إنشاء سوق متطور لتداول الصكوك السيادية المحلية.

### الكلمات الدالة

البنية التحتية، الصكوك السيادية، الصكوك الإسلامية، الفجوة التمويلية، تجربة ماليزيا.

<sup>1</sup> تم تقديم البحث في 2022/9/26، وتم قبوله للنشر في 2023/1/21.

## (1) الإطار العام للدراسة

### (1-1) المقدمة

إن البنية التحتية هي المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي الشامل والتنمية وأداة لا غني عنها للحد من الفقر والتفاوت في توزيع الدخل، وخلق فرص العمل، وضمان الاستدامة البيئية. ويوفر الاستثمار في البنية التحتية تدفقات نقدية مستمرة يمكن التنبؤ بها، فوفقاً لتقديرات البنك الدولي فإن صافي المنفعة من تشييد المزيد من مشروعات البنية التحتية في الدول المنخفضة والمتوسطة الدخل تبلغ 4.2 تريليون دولار على مدى سنوات عمر البنية التحتية الجديدة، وذلك بواقع 4 دولارات عن كل دولار واحد مستثمر. فالبنية التحتية هي جوهر الحياة وركيزة سبل كسب العيش، ويمكنها تحسين عمل المدارس والمستشفيات ومؤسسات الأعمال والصناعة، فضلاً عن قدرتها على زيادة فرص الحصول على الوظائف وتحقيق الرخاء (Hallegatte, Rentschler & Rozenberg, 2019). فالطرق والجسور والسكك الحديدية والمطارات والكهرباء تربط الأسواق، وتسهل الإنتاج والتجارة، وتخلق فرصاً اقتصادية للعمل والتعليم، وتعمل مرافق المياه والصرف الصحي والمدارس والمستشفيات على تحسين حياة الناس ومهاراتهم وصحتهم، كما تُعد البنية التحتية أساسية للتنمية المستدامة، وتدعم خطط النمو الاقتصادي، ولها دور كبير في تقديم الخدمات الضرورية لتحسين سبل العيش والرفاهية للشعوب، كما أنها تدعم التنمية البشرية والاقتصادية وترتبط بجميع أهداف التنمية المستدامة السبعة عشر (SDGs) (القاضي، 2021).

تتحمل الحكومات عادة مسؤولية تقديم الخدمات العامة وتعمل على توفير البنية التحتية اللازمة لدعم النمو والتنمية الاقتصادية، وغالباً ما يكون الاستثمار في البنية التحتية جزءاً من العقد الاجتماعي بين الحكومة ومواطنيها. ويواجه إقامة وإنشاء مشروعات البنية التحتية الجديدة، وكذلك تطوير ما هو قائم من هذه المشروعات بمشكلة محدودة الموارد المالية، إضافة إلى عدم قدرة الموازنة العامة للدولة في مصر على تحمل الأعباء التمويلية الضخمة لهذه المشروعات. فالتمويل المتاح لمشروعات البنية التحتية في مصر أقل بكثير من احتياجات الاستثمار، ما يسفر عن وجود فجوة استثمار تتسع باستمرار. حيث تشير تقديرات المركز العالمي للبنية التحتية إلى وجود فجوة في الاستثمار في البنية التحتية في مصر تصل إلى 5% من الناتج المحلي الإجمالي، وهي الفجوة الأكبر على مستوى دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (Oxford Economics & Global Infrastructure Hub, 2017). الأمر الذي يستدعي ضرورة البحث والتفكير في إيجاد بدائل تمويلية لتمويل مشروعات البنية التحتية في مصر دون زيادة العبء على الموازنة العامة، أو لجوء الدولة للاقتراض. وهنا برزت الصكوك السيادية بأدواتها وصيغها التمويلية المتنوعة والمبنية على صيغ التمويل الإسلامي، كبديل له القدرة على جذب المدخرات وتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لتمويل مشروعات البنية التحتية، وذلك استناداً لنجاحه في العديد من دول العالم التي استخدمته كبديل لتمويل استثمارات هذا القطاع الحيوي، فضلاً عن أن التمويل بهذا الأسلوب يترتب عليه انتقال تحمل أعباء التمويل التي تعد مكلفة لضخامة المشروعات الممولة، من الحكومة إلى أطراف تمويلها.

**(2-1) مشكلة الدراسة**

نظرا لوجود فجوة تمويلية في قطاع البنية التحتية على المستوى العالمي، فقد توجه عدداً من دول العالم إلى الاعتماد على التمويل الإسلامي كحل وبديل أمثل لتمويل مشروعات هذا القطاع الحيوي. خاصة وأن إقامة وإنشاء مشروعات البنية التحتية يحتاج لرؤوس أموال ضخمة لتنفيذها. ووفقا للبنك الدولي فإن هناك فجوة كبيرة بين الاستثمار في مشروعات البنية التحتية وبين قدرة القطاع العام علي توفير الأموال اللازمة لتنفيذ وإنشاء تلك المشروعات، حيث أوضح البنك في دراسة صادرة عنه إلي أن احتياجات الاستثمارات العامة علي المستوى العالمي تقدر بحوالي 94 تريليون دولار أمريكي بين عامي 2016 و 2040، وتقدر تبعاً لذلك فجوة الاستثمارات العامة بحوالي 15 تريليون دولار وذلك عند الأخذ في الاعتبار حجم الاستثمارات العامة خلال نفس الفترة وفقاً للاتجاه الحالي للإنفاق الرأسمالي والتي تقدر بنحو 79 تريليون دولار (Rozenberg & Fay, 2019).

وبالنسبة لمصر، فإن الموقف المالي العام يمثل تحدياً حقيقياً أمام تلبية الاحتياجات التمويلية المستقبلية لقطاعات البنية التحتية. ففي أثناء الفترة ما بين 2020 إلى 2040 تستطيع مصر أن توفر ما يصل إلى 445 مليار دولار أمريكي، ولكنها في حاجة إلى 675 مليار دولار كي تفي باحتياجاتها، مما يسفر عن فجوة استثمارية قدرها 230 مليار دولار (مجموعة البنك الدولي، 2018). ومع الأخذ في الاعتبار التبعات الاقتصادية الناتجة عن تفشي فيروس كورونا المستجد، والأزمة الاقتصادية العالمية الناتجة عن اندلاع الحرب الروسية الأوكرانية، والتراجع المستمر لقيمة العملة المحلية أمام الدولار الأمريكي نتيجة للقرارات المتتالية من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لرفع سعر الفائدة كوسيلة لكبح جماح التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن تقديرات الفجوة التمويلية في قطاعات البنية التحتية من المتوقع أن تتضاعف.

وقد لجأت الحكومة المصرية في الفترات السابقة للاعتماد على الأموال الساخنة لتمويل جانب كبير من استثمارات البنية التحتية التي تتضمن مكون دولاري، وهذا لا يتوافق مع أبسط مبادئ التمويل وذلك باعتبار أن مشروعات البنية التحتية هي استثمارات طويلة الأجل في حين أن الأموال الساخنة تعد مصدراً للتمويل قصير الأجل. فالأموال الساخنة لا تصلح بأي حال كمصدر لتمويل عمليات التنمية، وذلك لسهولة سحبها في أي لحظة؛ وهو ما حدث بالفعل عندما قام المستثمرين في أدوات الدين المصرية في سحب ما يقدر بنحو 20 مليار دولار في الفترة التي تلت قيام الحرب الروسية الأوكرانية، وما تبعها من ارتفاع كبير في معدلات التضخم على المستوى العالمي بشكل دفع بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لرفع سعر الفائدة لخمس مرات متتالية خلال عام 2022. وعند الأخذ في الحسبان وصول نسبة الدين العام/ الناتج المحلي الإجمالي في مصر في أكتوبر من عام 2021 إلى 92%، في حين كان المستهدف في هذا العام يتطلب ألا تتعدى هذه النسبة 75%، فإن هذا يفرض مزيد من التحديات أمام لجوء الحكومة المصرية للاقتراض كوسيلة لتمويل احتياجات البنية التحتية في المستقبل (International Monetary Fund [IFM], 2021).

وعلي الرغم من اعتراف صندوق النقد الدولي بأن حجم الدين المصري الخارجي يعتبر في الحدود الأمانة حالياً، إلا أن حجم الفوائد المدفوعة على الدين بصفة خاصة وحجم خدمة الدين بصفة عامة تفرض مزيداً من القيود على الحكومة المصرية. حيث قدرت المبالغ المعتمدة من قبل مجلس النواب لسداد فوائد القروض

(الباب الثالث من استخدامات الموازنة) للسنة المالية 2023/2022 بنحو 690.14 مليار جنيه مصري، كما قدرت المبالغ المعتمدة لسداد القروض المحلية والأجنبية (الباب الثامن من استخدامات الموازنة) بنحو 965.5 مليار جنيه مصري. وإذا نظرنا إلى تقديرات إيرادات الموازنة العامة للدولة ومتحصلاتها من الإقراض ومبيعات الأصول المالية والتي تقدر بنحو 1.54 ترليون جنيه، فإن هذا يعني أن إجمالي إيرادات الدولة لا تكفي لسداد أعباء القروض المحلية والأجنبية.

ومع وجود حيز مالي محدود، نتيجة لاستمرار العجز في الموازنة العامة للدولة وارتفاع حجم الدين العام وتعدد شروط الاقتراض في الوقت الراهن نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة ووضع شروط وبرامج للتكيف الهيكلي من قبل المؤسسات الدولية تتطلب تطبيق سياسات اقتصادية واجتماعية قد يكون لها تبعات سلبية علي أغلب طبقات المجتمع المصري. فإن الاعتماد على الموارد العامة لتمويل استثمارات البنية التحتية التي تمس إليها الحاجة لن يعد استراتيجية مجدية لتلبية احتياجات البلاد، وهو ما يؤكد من جديد الحاجة إلى حدوث تحول في نموذج تمويل التنمية بحيث تلعب أدوات التمويل من خارج الموازنة العامة للدولة، ومن بينها الصكوك السيادية المبنية علي صيغ التمويل الإسلامي، دوراً محورياً في هذا المجال. حيث تعد الصكوك أداة ملكية ذات أجل محدد وليست ديناً علي الحكومة، وبالتالي فإن لجوء الحكومة إليها في الوقت الراهن لن يترتب عليه رفع نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهذا أمر في غاية الأهمية لصندوق النقد الدولي. كما أن ما يتم دفعه لحملة الصكوك هو مصروفات تشغيلية وليست فوائد؛ مما يعني أن الصكوك مصدر تمويل آمن حيث لا يترتب عليه أي أعباء إضافية على موازنة الدولة، كما أن له قبول من الناحية الشرعية، وبالتالي سيساهم في اجتذاب شريحة جديدة من المستثمرين الراغبين في توجيه مدخراتهم لاستثمارات شرعية طويلة الأجل. وبالفعل وبعد فترة طويلة من المناقشات أصدر مجلس النواب المصري القانون رقم 138 لسنة 2021 الذي ينظم كافة ما يتعلق بإصدارات الحكومة المصرية من الصكوك السيادية.

### (3-1) تساؤلات الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة، تسعى الدراسة إلى الإجابة على التساؤلات الآتية:

- لماذا تعتبر الصكوك السيادية هي البديل الأنسب لتمويل استثمارات البنية التحتية؟ وكيف يمكن توظيف الصكوك السيادية كوسيلة لتمويل استثمارات البنية التحتية في مصر؟
- ما هي الملامح المميزة لقانون الصكوك السيادية في مصر؟ وما هي أهم المشاكل المتوقعة أن تنتج عن تطبيقه؟
- ما هي مقومات وضوابط نجاح استخدام الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية في مصر؟

### (4-1) هدف الدراسة

بناء على مشكلة الدراسة تهدف الدراسة إلى تحليل الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك السيادية في سد فجوة التمويل في قطاعات البنية التحتية في جمهورية مصر العربية، ومن ثم في علاج الاختلالات الموجودة في الموازنة العامة للدولة، مع عرض لأهم جوانب القانون 138 لسنة 2021 للصكوك السيادية وتقييم لمواده

والذي يعتبر البنية التشريعية الأساسية التي تنظم إصدارات الصكوك في مصر، ثم اقتراح مجموعة من المقومات والآليات التي تمكن الدولة من تفعيل دور هذه الأداة المستحدثة على الاقتصاد المصري في تمويل قطاعات البنية التحتية، وذلك في ضوء تحليل لدراسات حالة ناجحة من واقع التجربة الماليزية.

### (5-1) أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة الأكاديمية من تناولها لموضوع حديث العهد نسبياً وهو تفعيل دور الصكوك السيادية في تمويل استثمارات البنية التحتية، وما يتطلبه ذلك من ضرورة وضع مجموعة من المقومات التي تساهم في تهيئة البيئة المناسبة لنجاح تجربة مصر في هذا المجال. كما تسهم الدراسة في سد فجوة بحثية، حيث تندر الدراسات التي تناولت مقومات تفعيل دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية، فضلاً عن عدم وجود دراسات سابقة تناولت دراسة الحالة المصرية بعد صدور قانون الصكوك السيادية رقم 138 لسنة 2021 ولائحته التنفيذية، وذلك لحدثة صدور القانون.

أما على الصعيد التطبيقي فتبرز كذلك أهمية الدراسة في ضوء تبني الحكومة المصرية لخطة استثمارية طموحة لتطوير بنيتها التحتية أملاً في رفع معدلات التنمية الاقتصادية، في إطار مستهدفات خطة مصر طويلة الأجل 2030 للنمو الشامل. وفي ضوء وجود فجوة استثمارية ضخمة في قطاعات البنية التحتية في مصر، وما يعاينه الاقتصاد المصري من ارتفاع معدلات الدين العام وتكلفة الديون السيادية، تبرز الحاجة الملحة لاستخدام الصكوك السيادية كأحد البدائل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية في هذه القطاعات.

### (6-1) منهجية الدراسة ومصادر البيانات

استناداً إلى مشكلة وهدف الدراسة تعتمد الدراسة على المنهج الاستقرائي الوصفي التحليلي لدراسة:

- الخصائص المميزة لقطاعات البنية التحتية والتوافق الطبيعي بين صيغ التمويل الإسلامي ومشروعات هذه القطاعات.
- الإطار النظري للصكوك السيادية.
- التجربة الماليزية في إصدار الصكوك السيادية ومقومات نجاحها.
- عرض أهم جوانب القانون رقم 138 لسنة 2021 للصكوك السيادية في مصر وتقييم مواده.

وذلك تمهيداً لاستخدام المنهج الاستنباطي لصياغة مجموعة من المقومات التي تساهم في إيجاد البيئة المناسبة لنجاح استخدام الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية في مصر. وسوف يتم الحصول على البيانات والمعلومات والإحصائيات من البيانات الكمية والكيفية الواردة في الوثائق والتقارير التي تقوم بإصدارها الجهات الرسمية مثل وزارة المالية، والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، والبنك الإسلامي للتنمية، والبنك الدولي، والمركز العالمي للبنية التحتية، واللجنة الدائمة للتعاون الاقتصادي والتجاري لمنظمة التعاون الإسلامي، السوق المالية الإسلامية الدولية، هيئة الأوراق المالية الماليزية، وصندوق النقد العربي، وكذلك البيانات الواردة في الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة.

## (7-1) خطة الدراسة

في حدود منهجية الدراسة، وفي ضوء هدفها تتناول الدراسة ما تبقي على النحو التالي:

- الدراسات السابقة.
- استثمارات قطاعات البنية التحتية (الخصائص، والأهمية، وفجوة التمويل على المستوى الوطني).
- الإطار النظري للصكوك السيادية.
- التجربة الماليزية في إصدار الصكوك السيادية ومقومات نجاحها.
- تحليل البنية التشريعية للصكوك السيادية في مصر (قانون 138 لسنة 2021).
- نتائج الدراسة وتوصياتها لتفعيل القانون 138 لسنة 2021.

## (2) الدراسات السابقة

أجمعت الأدبيات الاقتصادية على وجود فجوة تمويلية ضخمة في قطاعات البنية التحتية لذا فإن هناك حاجة ماسة للبحث عن موارد مالية تكفي لسد هذه الفجوة. وأحد البدائل التمويلية التي طرحها الأدبيات مؤخراً هو استخدام الصكوك السيادية. حيث ركزت بعض الدراسات على دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية وأثر ذلك على النمو الاقتصادي، ومن بين هذه الدراسات الدراسة التي قام بها Malikov (2017). حيث تمت مقارنة بيانات خاصة بمجموعة من المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية والمالية في السنوات الخمس التي سبقت والسنوات الخمس التي تلت إصدارات صكوك البنية التحتية في اثنين من الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك، وهما ماليزيا والمملكة العربية السعودية. وقد خلصت الدراسة إلى أن إصدار الصكوك السيادية واستخدامها في تمويل مشروعات البنية التحتية في كل من ماليزيا والسعودية قد ساهم في تحسن العديد من المؤشرات المالية والاقتصادية في البلدين، حيث ارتفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتراجع نصيب الفرد من الدين العام، كما تحسنت بدرجة كبيرة الاحتياطيات الدولية في كلتا الدولتين. كما أدي إصدار الصكوك السيادية واستخدامها في قطاعات البنية التحتية إلى تحسن مؤشر الرفاه الاجتماعي في ماليزيا. وقد استنتجت الدراسة إلى أن إصدار الصكوك كان له تأثير إيجابي على التنمية الاقتصادية في الدولتين.

كذلك ركزت دراسة السحبياني (2016) على تحليل دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية الأساسية المدرة للدخل. وقد خلصت الدراسة إلى أن للصكوك دور كامن في تمويل مشروعات البنية الأساسية المدرة للدخل، وأن هذا الدور يتناسب مع متطلبات إصدار الصكوك؛ لأن هذه المشروعات تنشئ أصولاً حقيقية مع حق امتياز تشغيلها لمدة معينة. ويفتح ذلك المجال لتمويلها باستخدام أنواع مختلفة من الصكوك وخاصة القائمة على المشاركة في الإيراد. كما إن لهذه المشروعات أثر اجتماعي كبير، لكونها تقدم خدمات أساسية يستفيد منها شرائح واسعة من أفراد المجتمع؛ وهو ما يتناسب مع مقاصد التمويل الإسلامي، ويفتح المجال أيضاً لتمويلها من خلال الصكوك الخضراء ذات الأثر الاجتماعي. وقد أوصت الدراسة بضرورة تحسين

البيئة القانونية بحيث تراعي طبيعة التمويل الإسلامي القائم على الأصول، وتقدم حماية أكبر لحقوق المستثمرين، وتضمن العدالة في حال نشوب منازعات مالية.

كما تطرقت بعض الدراسات إلى دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية في دولة بعينها مثل الدراسة التي قام بها Shaikh (2015) في باكستان، والتي استخدمت نموذج رياضي لتفسير أثر تحسين جودة خدمات البنية التحتية - الممولة من خلال الصكوك السيادية - على الوعاء الضريبي والحصيلة الضريبية. وقد خلصت الدراسة إلى أن حدوث تحسن في خدمات البنية التحتية سيؤدي إلى تحفيز الاستثمار في الاقتصاد القومي، وهو ما سيؤدي إلى زيادة حجم الوعاء الضريبي نتيجة لدخول شركات جديدة وخلق فرص عمل لم تكن موجودة من قبل. كما توصلت الدراسة إلى أن استخدام الصكوك السيادية في باكستان ساهم بشكل فعال في توفير قدر كافي من الأموال والتي تم استخدامها في توفير البنية التحتية العامة في المناطق الحضرية.

وفي المملكة العربية السعودية، جاءت دراسة يوسف (2020) للتعرف على مدى مساهمة التمويل الإسلامي في توفير الاحتياجات التمويلية لمشروعات البنية التحتية. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن تجربة المملكة العربية السعودية في استخدام التمويل الإسلامي كأداة لتمويل مشاريع البنية التحتية أكدت نجاح هذا النوع من التمويل من خلال مساهمته الفعالة في تمويل عدد من مشروعات البنية التحتية، وقد أوصت الدراسة بضرورة قيام حكومة المملكة العربية السعودية بتقديم المزيد من التسهيلات لقطاعات التمويل الإسلامي لضمان زيادة مشاركة هذه القطاعات في تمويل مشروعات البنية التحتية بشكل مستمر.

ومن بين هذه الدراسات دراسات قامت بتسليط الضوء على مساهمة الصكوك الإسلامية السيادية في تمويل المشاريع الحكومية، ومن ثم في معالجة العجز في الموازنة العامة، من خلال الاستعانة بمنهج دراسة الحالة. حيث أشارت دراسة بونقاب & لزهاري (2018) إلى تجارب بعض الدول في مجال تمويل المشاريع الحكومية عن طريق الصكوك الإسلامية السيادية. حيث استعرضت الدراسة تجربة السودان في إصدار صكوك المشاركة الحكومية (شهامة)، وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، وصكوك السلم قصيرة الأجل الصادرة عن بنك السودان بالتعاون مع وزارة المالية السودانية. كما استعرضت الدراسة تجربة شركات ومؤسسات حكومية وشبه حكومية في تمويل العديد من المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية في الإمارات وذلك مثل: إصدار صكوك إجارة لتمويل مشاريع توسعية كبيرة لمؤسسة الموانئ والجمارك والمنطقة الحرة بدبي. فضلاً عن عرض دراسات حالة أخرى لتمويل مشروعات البنية التحتية من خلال الصكوك السيادية في كل من تركيا وأندونيسيا. وقد توصلت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية السيادية تمثل الحل الأنسب للدولة في تمويل مشاريعها ومعالجة العجز في موازنتها العامة، كونها تتميز بالمصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، بالإضافة إلى ذلك فهي لا تفرض أعباء على موازنة الدولة عكس السندات التقليدية، لأن حصيلة الصكوك السيادية توجه لتمويل مشاريع عامة؛ فإذا حققت هذه المشاريع الأرباح فسوف توزع على حملة الصكوك، أما إذا فشلت فالخسارة يتحملها حملة الصكوك.

كما استخدمت دراسة عثمانى & مناصرية (2017) منهج دراسة الحالة لبيان أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية. حيث استعرضت الدراسة تجربة قطر في إصدار صكوك إجارة دولية لتمويل إنشاء مدينة حمد الطبية، وتجربة تركيا في إصدار صكوك مشاركة لتمويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور (جسر محمد الفاتح)، وتجربة باكستان لتمويل إنشاء عديد من مشروعات الطاقة المتجددة، وتجربة المملكة العربية السعودية في إصدار صكوك لتمويل إنشاء مطار الملك عبد العزيز بجدة وكذلك لإنشاء مشاريع للطاقة من خلال الشركة السعودية للكهرباء. وقد توصلت الدراسة إلى أن خاصية تقاسم المخاطر التي تتمتع بها الصكوك الإسلامية تؤهلها لقيادة برامج تمويل البنية التحتية بكفاءة عالية، وبتكلفة منخفضة، وبأجال مختلفة، كما أن الاعتماد على الصكوك كأسلوب تمويلي للبنية التحتية من شأنه أن يعالج أوجه القصور في التمويلات الحكومية، ويدعم التنمية الاقتصادية، ومنه تتطلب الضرورة نشر ثقافة الصكوك الإسلامية وتوفير البيئة القانونية والتنظيمية التي يمكن أن تزدهر فيها هذه المنتجات.

وهناك بعض الدراسات التي تناولت قضية الوعي وتأثيرها على استغلال أدوات التمويل الإسلامي بشكل أمثل في تمويل استثمارات البنية التحتية، حيث هدفت دراسة (World Bank, PPIAF & IsDB 2017) إلى التعرف على دور التمويل الإسلامي في تطوير مشروعات البنية التحتية والتي يتم إنشائها بنظام الشراكة بين القطاعين العام والخاص. وقد خلصت الدراسة إلى أنه على الرغم من وجود توافق طبيعي بين هياكل التمويل الإسلامي من ناحية والشراكات بين القطاعين العام والخاص من ناحية واستثمارات البنية التحتية من ناحية أخرى، إلا أن التمويل الإسلامي ومن بين أدواته الصكوك غير مستغل حتى وقتنا الراهن بالشكل الأمثل، حيث لا يعرف صانعي السياسات وممارسي الشراكة بين القطاعين العام والخاص وغيرهم من أصحاب المصلحة سوي القليل عن القضايا الهيكلية المرتبطة بهياكل التمويل الإسلامي وكيفية توظيفها لغرض تمويل مشروعات البنية التحتية. وقد أوصت الدراسة بأهمية نشر الوعي في البلدان النامية بأهمية الدور الذي يمكن أن يلعبه التمويل الإسلامي في هذا المجال، مع ضرورة وضع إطار قانوني وتنظيمي قوي بشكل يسمح لهذه البلدان بالاستفادة بشكل أكبر من التمويل الإسلامي.

### التعليق على الدراسات السابقة

يلاحظ من الدراسات السابق استعراضها أنه على الرغم من اتفاقها على أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك السيادية في تمويل استثمارات البنية التحتية، إلا أنها لم تتناول تحليل دراسة الحالة المصرية خاصة بعد إصدار القانون 138 لسنة 2021 ولائحته التنفيذية، كما أنها لم تتطرق إلى الدور المنوط من جانب الدولة لهيئة البيئة المناسبة لتفعيل دور الصكوك السيادية في سد الفجوة التمويلية في قطاعات البنية التحتية. كذلك على الرغم من تشابه الدراسات السابقة في تأكيدها على أهمية نشر ثقافة الصكوك الإسلامية، وضرورة توفير البيئة القانونية والتنظيمية لكي تزدهر هذه المنتجات ويتعاظم دورها كوسيلة لتمويل استثمارات البنية التحتية، إلا أنها لم تقدم تفصيلاً للمقومات التي ينبغي توفيرها لتفعيل هذا الدور. حيث أن نجاح الصكوك السيادية في تأدية دورها في هذا المجال يتطلب اقتراح مجموعة متكاملة من المقومات مع تحديد المهام المطلوبة



من الدولة علي وجه التحديد حتى يتسنى لهذه الأداة التمويلية الجديدة على المجتمع المصري أن تلعب دورها بنجاح في مجال تمويل مشروعات البنية التحتية وهو ما تصبو إليه الدراسة الحالية.

### (3) استثمارات قطاعات البنية التحتية (الخصائص والأهمية وفجوة التمويل)

#### (1-3) ماهية وخصائص استثمارات البنية التحتية

يمكن أن يلعب الاستثمار في مشروعات البنية التحتية دوراً محورياً في عملية التنمية الاقتصادية وخفض معدلات الفقر في الدول النامية والاقتصادات الناشئة. حيث أظهرت دراسة (McKinsey, 2016) إلى أن زيادة استثمارات البنية التحتية بنسبة 1% يمكن أن يتولد عنها خلق 3.4 مليون فرصة عمل مباشرة وغير مباشرة في الهند، ونحو 1.3 مليون فرصة عمل في البرازيل، وما يقدر بنحو 700 ألف فرصة عمل في إندونيسيا. فضلاً عن ذلك، أشارت الدراسة إلى أن استثمار مليار دولار في البنية التحتية على مستوى دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا يمكن أن يخلق 138 ألف فرصة عمل على المدى القصير، ويزيد معدلات النمو بنسبة 0.48% في المتوسط سنوياً، ويخلق 442 ألف فرصة عمل إضافية على المدى الطويل.

وفقاً لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD تعرف استثمارات البنية التحتية على أنها: رأس المال الاجتماعي والذي يتضمن البنية التحتية الاقتصادية المادية من طرق وكباري وجسور ومطارات وموانئ وسكك حديدية ومرافق الكهرباء والغاز وخطوط الأنابيب وأنظمة المياه والري والصرف الصحي والاتصالات السلكية واللاسلكية)، والبنية التحتية الاجتماعية من مدارس ومستشفيات وإسكان اجتماعي (OECD, 2014).

وتتميز مشروعات البنية التحتية بكونها تقوم على تأسيس أصول طويلة الأجل، والتي قد يمتد أجلها إلى عدة عقود من الزمن، الأمر الذي يؤدي إلى طول الفترة اللازمة لاسترداد التكلفة الرأسمالية التي تم إنفاقها على هذا النوع من المشروعات. كذلك فإن ارتفاع التكلفة الرأسمالية يجعل هذا النمط من المشروعات يتصف بخاصية تزايد غلة الحجم، حيث تتناقص تكاليف الإنتاج مع تزايد حجم الإنتاج، وهو ما يجعلها مشروعات يغلب عليها الاحتكار الطبيعي. وفي الغالب تستهدف هذه المشروعات تقديم سلع وخدمات عامة، ما يترتب عنه بعض التحديات المتعلقة بشكل خاص بسياسات التسعير التي يجب أن تراعي متطلبات المجتمع، ووصول تلك السلع والخدمات لكل السكان، دون إغفال متطلبات الاستمرارية والصيانة الدورية.

كما يصاحب إنتاج واستهلاك منتجات هذه المشروعات آثار خارجية موجبة، وهي منافع تعود على طرف ثالث بخلاف المنتج أو المستهلك، وهذه المنافع لا تؤخذ في الحسبان ضمن أسعار السوق، الأمر الذي يجعل نظام السوق يفشل في تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد الاقتصادية في هذا النمط من الخدمات. فعند الكمية التي يستطيع نظام السوق الحر توفيرها للأفراد تكون عندها المنافع الاجتماعية أكبر من المنافع الخاصة، وبالتالي سوف تكون الكمية التي يستطيع نظام السوق توفيرها أقل من الكميات التي تتماشى مع اعتبارات الكفاءة، الأمر الذي يستلزم ضرورة تدخل الدولة لتصحيح سلوك نظام السوق وذلك إما بقيامها مباشرة بتوفير هذه الخدمات بما يتناسب مع احتياجات المجتمع، أو من خلال قيام الحكومة بتحفيز القطاع الخاص

الحر علي زيادة الإنتاج بما يتفق مع متطلبات الكفاءة من خلال منح الإعانات والإعفاءات الضريبية سواء للخدمات المنتجة أو لمستلزمات الإنتاج أو للأصول الثابتة (COMCEC, 2019).

إذا تم النظر إلى قطاع البنية التحتية كسوق، فإنه يعتبر بامتياز سوق احتكار طبيعي أو في أقل الأحوال سوقاً شبه احتكارية، وهذا يرجع بدوره لوجود حواجز دخول عالية، ما يجعل عدد المستثمرين في القطاع ومقدمي خدماته محدوداً جداً. وإذا كانت معظم القطاعات الاقتصادية في أغلب دول العالم خاضعة لمبادئ السوق في إدارتها وتخصيص خدماتها، فإن أصول قطاع البنية التحتية تخضع لقوانين صارمة وتنظيمات قوية، ويتم تحديد كمياتها وأسعارها من خلال التشريعات والسياسات الحكومية (قندوز، 2022).

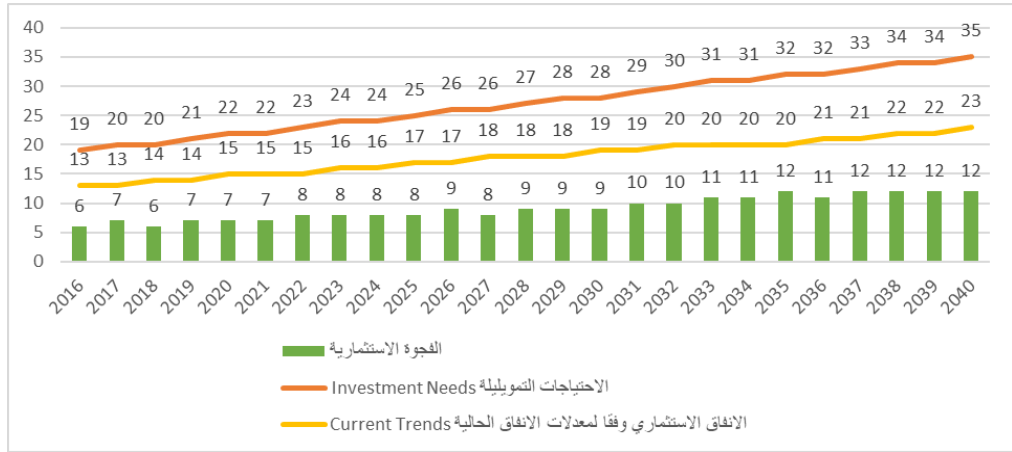
من ناحية أخرى، يعتبر الطلب على البنية التحتية غير مرن بشكل كبير، حيث أن التغيرات المرتبطة بأسعار أو جودة أو انتشار خدمات البنية التحتية يترتب عليها تغييراً طفيفاً في الطلب. وقد وجد ميني (2018) أن مشروعات البنية التحتية تمتاز بكونها محصنة بشكل طبيعي ضد أخطار التضخم وذلك نتيجة لقدرتها على تحقيق عوائد تتجاوز معدلات التضخم، فخلال الفترة (2002 – 2017)، حققت مشروعات البنية التحتية عوائد إجمالية بنحو 12.2% سنوياً، وهو ما يفوق الرقم القياسي لأسعار المستهلكين بنحو 10.1% (Meany, 2018). وأخيراً، فإنه إذا كان من الممكن سد فجوة العرض والطلب فيما يخص أية احتياجات أخرى (غذائية مثلاً) من خلال الاستيراد، فإن هذا الأمر غير متاح بالنسبة لخدمات البنية التحتية، حيث لا يمكن تعويض النقص فيها من خلال الواردات، بل يجب بناؤها في الاقتصاد المحلي، حتى لو كان ذلك يتم باستخدام يد عاملة أو موارد خارجية (COMCEC, 2019).

### (2-3) فجوة الاحتياجات التمويلية لاستثمارات البنية التحتية على المستوى الوطني

بذلت الحكومة المصرية جهوداً مضيئة في سبيل إعادة تأهيل وتطوير البنية التحتية على المستوى الوطني خلال السنوات الماضية، وذلك في ضوء تسارع النمو السكاني، وتسارع وتيرة التحضر، وزيادة الحاجة لتلبية متطلبات النمو الشامل والمستدام. حيث تشير إحصاءات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء إلى زيادة تعداد السكان في مصر من 88.4 مليون نسمة في عام 2013 إلى 104.4 مليون نسمة في ديسمبر من عام 2022، بنسبة نمو تقدر بنحو 1.67% كمعدل نمو سنوي في المتوسط خلال العشر سنوات الأخيرة. كما تشير الإحصاءات المستخرجة من الحساب الختامي للموازنة العامة للدولة في مصر إلى زيادة المخصصات المالية المنفقة فعلياً على استثمارات البنية التحتية من 52.88 مليار جنيه في السنة المالية 2014/2013 إلى 191.64 مليار جنيه في السنة المالية 2020/2019 بمتوسط معدل نمو سنوي يقدر بنحو 20.19% خلال هذه الفترة. ومع الأخذ في الحسبان أن المخصصات المعتمدة لاستثمارات البنية التحتية من جانب مجلس النواب المصري قد تزايدت لتصل إلى 376.428 مليار جنيه وذلك وفقاً لقانون ربط الموازنة العامة للدولة للسنة المالية 2023/2022، فإن هذا يعني أن الاستثمارات المخصصة لقطاعات البنية التحتية قد نمت بنسبة 21.68% تقريباً كمعدل نمو سنوي في المتوسط خلال العشر سنوات الأخيرة.

وعلى الرغم من النمو المطرد في المخصصات المالية الموجهة إلى استثمارات قطاعات البنية التحتية المختلفة، إلا أن تقديرات مؤتمر مجموعة الدول العشرين G20 المنعقد تحت عنوان "نظرة استشرافية عالمية على البنية التحتية"، تشير إلى أن مصر ستواجه فجوة كبيرة في تمويل البنية التحتية على مدار العشرين سنة القادمة بناء على اتجاهات الإنفاق الحالية<sup>1</sup>. ففي خلال الفترة من عام 2016 حتى عام 2040، وفي ظل استهداف الحكومة المصرية معدل نمو سنوي لا يقل عن 4% من الناتج المحلي الإجمالي، تستطيع الحكومة المصرية أن توفر ما يصل إلى 445 مليار دولار أمريكي، ولكنها في حاجة إلى إنفاق 675 مليار دولار على بنيتها التحتية ذات الطبيعة الاقتصادية، مما يسفر عن فجوة استثمارية قدرها 230 مليار دولار، الأمر الذي يمثل تحدياً حقيقياً أمام الحكومة المصرية. يشكل قطاع النقل وحده 177 مليار دولار من إجمالي تلك الفجوة (مجموعة البنك الدولي، 2018).

والشكل البياني التالي يوضح حجم الاحتياجات التمويلية المطلوب استثمارها في مصر في قطاعات البنية التحتية ذات الطبيعة الاقتصادية لكي يرتقي أداء هذه القطاعات إلى أفضل أداء موجود في دول العالم الأخرى، وحجم استثمارات البنية التحتية وفقاً لمعدلات الإنفاق الحالية، وحجم الفجوة الاستثمارية وذلك خلال الفترة من 2016 حتى 2040.

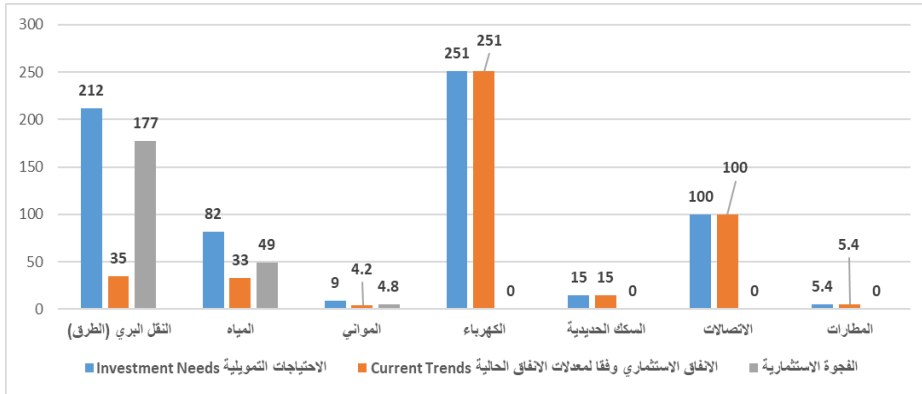


شكل 1: استثمارات البنية التحتية في مصر خلال الفترة 2016 إلى 2040 (الأرقام بالملليار دولار)

المصدر: من إعداد الباحث من واقع بيانات Global Infrastructure Outlook

كما يوضح الشكل رقم (2) إجمالي الاحتياجات التمويلية لقطاعات البنية التحتية ذات الطبيعة الاقتصادية في مصر، والمتمثلة في سبع قطاعات - تشمل الطرق والمياه والموانئ والكهرباء والسكك الحديدية والاتصالات والمطارات - وذلك خلال الفترة من 2016 حتى 2040.

<sup>1</sup> بلغ إجمالي الإنفاق الرأسمالي الفعلي للحكومة على قطاعات البنية التحتية الاقتصادية خلال الفترة من 2007 إلى 2015 نحو 72.6 مليار دولار أمريكي، بمتوسط إنفاق سنوي يعادل 8.1 مليار دولار. لمزيد من التفاصيل راجع: <https://outlook.gihub.org/countries/Egypt>



شكل 2: إجمالي الاحتياجات التمويلية لقطاعات البنية التحتية الاقتصادية في مصر خلال الفترة (2016-2040) (بالمليار دولار)

المصدر: من إعداد الباحث استناداً لبيانات مصر في Global Infrastructure Outlook

فإذا ما أخذنا في الاعتبار أن التقديرات السابقة للفجوة التمويلية تتعلق بقطاعات البنية التحتية ذات الطبيعة الاقتصادية، فإن إضافة احتياجات التمويل في قطاعات البنية التحتية ذات الطبيعة الاجتماعية مثل التعليم والصحة والإسكان الاجتماعي، يترتب عليه مزيد من العبء على الحكومة المصرية.

وفي ظل معاناة الاقتصاد المصري من ارتفاع معدلات الدين العام وتكلفة الديون السيادية والتراجع المستمر في أرصدة الاحتياطيات الدولية لدي البنك المركزي المصري نتيجة لتراجع عائدات قطاع السياحة وتحويلات المصريين بالخارج وحصيلة الصادرات خلال فترة الإغلاق التي صاحبت تشديد الحكومات على تطبيق الإجراءات الاحترازية لمواجهة انتشار فيروس كورونا المستجد واستمرار هذا التراجع بفعل الحرب الروسية الأوكرانية، تبرز الحاجة الملحة إلى البحث عن مصادر تمويل جديدة. وأحد الصيغ التمويلية التي يمكن أن تلعب دوراً محورياً في هذا الإطار هو استخدام الصكوك السيادية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، خاصة مع وجود درجة كبيرة من التوافق بين صيغ التمويل الإسلامي واستثمارات البنية التحتية، وهو ما سنتناوله في الجزء التالي من البحث.

#### (4) الإطار النظري للصكوك السيادية

##### (1-4) مفهوم وخصائص الصكوك السيادية

وفقاً للمعيار الشرعي رقم (17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فإن الصكوك هي عبارة عن "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وإغلاق باب الاكتتاب وبدء استخدامها في تمويل ما أصدرت من أجله" (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2014).

أما بالنسبة لمصطلح الصكوك السيادية، نجد أن القانون رقم 138 لسنة 2021 بإصدار قانون الصكوك السيادية في مصر قد عرفها في مادته الأولى بأنها "أوراق مالية حكومية اسمية متساوية القيمة وقابلة للتداول

تصدر لمدة محددة، لا تتجاوز ثلاثين عاماً، وتمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار". ونظراً لأن هذا التعريف قد اعتبر أن كافة أنواع الصكوك يمكن تداولها وهو الأمر الذي يخالف أحكام الشريعة الإسلامية. فهناك صكوك غير قابلة للتداول من الناحية الشرعية لأنها قائمة على الديون، وتشمل: صكوك السلم، وصكوك الاستصناع بعد نقل منفعة السلع المصنعة للجهة المُصدرة، وصكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة لمشتريها (الشاعر & الزيدانيين، 2016). لذا يمكن إجمالاً القول بأن، الصكوك السيادية تمثل "أوراق مالية حكومية متساوية من حيث قيمتها الاسمية، وتمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول القائمة بمشروع معين أو نشاط استثماري محدد مخصص لتقديم خدمات ومنافع عامة، بحيث لا يكون لحاملها فائدة أو نفع مقطوع وإنما تكون نسبة من أرباح هذا النشاط أو المشروع بقدر ما يملك من صكوك، ويكون إصدارها لأجل محدد متفاوتة حسب طبيعة العقود التي تصدر على أساسها، وتصدر وفق صيغ التمويل الإسلامي وبما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية من حيث المشاركة في المخاطر والربح والخسارة وغيرها من الضوابط الشرعية المرتبطة بنوعية الأصول والغرض من استخدامها، ويتوقف تداولها من عدمه على نوع العقد الذي تم على أساسه التصكيك". وبناء على ما سبق تتمثل أهم الخصائص المميزة للصكوك السيادية مقارنة بالسندات والأسهم فيما يلي:

1. الصكوك السيادية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع أو أنشطة من قبل الحكومة بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهو ما يعود بتحقيق النفع العام على المجتمع.
2. الصكوك السيادية تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، أو أعيان، أو خدمات، أو منافع، ولا تمثل ديناً بقائده لحاملها في ذمة مُصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات التي تمثل قرضاً أو ديناً في ذمة المصدر (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2014).
3. الصكوك السيادية تصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها، وأن تداولها يخضع لشروط تداول ما تمثله (المخمرى، 2020).
4. الصكوك السيادية تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة. فحامل الصك السيادي لا يضمن حصوله على الأرباح، فهو لا يحصل على نسبة محددة من قيمتها الاسمية، حيث أن استحقاقه للربح يكون على قدر تحمله للمخاطر وفقاً للقاعدة الشرعية الغنم بالغرم. حيث أن مالكيها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك. فلا يجوز أن تتضمن صيغته التعاقد نصاً بضمان حصة مالك الصك في الأصول، أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك (الشعار، 2021).
5. الصكوك ليست دائمة بدوام الشركة المصدرة، بل إن لها أجلاً، ويجري تصفيتُها بنهاية هذا الأجل.
6. الصك لا يمنح لحامله حق حضور الجمعية العمومية للشركة والتصويت والاشتراك في الإدارة والرقابة وغيرها من الحقوق التي يحصل عليها حملة الأسهم (الجورية، 2009).

7. تتحدد القيمة المدفوعة لحامل الصك السيادي في تاريخ الاستحقاق وفقاً للقيمة السوقية للأصل (وذلك في حالة عدم فناءه)، وليس وفقاً للقيمة الأصلية أو الاسمية للاستثمار (مرعي، 2020).

#### (2-4) أنواع الصكوك السيادية من حيث طبيعة العقد

1- الصكوك الصادرة على أساس عقد الإجارة: عرفت المادة (5) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية في مصر هذه الصكوك بأنها "صكوك تصدر على أساس عقد يتضمن نقل حق الانتفاع بالأصول. يبرم بين الجهة المُصدرة وشركة التصكيك السيادي، وذلك بقصد تأجيرها إلى الجهة المُصدرة بموجب عقد إجارة، ويمثل الصك حصة شائعة في حق الانتفاع، وعائد هذه الصكوك يستحق من قيمة الإيجار المُسددة من الجهة المُصدرة بموجب عقد الإجارة". (الجريدة الرسمية، 2022، 9).

2- الصكوك الصادرة على أساس عقد السلم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها من قبل الحكومة؛ لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها حالاً لاستلامها مستقبلاً وفقاً لوقت ومواصفات متفق عليها. فصكوك السلم الحكومية عبارة عن عملية استثمارية اطرافها الحكومة (بائع السلعة أو الأصل) والمشتري بصيغة السلم والذي يقوم بدوره شركة التصكيك السيادي وذلك بصفتها مديراً لمحفظة صكوك السلم، ومشتري أو حاملي الصكوك حيث تقوم المحفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشتريين ودفع ثمن السلعة الآن للحكومة واستلام السلعة، حيث يتم توقيع عقد السلم بين الحكومة والشركة (مدير المحفظة)، وتباع صكوك السلم للمستثمرين بصيغة عقد المضاربة بين أرباب المال (أو مشتري الصكوك) وبين الشركة (مدير المحفظة) (أبو عوض، 2013).

3- الصكوك الصادرة على أساس عقد الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة تصدرها الحكومة لهدف تعبئة الموارد المالية المطلوبة لاستصناع أصل أو عنصر أو سلعة معينة، وهذا الأصل الذي سيتم استصناعه سيكون مملوكاً لحملة الصكوك. حيث يحصل الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما على قيمة الصكوك ثم يباشر تصنيع المنتج بحسب المواصفات، ويقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها (داغى، 2003؛ نصار، 2015).

4- الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع المرابحة: عرفت المادة (5) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية في مصر هذه الصكوك بأنها "صكوك متساوية القيمة تصدر على أساس عقد المرابحة، وتستخدم حصيلة إصدارها من قبل شركة التصكيك السيادي لتمويل شراء حقوق الانتفاع بأصول مرابحة، من مورد أو مالك، وذلك بغرض بيع شركة التصكيك السيادي هذا الحق للجهة المُصدرة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقوق الانتفاع بأصول المرابحة بعد شرائها من المورد أو المالك، ثم في ثمنها الواجب السداد من قبل الجهة المُصدرة إلى شركة التصكيك السيادي ويكون عائد هذه الصكوك هو مقدار الفرق بين ثمن شراء حق الانتفاع المُسدّد من قبل شركة التصكيك السيادي للمورد أو المالك،

وبين ثمن يبيعه الذي تلتزم الجهة المصدرة بسداده إلى شركة التصكيك السيادي". (الجريدة الرسمية، 2022، 9).

5- الصكوك الصادرة على أساس عقد المضاربة: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها. ومصدر الصك في حالة صكوك المضاربة السيادية (الحكومة) يلعب دور المضارب، والمكتتبون في الصكوك هم أرباب مال يقصدون استثمار أموالهم والحصول على حصة من الربح، وحصيلة الصكوك هي رأس مال المضاربة (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2014).

6- الصكوك الصادرة على أساس عقود المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها من قبل الدولة في إنشاء مشروع جديد، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات وأصول النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار أصول المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2014).

7- الصكوك الصادرة على أساس عقد الوكالة بالاستثمار: عرفت المادة (5) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية في مصر هذه الصكوك بأنها "وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس عقد وكالة في الاستثمار في حقوق الانتفاع بالأصول، بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. حيث تكون شركة التصكيك السيادي وكيلاً بالاستثمار، ومالكو الصكوك هم المولكون، وحصيلة الصكوك هي المبلغ الموكل في استثماره، ويمثل الصك حصة شائعة في حقوق الانتفاع بالأصول، وتقوم شركة التصكيك السيادي الوكيلة بالاستثمار بتأجيرها، وعائد الصك عبارة عن الفرق بين القيمة الإيجارية المتوقعة والقيمة الأصلية التي صدر بها الصك". (الجريدة الرسمية، 2022، 10).

8- الصكوك الصادرة على أساس عقد المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدرها الدولة باعتبارها مالكة لمساحة من الأرض الصالحة للزراعة وترغب في الحصول على تمويل لزراعتها، على أن يتم اقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق، ويعد المكتتبون في هذه الصكوك هم الزارعين لهذه الأرض بأموالهم، كالشركات المتخصصة في زراعة الأراضي، بقصد الحصول على حصة من الناتج أو المحصول (الجوربة، 2009).

9- الصكوك الصادرة على أساس عقد المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة تصدرها الدولة كمالك لمزارع ومساحات واسعة من أشجار الفاكهة لاستخدام حصيلتها في الصرف على الأشجار ورعايتها ولتمويل ما تحتاجه هذه الأشجار من ري وتسميد وتقليم ومعالجة الآفات الزراعية، ثم جني المحصول وبيعه أو تخزينه وتسويقه، ويقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور الساق الذي يتولى رعاية بساتين الأشجار بأمواله، ويستحق حاملوها الحصة المتفق عليها من المحصول.

10- الصكوك الصادرة على أساس عقد المغارسة: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2014).

#### (3-4) مراحل إصدار الصكوك السيادية

تتم عملية التصكيك وفق مراحل معينة، تتشكل كل مرحلة من مجموعة خطوات متداخلة، هذه الخطوات قد لا تتم بتسلسل موحد، فقد تتقدم خطوة على أخرى من مجمل خطوات مراحل عملية التصكيك دون أن ينشأ عن ذلك خلل، وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها. ويمكن تلخيص تلك المراحل فيما يلي:

المرحلة الأولى: مرحلة الهيكلية: ويمكن تقسيم هذه المرحلة إلى خطوتين وذلك كما يلي:

1- يقوم المصدر الأصلي (منشئ الصكوك) باختيار الطريقة المناسبة للإصدار، وهنا نميز بين نوعين من الصكوك يتم الاختيار بينهما حسب الحاجة:

أ- الصكوك المدعومة بأصول موصوفة في الذمة: حيث يتم طرح الصكوك وذلك لتلبية حاجة لتمويل مشروع استثماري في المستقبل، ويتم فيما طرح الصكوك وتسويقها لحملة الصكوك واستخدام الحصيلة في إقامة المشروع والاستفادة منه لفترة زمنية معينة، وصولاً لمرحلة استهلاك الصكوك.

ب- الصكوك المرتبطة (القائمة) بأصول: حيث يتم طرح الصكوك وذلك لتلبية حاجة لتوفير سيولة من خلال استغلال أصول مشروع قائم فعلياً، حيث يتم تصكيك موجودات قائمة بالفعل وطرحها وبيعها للمستثمرين، واستغلال المصكك للحصيلة في أغراضه الخاصة، على أن يستفيد المستثمرين بالأصل المصكك بإيجاره مثلاً لفترة زمنية معينة، وصولاً لمرحلة إطفاء الصكوك.

واعتماداً على نوع الصكوك تبرز لنا أهمية التصنيف الائتماني الذي يتم من خلال شركة أو وكالة تصنيف ائتماني، حيث تقوم الأخيرة بتحديد قدرة المنشئ (المصدر الأصلي) على الوفاء بالتزاماته نحو حملة الصكوك ومدى ارتباط الشركة ذات الغرض الخاص SPV أو انفصالها عن المنشئ، كما تقوم أيضاً بمراجعة هيكل تعزيز الائتمان لإصدار الصكوك والذي يركز على الحصول على الضمانات الداخلية والخارجية (مرعي، 2020).

2- يتم تصكيك الأصول ونقلها إلى شركة التصكيك السيادي، والتي تقوم بدورها بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك بقيم متساوية، ثم طرحها للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الأصول الممثلة للصكوك، واستغلال الحصيلة وفقاً لما هو منصوص عليه في نشرة الإصدار (المخمرى، 2020).

المرحلة الثانية: إدارة محفظة الصكوك: بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة التصكيك السيادي بإدارة محفظة الصكوك نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار، وقد تباع الشركة حق استغلال الأصول أو توجرها مرة أخرى إلى المصدر الأصلي في مقابل دفع مستقبلي أو مدفوعات إيجار دورية. حيث تقوم الشركة بتجميع صافي العوائد والدخول الدورية الناتجة عن الأصول المصككة بعد



استبعاد الرسوم الإدارية وخدمات التأمين، وتوزيعها على حملة الصكوك وفقاً لحصة كل منهم في رأس المال (المخمرى، 2020).

المرحلة الثالثة: مرحلة ما بعد الإصدار: وذلك بتوفير سوق ثانوية للإصدارات المطروحة، إذا ما كانت الصكوك المصدرة من الأنواع القابلة للتداول مما يضفي صفة السيولة على هذه الإصدارات، فيوفر لها جاذبية أكبر بالنسبة للمستثمرين (مرعي، 2020).

المرحلة الرابعة: إطفاء الصكوك: وذلك بدفع قيمة الصكوك المتفق عليها في التواريخ المحددة في نشرة الإصدار. فعند حلول أجل الاستحقاق أو تصفية المشروع أيهما أقرب، تقوم شركة التصكيك السيادي ببيع الأصول بقيمتها السوقية إلى الحكومة، ثم تقوم بالدفع إلى حاملي الصكوك وفقاً لحصة كل منهم في رأس المال، وبذلك يكون قد تم إطفاء الصكوك، ثم يتم حل شركة التصكيك السيادي لانتهاء الغرض الذي أنشئت من أجله<sup>1</sup>.

#### (4-4) أهمية الصكوك السيادية في تمويل استثمارات البنية التحتية

استمر تمويل مشروعات البنية التحتية من خلال الصكوك السيادية في النمو السريع خلال الربع قرن الأخير، وهذا يرجع بصورة رئيسية إلى زيادة الطلب على الصكوك السيادية من قبل الدول الأعضاء في منظمة التعاون الإسلامي من ناحية، والاستقرار النسبي لأسواق التمويل الإسلامي وسجلها الجيد في مواجهة الأزمات الاقتصادية من ناحية أخرى. وفي الجزء التالي من البحث سوف نتناول الأسباب التي دعت الحكومات إلى زيادة اعتمادها على الصكوك السيادية في تمويل استثمارات البنية التحتية، والمزايا التي يوفرها استخدام الصكوك السيادية للحكومات المصدرة لها.

#### (4-4-1) أسباب تزايد الاعتماد على الصكوك في تمويل استثمارات البنية التحتية

تزايد الاعتماد في الآونة الأخيرة على الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل استثمارات البنية التحتية، وذلك يرجع إلى مجموعة من الأسباب يمكن إيجاز أهمها فيما يلي:

- زيادة الاحتياج لرؤوس الأموال الضخمة اللازمة لتمويل المشروعات التنموية الكبرى، خاصة في قطاعات النقل، والمياه والصرف الصحي، والطاقة والكهرباء، والسكك الحديدية، والموانئ، وغيرها.
- حققت تجربة إصدار الصكوك قبلاً كبيراً من قبل المستثمرين المسلمين وغير المسلمين بسبب عوائدها المالية المرتفعة نسبياً مقارنة بالأدوات المالية الأخرى.
- وجود القوانين التي تؤطر لصناعة التصكيك وبالأخص في الدول التي تتواجد بها بورصات تتعامل بأدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ وذلك مثل ماليزيا.

<sup>1</sup> وقد أوضح البنك الدولي الجدول الزمني لمراحل التصكيك السيادي بشكل تفصيلي والمستندات المطلوبة لهذه العملية، ويمكن الاطلاع على ذلك من خلال المرجع التالي:

- وجود الضوابط الشرعية والمحاسبية، والممارسات ذات الطبيعة المنمطة التي تنظم إصدار وتداول هذه الصكوك والتعامل فيها (COMCEC, 2019).
- الدعم الحكومي سواء بالتشجيع من خلال تشريع القوانين المنظمة لها، أو من خلال إصدارها بواسطة البنوك المركزية والمساهمة في تغطيتها، علاوة على تقديم إعفاءات ومعاملة ضريبية مميزة لعوائدها.
- تعاني المصارف الإسلامية من قدرة منخفضة في استثمار فوائض السيولة المتوفرة لديها، والتي تخطت حاجز 2 تريليون دولار، الأمر الذي شجعها على توجيه هذه الفوائض نحو استثمارات البنية التحتية (العشماوي، 2020).
- التوافق الطبيعي بين صيغ التمويل الإسلامي وأدواته ومنها الصكوك واستثمارات البنية التحتية. ويرجع هذا التوافق لعدة أسباب أهمها (COMCEC (2019) ; World Bank Group et al., (2017):
  - أن العوائد في التمويل الإسلامي يجب أن ترتبط بأرباح ومكاسب المشروع وأن تكون مستمدة من المخاطر التجارية التي يتحملها مقدم التمويل، وهذا يتوافق مع طبيعة مشروعات البنية التحتية؛ كون هذه المشروعات تسمح بتشارك المخاطر بين الأطراف المشاركة في المشروع بما في ذلك مقدمي التمويل.
  - تحت مبادئ التمويل الإسلامي على أن يصبح مقدم التمويل شريكاً في المشروع لتقاسم الأرباح والمخاطر بدلاً من أن يكون دائن صافي، وهذا يتفق مع طبيعة مشروعات البنية التحتية والتي تسمح لمقدم التمويل بأن يصبح شريكاً في المشروع وليس دائناً له.
  - يجب أن تكون التعاملات في التمويل الإسلامي خالية من المضاربة والمقامرة أو ما يعرف بالميسر، ومن المتعارف عليه خلو مشروعات البنية التحتية من مثل هذه الممارسات.
  - يحظر وجود الغرر أو عدم اليقين في العقد؛ فالمعاملات التي يكون فيها السعر، أو وقت التسليم، أو الغرض، أو السلعة محل العقد غير محددة مقدماً عند إبرام العقد هي معاملات لا تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا ما يتوافق مع عقود مشروعات البنية التحتية التي تكون محددة بشكل جيد وواضح يخلو من عدم اليقين.
  - الاستثمارات المتعلقة بالخمور، أو المخدرات، أو القمار، أو أي أنشطة أخرى تحرمها الشريعة الإسلامية هي استثمارات لا تتوافق مع مبادئ التمويل الإسلامي، وهذا يتوافق مع طبيعة مشروعات البنية التحتية التي تخلو من الاستثمار في مثل هذه الأنشطة.

#### (2-4-4) المزايا التي يوفرها التمويل بالصكوك السيادية للحكومات المُصدرة

توفر عملية التصكيك السيادي عدة مزايا للحكومات المُصدرة لها، وتتمثل أهم هذه المزايا فيما يلي:

- يساعد التصكيك السيادي على تحسين التصنيف الائتماني للحكومات المُصدرة، مما يؤدي إلى تحسين قدرتها في الحصول على تمويلات جديدة (سليمان، 2021).
- تساعد عمليات التصكيك على الموازنة بين مصادر التمويل واستخداماتها، على نحو يساهم في تقليل مخاطر عدم التناسب بين أجل الموارد وأجل استخدامها. إذ أن الأصل في استثمارات البنية التحتية أنها

- استثمارات تنموية طويلة الأجل، مما يفترض أن تكون الموارد المالية طويلة الأجل هي النسبة الغالبة من الموارد المتاحة لتمويل هذا النمط من الاستثمارات، تطبيقاً لقاعدة توافق الأجل (العشماوي، 2020).
- إن تمويل مشاريع البنية التحتية عن طريق الصكوك السيادية يسمح بنقل المخاطر التجارية والتشغيلية إلى عاتق القطاع الخاص (حملة الصكوك)، ومن ثم فإن هذه المشاركة تسمح للدولة ببدء حركة التنمية ومواصلتها ببناء مرافق اقتصادية جديدة تحتاج إليها دون تحميل الموازنة العامة أعباء مالية مباشرة، ودون لجوء الدولة إلى الاقتراض من مؤسسات التمويل المحلية والدولية، وهو ما يسمح بتوجيه موارد الدولة بشكل أكبر إلى القطاعات الاجتماعية التي ليس لها مردود اقتصادي وأرباح مباشرة (العشماوي، 2020).
- إن تمويل مشروعات البنية التحتية من خلال الصكوك السيادية يسمح بتوسيع قاعدة المشاركة الشعبية، الأمر الذي يدعو المواطنين إلى المحافظة على هذه المرافق باعتبارها ملكاً لهم وإن كانت ملكيتها ستعود للدولة في نهاية أجل الصك، وباعتبارها أيضاً مصدراً يدر عليهم عوائد مالية وأرباح من المتوقع أن تكون أكبر مقارنة بغيرها من الاستثمارات والأصول المالية الأخرى ذات الأجل المتقاربة (صالح، 2008).
- يساهم تمويل مشاريع البنية التحتية من خلال الصكوك السيادية في توفير العملة الأجنبية لحكومة الدولة المضيفة، خاصة إذا ما كانت القوانين المحلية تسمح للأجانب بالاكتماب في هذه الصكوك (قريش & بدروني، 2012).
- تساهم الصكوك السيادية في دمج الاقتصاد غير الرسمي ضمن الاقتصاد الرسمي، حيث يمكن للصكوك أن تمتص مدخرات المستثمرين الذين لا يرغبون في الاستثمار في السندات القائمة على الفائدة لأنها لا تلبي احتياجاتهم، وهذا يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع الشمول المالي وبالتالي تحفيز الاستثمار والنمو الاقتصادي، وفي حالة عدم وجود شهادات الصكوك لن يتم استخدام المدخرات بكفاءة وبالتالي لا يتم توجيهها إلى القطاع المالي الرسمي مما قد يعيق الاستثمار والنمو الاقتصادي (سليمان، 2021).
- تساعد الصكوك على تخصيص الامثل للموارد وذلك لأن الصكوك تقوم على أساس دراسات الجدوى من الناحية الاقتصادية، وعلى أساس الحلال من الناحية الشرعية، وهذا يعني أن المشروعات عند دراستها تخضع للأولويات الإسلامية من ضروريات وتحسينات (قندوز، 2022).
- تساعد الصكوك في الحد من البطالة والتضخم وذلك لأن هدف التمويل الإسلامي هو تمويل أصول إنتاجية حقيقية ومن ثم يزداد الطلب على التوظيف ويتم الحد من البطالة وكذلك يزداد الإنتاج ويتقارب الطلب مع العرض ومن ثم يحدث استقرار في المستوى العام للأسعار ومن ثم الاستقرار الاقتصادي (Kantarci & Eren, 2018).
- تلعب الصكوك السيادية دوراً كبيراً في تدعيم سوق الأوراق المالية وذلك من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات المالية الإسلامية من جهة واجتذاب المزيد من المتعاملين ورؤوس الأموال إلى تلك السوق بشكل ينتج عنه التخلص من مشكلة ضيق السوق وضعفها من جهة أخرى (خير الدين & رفيق، 2012).

#### (4-5) توظيف الصيغ المختلفة للصكوك السيادية في تمويل استثمارات البنية التحتية

بغض النظر عن الصيغة المستخدمة في التصكيك السيادي، فإن الكيان الذي يسعى للحصول على التمويل والممثل في الحكومة المصرية أو أحد هيئاتها (والذي يطلق عليه المنشئ)؛ سوف يقوم بتأسيس وسيط مالي مملوكاً له بالكامل وذلك في شكل شركة مساهمة مصرية تسمى "شركة التصكيك السيادي أو الشركة ذات الغرض الخاص SPV"، وذلك بموجب المادة (15) من قانون الصكوك السيادية المصري. وتتولى الحكومة نقل ملكية الأصول الأساسية إلى هذه الشركة؛ والتي تتولى بعد ذلك إصدار الصكوك واستخدام الأموال التي يتم جمعها لتدفع قيمتها للمنشئ لتلك الأصول (الحكومة). ومن الناحية النظرية، فإن أصول الصكوك منفصلة بالتالي عن بقية أصول المنشئ. ومع ذلك، من الناحية العملية، يستمر المنشئ في استخدام الأصول مثلاً بموجب عقد إجارة، أو إدارة الأصول مثلاً بموجب عقد مشاركة أو مضاربة. وفي هذا الجزء من البحث سوف نحاول توضيح الكيفية التي يمكن من خلالها توظيف الصيغ المختلفة لعقود الصكوك في تدبير الاحتياجات التمويلية الضخمة لمشروعات البنية التحتية، حيث تستطيع الحكومة المصرية تطويع الصيغ المختلفة لعقود الصكوك لخدمة هذا الغرض وذلك كما يلي:

– تمويل استثمارات البنية التحتية من خلال صكوك الإجارة: إن طبيعة صكوك الإجارة بصفقتها تنطوي على اتفاقية بيع وإعادة إيجار تجعلها أداة مناسبة للتمويل وذلك إذا ما كان لدى الجهة المصدرة أصولاً غير مرهونة يمكن تأجيرها مثل؛ العقارات، أو تجهيزات الإنتاج، أو السفن، أو الطائرات، أو غيرها (قندوز، 2022). ونظراً لامتلاك الحكومة المصرية عدداً كبيراً من الأصول التي تتوافر فيها هذه السمة؛ فإن استخدام هذه الصيغة يعزز من فرص استخدامها كأداة لتمويل استثمارات البنية التحتية في مصر. ويمكن للحكومة المصرية الاستفادة من فكرة صكوك الإجارة السيادية في تمويل استثمارات البنية التحتية باعتبار أن التمويل بالإجارة - وهو تمويل من خارج الموازنة - يستند إلى بيع المنفعة. حيث تصدر الحكومة الصكوك للبيع للجمهور، وهي تمثل مستندات ملكية في طرق، أو مطارات، أو سدود، أو آلات، أو طائرات، أو سفن، أو قطارات سكك حديدية، أو أية أصول معمرة أخرى، مما هو قابل لأن تباع منفعته. وتتضمن الصكوك أيضاً، عقد تأجير هذه الأصول المعمرة إلى الحكومة المصرية بأجرة محددة، تبين طريقة دفعها في نشرة الإصدار، حيث تكون الحكومة هنا هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة ملاك لهذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة بإتاحة تلك المشاريع للمواطنين للانتفاع بها.

ويمكن للحكومة المصرية إصدار صكوك إجارة مقابل أصول ثابتة موجودة بالفعل (أصول قائمة)، يتم تملكها لحاملي الصكوك، ثم استئجارها منهم. ويمكن للحكومة أن تتصرف في حصيلة بيع الصكوك في بناء طرق جديدة مثلاً أو تمويل إنشاء محطة جديدة لتوليد الكهرباء، أو في الصرف على أي بند من بنود الموازنة العامة للدولة، فهي لها مطلق الحرية في التصرف بهذه الحصيلة في أية مشروعات يقررها الاختيار العام.

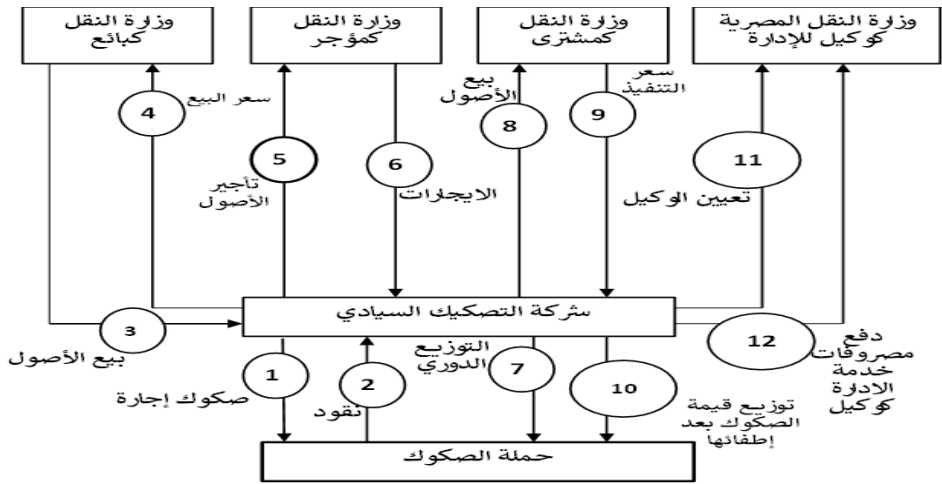
كذلك يمكن للحكومة المصرية إصدار صكوك إجارة لقاء تمويل أصول ثابتة غير موجودة (أصول موصوفة في الذمة)، فتقوم الحكومة ببنائها وكالة عن حملة الصكوك، واستئجارها بعد ذلك منهم وذلك من خلال شركة التصكيك السيادي. حيث يمكن للحكومة استخدام حصيلة صكوك الإجارة السيادية في تهيئة الموارد المالية

اللازمة لتمويل إنشاء ميناء بحري جديد، أو شبكة جديدة للسكك الحديدية، أو بناء مقر لوزارة التعليم العالي، أو مجمع للوزارات، أو بشراء معدات متخصصة في رصف الطرق، أو تمويل شراء الآلات والمعدات وغيرها من الأصول طويلة الأجل والتي يمكن استخدامها في إنشاء مشروعات البنية التحتية، ثم تأجيرها للدولة لفترة زمنية محددة. هذه المعاملة تقلل من حاجة الحكومة للأموال أو للاقتراض لتملك هذه المعدات أو العقارات. ويمكن لصكوك الإجارة أن تمثل ملكية أصول ثابتة لمشروع ينتج الربح كمصنع للحديد، أو لمشروع لا ينتج أي ربح مثل طريق ريفي، الحركة عليه قليلة، ولكنه ضروري لخدمة أهل الريف وهو ما يحقق العدالة الاجتماعية (قحف، 2000). ووفقاً للدليل الصادر عن البنك الدولي بالتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية في عام 2019، فإن طبيعة الأدوار المتبادلة بين كل من الحكومة وشركة التصكيك السيادي في عقود الإجارة السيادية تظهر على النحو الوارد في الجدول رقم (1). كما يوضح الشكل رقم (3) هيكل مقترح لصكوك إجارة سيادية تصدرها وزارة النقل المصرية لتمويل إنشاء طريق جديد.

### جدول 1: دور الحكومة والشركة ذات الغرض الخاص في صكوك الإجارة السيادية

الدور	القائم بالتنفيذ	الوصف
المصدر	شركة التصكيك السيادي	إصدار الصكوك
أمين الإصدار/المؤجر	شركة التصكيك السيادي	يحتفظ بأصول الأمانة بشكل لا لبس فيه لحملة الصكوك باعتبارهم مالكيين ومستفيدين بالتناسب وفقاً للمبلغ الاسمي للشهادات التي يحتفظ بها كل مستثمر، ويوزع الدخل من أصول الأمانة، وفقاً لنشرة الإصدار.
البائع	الحكومة	تبيع الأصول الأساسية لأمين الإصدار بما يتماشى مع اتفاقية الشراء
المستأجر	الحكومة	تقوم باستئجار الأصول من أمين الإصدار، لمدة محددة مع دفع إيجار على أساس دوري، بهدف الإيجار إلى تمويل الدخل الدوري المستحق على المصدر تجاه حملة الصكوك
وكيل الخدمة	الحكومة	المعين من قبل أمين الإصدار، وفقاً لاتفاقية وكالة الخدمة، ويتم تفويضه بمسؤولية أداء جميع أعمال الصيانة الرئيسية والإصلاحات الهيكلية؛ دفع ضرائب وجبايات الملكية (إن وجدت)؛ والتعامل مع حادثة الخسارة الكلية.
الملتزم	الحكومة	يلتزم بإعادة شراء الأصول من أمين الإصدار، وفقاً لشروط تعهد الشراء، في تاريخ محدد بنشرة الإصدار

المصدر: (World Bank, PPIAF & IsDB, 2019).



شكل 3: هيكل صكوك الإجارة لإنشاء طريق لصالح وزارة النقل المصرية

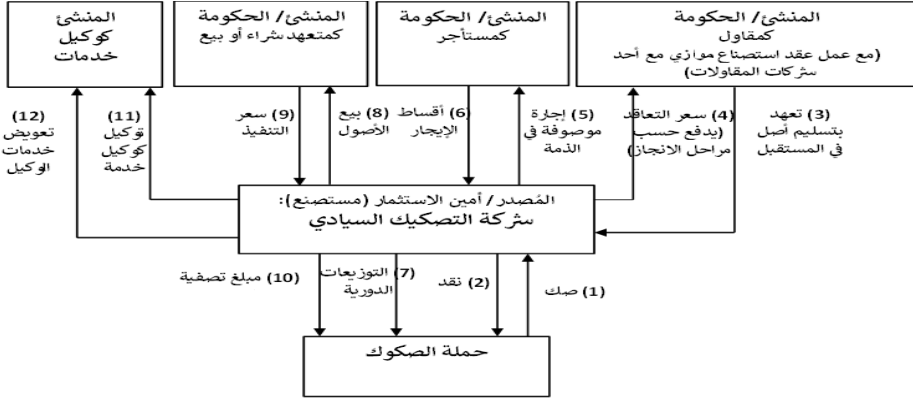
المصدر: من إعداد الباحث بناء على مراجعة الأدبيات السابقة.

تمويل استثمارات البنية التحتية من خلال صكوك الاستصناع: يمكن استخدام صكوك الاستصناع في إنجاز العديد من مشاريع البنية الأساسية كالطرق والسدود والسكك الحديدية وشبكات الكهرباء ومحطات المياه وتحليلتها ومرافق التعليم والصحة الحكومية وغيرها. حيث تستطيع الحكومة أن تطلب بناء طريق مثلاً بمواصفات محددة، وتقوم إحدى الشركات المتخصصة بإنشاء الطريق وتسليمه للحكومة مع تأجيل دفع الثمن أو تقسيطه، مما يقلل حاجة الدولة للدفع الفوري للإنفاق على بعض بنود الموازنة العامة، وبالتالي تخفيض حاجتها للاقتراض في حالة عدم توافر سيولة كافية. فعلي سبيل المثال؛ قامت حكومة باكستان بتوظيف هذا الأسلوب لإنشاء مرافق البنية التحتية التي تحتاجها البلاد كالطرق السريعة، حيث أصدرت في سنة 2005 صكوك استصناع بقيمة 600 مليون دولار بغرض إنشاء طريق سريع يربط بين مدينتي لاهور وإسلام أباد، وقد تم طرح هذه الصكوك للتداول في بورصة لكسمبورج (بلخير، 2008). كذلك استخدمت الحكومة السودانية مزيجاً يجمع بين صكوك الاستصناع وصكوك الإجارة تحت مسمى "صكوك التنمية الحكومية"، وذلك بهدف استقطاب الودائع قصيرة الأجل لتوظيفها في تمويل البنية التحتية (نصار، 2015).

كما شهدت البحرين في عام 2005 البدء في إنشاء مشروع "درة البحرين"، وهو مشروع سياحي استثماري تقدر تكلفته الكلية بنحو مليار دولار. وقد تم تمويل المرحلة الأولى من هذا المشروع عن طريق إصدار صكوك بقيمة 120 مليون دولار تجمع بين الاستصناع والإجارة، حيث تم إنشاء الأصول عن طريق الإستصناع، على أن يتم تأجيرها بعد ذلك للمستفيد في شكل إجارة منتهية بالتملك (Ali, 2005).

كما استخدمت صكوك الاستصناع في تمويل العديد من المشاريع التنموية الضخمة في ماليزيا. حيث أصدرت الحكومة الماليزية في عام 2001 صكوك استصناع بقيمة 425 مليون رنجيت ماليزي لتمويل إنشاء مستشفى ساراواك، ثم أصدرت صكوك استصناع في عام 2003 بقيمة 5,6 بليون رنجيت لإنشاء شركة Sdn Bhd Power

للكهرباء، تبعها إصدار صكوك استصناع بقيمة 160 مليون رنجيت في عام 2009 لإنشاء مشروع Sarawak Gateway، ثم أصدرت صكوك استصناع بقيمة 65 مليون رنجيت لإنشاء شركة Prai Power للكهرباء في عام 2013 (نصار، 2015). ويوضح الشكل رقم (4) هيكل مقترح لصكوك الاستصناع السيادية يمكن للحكومة المصرية الاسترشاد به في تمويل بعض مشروعات البنية التحتية.

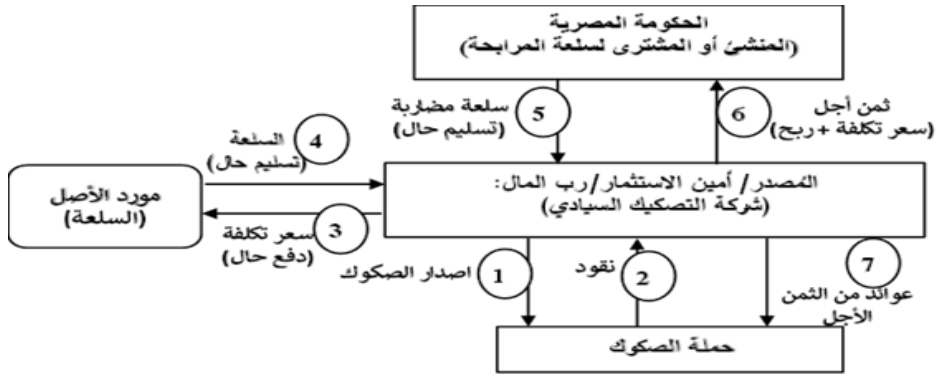


شكل 4: هيكل صكوك الاستصناع السيادية

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مراجعة الأدبيات السابقة

– تمويل استثمارات البنية التحتية من خلال صكوك المربحة: قد لا تكون هذه الصيغة صالحة لتمويل استثمارات البنية التحتية بشكل مباشر، ولكن من الممكن استخدامها بطريقة غير مباشرة لتدبير احتياجات الحكومة من الحديد والنحاس والألمونيوم والأخشاب والأسمنت وغيرها من مواد البناء المستخدمة في الإنشاءات الخاصة بمحطات الكهرباء والمياه والموانئ والمطارات وغيرها من مشروعات البنية التحتية، وكذلك ما تحتاجه هذه المشروعات بعد أن يتم البدء في تشغيلها من عدد وآلات وقطع غيار. حيث يتوسط مُصدر الصكوك السيادية، والذي يلعب دوره شركة التصكيك السيادي والتي تنشئها الحكومة لهذا الغرض، لشراء سلعة محلية أو مستوردة تحتاجها الحكومة في أحد قطاعات البنية التحتية؛ مثل قطع غيار تحتاجها أحد محطات توليد الكهرباء، ثم يعيد بيعها للحكومة بالأجل بثمن يساوي التكلفة الكلية للشراء مضافاً إليه ربح معلوم متفق عليه بينهما، أو دفع الثمن على أقساط في المستقبل (حجازي، 2015).

وقد تلجأ الحكومة لاستخدام صكوك المربحة لتمويل بعض المستلزمات التي تحتاجها مشروعات البنية التحتية والتي يتم تنفيذها عن طريق القطاع الخاص. فقد تحتاج إحدى شركات القطاع الخاص التي تقوم بإنشاء محطة للكهرباء تعمل بالطاقة الشمسية لبعض المستلزمات أو المدخلات، فتقوم الحكومة بشراء هذه المدخلات ثم بيعها للقطاع الخاص مباشرة بتكلفة الشراء مضافاً إليها هامش ربح؛ وبذلك تكون الحكومة قد اختزلت مراحل الوساطة وبالتالي خفض تكلفة البنية التحتية المنفذة في هذه المحطة. وبين الشكل رقم (5) هيكل مقترح لصكوك المربحة السيادية وكيفية توظيفه لشراء سلعة أو أصل تحتاجه الحكومة المصرية أحد مشروعاتها المرتبطة بقطاعات البنية التحتية.



شكل 5: هيكل صكوك المراجعة السيادية

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مراجعة الأدبيات السابقة.

تمويل استثمارات البنية التحتية من خلال صكوك المضاربة: إن طبيعة هيكل صكوك المضاربة يتناسب بشكل كبير مع تمويل بنود الموازنة العامة للدولة وبصفة خاصة بنود الباب السادس من جانب الاستخدامات، من خلال قيام حملة الصكوك بتقديم رأس المال لهيئات الدولة، والتي تتوافر لها الخبرة والإدارة الجيدة للمشروعات. حيث يمكن للدولة، ممثلة في مؤسساتها العامة، أن تقوم بدور المضارب، فتقوم بتحصيل رأس المال للاستثمار في مشروعات البنية التحتية، عن طريق إصدار صكوك مضاربة حكومية متساوية القيمة بمقادير مالية محددة، ويقوم الأشخاص بشراء ودفع قيمة هذه الصكوك، وتقوم مؤسسات الدولة العامة بالتصرف في تلك الأموال، بالاستثمار في المشروعات النافعة التي تحقق الربح وفي نفس الوقت لها مردود اجتماعي بجانب مردودها الاقتصادي. وهو ما يتطلب من الدولة اختيار المشروعات الأكثر نجاحاً، حتى يزداد طلب الجمهور على تمويل مثل هذه المشروعات العامة (حجازي، 2015). فعلي سبيل المثال: يمكن تمويل إنشاء محطة جديدة لتوليد الكهرباء، فيقوم حملة صكوك المضاربة بتقديم رأس المال للحكومة (وزارة الكهرباء) التي تلعب دور المضارب في هذه الشركة؛ فتتخذ القرار الاستثماري والإداري للمشروع دون مشاركة من أصحاب الأموال. ويتم تقاسم الأرباح بينهما على النحو الذي يتفقان عليه، أما الخسائر فيتحملها حملة الصكوك بمفردهم إذا لم يثبت وجود إهمال أو تهاون من قبل المضارب (الحكومة).

كذلك في حالة إنشاء سوق في مصر لإصدار وتداول الصكوك، مع إتاحة الاكتتاب في هذه الصكوك للمستثمرين على المستوى الدولي؛ فإنه يمكن للحكومة المصرية توظيف هذه الصيغة لتوفير التمويل للدول الأخرى سواء على المستوى العربي أو الأفريقي. حيث يتوافر لدى الحكومة المصرية المعرفة والخبرة الكافية بتنفيذ العديد من المشروعات في قطاعات البنية التحتية (Know how) وذلك مثلما هو الحال في المجالات المرتبطة بتوليد الكهرباء، وهذه المعرفة قد لا تتوافر بنفس القدر في دول أخرى. فعلي سبيل المثال يمكن للحكومة المصرية إصدار صكوك لتمويل سد لتوليد الكهرباء في تنزانيا، على أن تقوم باستخدام هذا التمويل



في إنشاء السد نظير حصولها على مقابل كمضارب، ثم استخدام هذا المقابل في تمويل مشروعات أخرى للبنية التحتية داخل مصر.

— تمويل استثمارات البنية التحتية من خلال صكوك المشاركة: تتطلب هذه الصيغة وجود أصول مولدة للأرباح لصالح المستثمرين، وتتميز بإمكانية صياغتها أو هيكلتها بطريقة توفر تدفقات نقدية منتظمة طويلة مدة المشروع، مع مرونة في آلية الدفع وطرق حساب المدفوعات. ومن الممكن استخدام هذه الصيغة لتمويل مشروعات البنية التحتية المدرة للدخل أو الإيراد مثل محطات الطاقة الكهربائية والموانئ وغيرها، وبذلك تنخفض حاجة الدولة المصرية إلى الاقتراض لتمويل قيمة رأس المال بالكامل. ويمكن للدولة أن تقوم بشراء نصيب حملة صكوك المشاركة بالتدريج وفق برنامج محدد وعلى مدي فترة زمنية معينة من خلال المشاركة المتناقصة (كمال، 2019). ولكن هذه الصيغة تتطلب جهوداً وخبرات في البحث عن أفضل طرق الاستثمار والسبل الأقوى إلى نجاح المشروعات وربحيتها، فعلي الدولة ممثلة في أعضاء مجلس الإدارة أن تحاول قدر الإمكان تجنب حدوث الخسارة، حتى يقبل أفراد المجتمع والمؤسسات المالية الوطنية والأجنبية على مشاركة الحكومة في تمويل المشروعات.

— تمويل استثمارات البنية التحتية من خلال صكوك الوكالة بالاستثمار: يمكن للحكومة إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين من مشروعات البنية التحتية بصفتها وكيلًا بأجر مقطوع أو بنسبة ربح معلومة، ويكتتب المولكون في هذه الصكوك بقصد استثمار أموالهم والحصول على ربح، ويتحملون أخطار هذا الاستثمار، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجراً معلوماً مضموناً على مالكي الصكوك، وقد يستحق مع الأجر حافزاً هو كل أو بعض ما زاد من العائد عن حد معين (الجورية، 2009).

ويود الباحث أن يشير إلى أن قيام الحكومة بلعب دور الوكيل بالاستثمار ربما لا يمثل ميزة للحكومة، وذلك لاقتصار مكاسمها في هذا النوع من العقود على الحصول أجر أو راتب دون أن يكون لها سلطة اتخاذ القرار الاستثماري، حيث يتم اتخاذ القرارات من خلال أصحاب رأس المال (حملة الصكوك)، لذا فقد يري البعض أنها غير مناسبة لتمويل مشروعات البنية التحتية. إلا أنه من الممكن أن تلعب الحكومة دور الوكيل بالاستثمار وذلك لإضفاء الشرعية وكضامن لشركات القطاع الخاص الوطنية التي تعمل في تنفيذ مشاريع خارج القطر المصري، مع حصولها كمقابل لهذا الضمان؛ ومن ثم استغلال هذا المقابل لاحقاً في تنفيذ مشروعات تحتاج إليها الحكومة المصرية في الداخل.

— تمويل استثمارات البنية التحتية من خلال صكوك السلم: تصلح صكوك السلم لتمويل عديد من الأنشطة على مستوي الدولة، حيث تستفيد الحكومة من تقديم موعد استلامها للأموال عند التعاقد، وبالتالي تقل حاجتها إلى الاقتراض لتمويل أنشطتها بما في ذلك أنشطة البنية التحتية والتي تحتاج إلى سيولة ضخمة خاصة في المراحل الأولى من الإنشاء. فيمكن للحكومة أن تصدر صكوك سلم متساوية القيمة تكون الحكومة فيها هي المسلم إليه أو البائع، أي البائع لبضاعة السلم، وهي بضاعة موصوفة في الذمة تنتجها الحكومة أو تكون متوافرة في الأسواق عند الأجل، وتلتزم الحكومة بتسليمها لمشتريها في أجل

محدد، وحامل الصك هو المسلم (المشتري)، وقد يكون المكتتبين في الصكوك مشترين لبضاعة السلم بقصد الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها، أو عن بيع بضاعة بذات المواصفات بسلم مواز، تسلم بعد قبض بضاعة السلم، وحصيلة الصكوك هي ثمن بضاعة السلم (حجازي، 2015). ولصكوك السلم رأس مال يدفع عند التعاقد، وأجل محدد في نشرة الإصدار، حيث تنتهي بأن تقوم جهة مستقلة عن الحكومة (شركة التصكيك السيادي) بقبض بضاعة السلم بالوكالة عن حملة الصكوك، ثم بيعها لطرف ثالث. ويمكن للدول التي لديها موارد طبيعية كالنفط والفوسفات بل وحتى التي تتمتع بوفرة في إنتاج الطاقة الكهربائية؛ الاعتماد على صكوك السلم في تمويل عديد من أنشطتها، حيث تقوم الدولة ببيع سلعة أو خدمة كالبتترول والكهرباء مثلاً في وقت محدد في المستقبل، من خلال إصدار صكوك تمويل سلم، حيث يقوم المكتتبون في صكوك السلم بالدفع مقدماً عند إبرام العقد، علي أن يتم استلام البتترول أو الكهرباء مستقبلاً وبيعه لحسابهم والأسعار السائدة مستقبلاً، ويمثل الفرق بين السعر المدفوع مقدماً عند التعاقد وسعر إعادة البيع ربحاً لحملة الصكوك (عثمان، 2018).

— تمويل استثمارات البنية التحتية من خلال صكوك المغارسة والمساقاة والمزارعة: يمكن توظيف هذا النوع من الصكوك في تدبير الاحتياجات التمويلية للحكومة المصرية والمتعلقة باستثمارات البنية التحتية في القطاع الزراعي. فتعمد الدولة أو وزارة الزراعة باعتبارها مالك لمساحات واسعة من الأرض الصالحة للزراعة إلى إصدار صكوك المغارسة لاستخدام حصيلتها في تمويل تسوية الأرض وتجهيزها وما يستلزمه هذا الغرض من استخدام آلات ومعدات معينة، فضلاً عن مد شبكات الري والصرف فيها، ثم غرسها بالشتلات اللازمة، فيكون المكتتبون في الصكوك مغارسين بأموالهم، ويستحقون حصة تحددها نشرة الإصدار من الأرض المغروسة بالأشجار بعد بلوغها سن الإثمار، وتكون عوائد هذه الصكوك هي ثمن الحصة من الأرض المغروسة بأشجار الفاكهة أو حصيلة بيعها (الجورية، 2009). وهذه الصيغة من الصكوك تعتبر فعالة في تمويل مشروعات الاستصلاح الزراعي وما يرتبط بها من بنية تحتية مساعدة لها، بما يمكن الحكومة من تعبئة موارد التمويل لهذا الغرض دون الحاجة إلى اللجوء للاقتراض، مما يخفف العبء على الموازنة العامة للدولة (حجازي، 2015).

ويمكن للحكومة المصرية توظيف صيغ المغارسة والمساقاة والمزارعة كهيكل هجين لتمويل استثمارات البنية التحتية على ثلاث مراحل متتالية. حيث يقترح الباحث في المرحلة الأولى بأن تقوم الحكومة بعمل عقد مغارسة مع شركات القطاع الخاص المتخصصة في مجال الزراعة، فتقوم الأخيرة باستصلاح مساحة مليون فدان من الأراضي المملوكة للحكومة وذلك بزراعتها أشجار فاكهة مثمرة (عمرها الافتراضي طويل)، حيث تتولي هذه الشركات إمداد ما تحتاجه هذه المساحة من مشروعات البنية التحتية في مجالات الري والصرف وغيرها حتى تثمر الأشجار، ثم يتم تقسيم ملكية الأرض بين الحكومة والقطاع الخاص وليكن بنسبة 50%: 50%. علي أن يلي ذلك قيام الحكومة في المرحلة الثانية بعمل عقد مساقاة، يقوم بمقتضاه القطاع الخاص برعاية الأشجار المزروعة في المساحة المستصلحة التي تخص الحكومة والمقدرة بنسبة 50% وذلك نظير حصوله علي حصة من الثمار الناتجة عن هذه الأرض. وفي مرحلة لاحقة يمكن للحكومة عمل عقد مزارعة يقوم بمقتضاه القطاع

الخاص بزراعة بعض المحاصيل الحقلية بين أشجار الفاكهة مقابل حصوله علي حصة من هذه المحاصيل. وبذلك تكون الحكومة قد استفادت من استصلاح مساحات شاسعة من الأراضي دون تحميل الموازنة العامة أي أعباء، ويكون القطاع الخاص قد حصل على مساحات كبيرة من الأراضي المنتجة دون دفع ثمن مباشر لهذه الأراضي، كما يكون المجتمع قد استفاد بزيادة الناتج الزراعي وتوفير فرص عمل حقيقية وتحقيق اكتفاء ذاتي في عديد من أنواع المحاصيل الاستراتيجية بدلاً من استيرادها من الخارج بالعملة الأجنبية.

## (5) التجربة الماليزية في إصدار الصكوك السيادية ومقومات نجاحها

### (1-5) نصيب ماليزيا من السوق العالمي للصكوك

عرف سوق الصكوك الإسلامية الماليزية نشاطا ملحوظا في نهاية القرن العشرين، وهذا تم عن طريق عدة إصدارات مختلفة ومتنوعة للصكوك جعل منها رائدة في هذا الميدان سواء للحكومة الماليزية، أو للشركات الخاصة، وبالعملة المحلية أو الأجنبية، فقد تصدرت ماليزيا قائمة البلدان المصدرة للصكوك الإسلامية في سوق الإصدار الأولي بحسب القيمة والعدد على طول الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى 2020 مقارنة بباقي البلدان الأخرى، فهي تمثل أكبر سوق للصكوك في العالم حيث تم إصدار 800 مليار دولار أي ما نسبته 62.4% من مجموع الإصدارات العالمية للصكوك خلال الفترة (2001 – 2020)، تليها المملكة العربية السعودية بنحو 174,6 مليار دولار، ثم إندونيسيا بقيمة 124,9 مليار دولار، والإمارات العربية المتحدة بما يعادل 98.39 مليار دولار، ثم تركيا 66.9 مليار دولار (International Islamic Financial Market [IIFM], 2021).

كما استحوذت ماليزيا علي حصة سوقية تمثل 45.1% من إجمالي الصكوك المستحقة أو القائمة (التي لم يتم إطفائها بالكامل) Outstanding وذلك بنهاية ديسمبر 2020، تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 24.6%، ثم تأتي الإمارات العربية المتحدة في المرتبة الثالثة بنسبة 8.5%، لتحل إندونيسيا في المرتبة الرابعة بنسبة 7.2% (IIFM, 2021).

ويرجع السبب الرئيسي لزيادة ماليزيا عالمياً، فيما يتعلق بإصدار الصكوك، إلى ما يتسم به التمويل الإسلامي في ماليزيا بصفة عامة وسوق الصكوك الإسلامية بصفة خاصة من شمولية مالية. حيث يتسم نظام التمويل الإسلامي في ماليزيا بتكامل الإطار التشريعي والتنظيمي لأدوات التمويل الإسلامي خاصة فيما يتعلق بالنظر في المنازعات المتعلقة بالمعاملات المالية الإسلامية، مع وجود تشريعات لإدارة الأصول المصرفية الإسلامية من منظور تجاري وأخلاقي، بجانب امتلاكها لتشريعات مستقلة لتنظيم أسواق رأس المال الإسلامية، فضلاً عن قوة سوق رأس المال لديها (مرعي، 2020).

### (2-5) تطور سوق الصكوك في ماليزيا وعلاقته بتطوير البنية التحتية

يعتبر تطوير البنية التحتية من أهم عناصر تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية على المستوى الوطني. فمع توافر البنية التحتية والمرافق العامة الأخرى، يمكن تلبية الاحتياجات البشرية الأساسية، اقتصادياً واجتماعياً، بشكل صحيح. وخلال الخطة الخمسية العاشرة والتي تم تطبيقها خلال الفترة (2011 – 2015)، قامت الحكومة الماليزية بتنفيذ استثمارات كبيرة في مختلف قطاعات البنية التحتية مثل النقل والطاقة والقطاعات

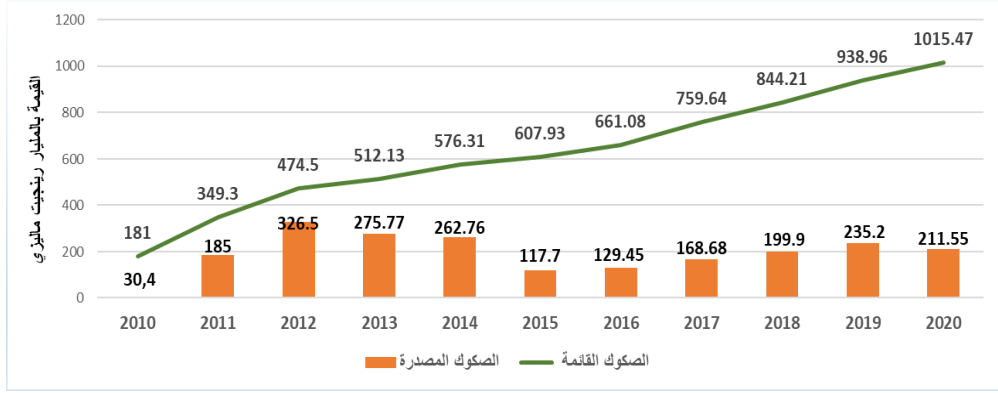
الرقمية، اعترافاً بأن البنية التحتية الفعالة تقلل من تكلفة ممارسة الأعمال التجارية، فضلاً عن دورها في تحسين الإنتاجية والقدرة التنافسية. وقد لعبت الصكوك دوراً حيوياً في تمويل استثمارات البنية التحتية خلال هذه الفترة. وقد وجد ميداني (2019)، أن 61% من صكوك البنية التحتية الصادرة على المستوى العالمي خلال الفترة (2012 – 2015) تم إصدارها في ماليزيا، كما أن أكثر من 46% من الصكوك الصادرة في ماليزيا خلال هذه الفترة كانت مصدرة من قبل كيانات وجهات مرتبطة بقطاع البنية التحتية مثل النقل والتخزين والاتصالات والطاقة والغاز والمياه (Medani, 2019).

ومع بدء الحكومة الماليزية في تطبيق الخطة الخمسية الحادية عشرة خلال الفترة (2016 – 2020)، اتجهت الحكومة إلى ضخ مزيد من الاستثمارات في قطاع البنية التحتية لدعم النمو الاقتصادي وتحقيق استدامته. حيث ركزت الخطة على تنمية مجالات محددة تشمل: بناء نظام نقل متكامل؛ تحسين تغطية وجودة وقدرة البنية التحتية الرقمية؛ إطلاق العنان لنمو الخدمات اللوجستية وتعزيز تيسير التجارة؛ تشجيع استخدام الطاقة المستدامة؛ مواصلة الانتقال إلى إطار جديد لصناعة خدمات المياه. واتساقاً مع ضخ المزيد من الاستثمارات في قطاع البنية التحتية، ارتفعت حجم إصدارات الصكوك من قبل الجهات المرتبطة بهذا القطاع لتصل إلى 60% من إجمالي الصكوك الصادرة في ماليزيا خلال الفترة (2015 – 2020) (IFSB, 2021). علاوة على ذلك، فإن الإحصاءات والتقارير الرسمية تشير إلى أن إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية مثلت نحو 80% من إجمالي إصدارات الصكوك التي تمت في ماليزيا خلال الفترة من 2001 حتى عام 2020، الأمر الذي يتيح فرص تمويلية متنوعة لتمويل المشروعات المتصلة بقطاع البنية التحتية (Securities Commission Malaysia, 2021).

وتتميز إصدارات الصكوك المستخدمة في تمويل مشروعات قطاع البنية التحتية في ماليزيا بتنوع الجهات المصدرة لها، حيث لا تقتصر عملية الإصدار على الجهات الحكومية، بل تمتد أيضاً إلى إصدارات تمت عن طريق شركات في القطاع الخاص ترتبط بتنفيذ مشروعات متصلة بهذا القطاع (Medani, 2019). علاوة على ذلك، تتميز الإصدارات في ماليزيا بمشاركة كافة الفئات الدخلية للمجتمع في تمويل مشروعات البنية التحتية بما في ذلك أصحاب الدخول المحدودة، وذلك نتيجة انخفاض قيمة الصك، فضلاً عن إعفاء عوائد الصكوك من الخضوع للضريبة على الدخل. كما أن الجانب الأكبر من الصكوك المطروحة في السوق المحلي، تكون عوائدها محددة مسبقاً، على اعتبار أنها صكوك مرابحة وتقدم على قسائم، وتدفع على فترات دورية منتظمة؛ وهو ما يمثل فرصة حقيقية لمشاركة المواطنين في كل برامج التنمية في البلاد (مرعي، 2020).

وقد استمر سوق الصكوك المحلية في ماليزيا في العمل كمنصة مهمة وجذابة للهيئات الحكومية والشركات لتعبئة التمويل طويل الأجل بشكل يلبي مختلف الاحتياجات الاقتصادية والتجارية وبما يتناسب مع تطور البنية التحتية. وفي عام 2020، بلغت إصدارات الصكوك بالعملة المحلية في السوق الأولي من قبل الحكومة والشركات، نحو 211.55 مليار رينجيت ماليزي، تمثل 61.06% من حجم الإصدار الكلي لسوق الصكوك والسندات في ماليزيا. كما بلغ إجمالي قيمة الصكوك القائمة – والمصدرة بالعملة المحلية – بنهاية ديسمبر 2020 نحو 1015.47 مليار رينجيت ماليزي، تمثل 63.16% من إجمالي قيمة الصكوك والسندات القائمة. والشكل

التالي يوضح تطور قيمة الصكوك المصدرة والصكوك القائمة بالعملة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2010 - 2020).



شكل 8: حصة أهم مصدري الصكوك على المستوى العالمي خلال الفترة (2001 - 2020) (بالمليون دولار)

المصدر: من إعداد الباحث من واقع بيانات Malaysian ICM Bulletin

ويوفر سوق الصكوك المحلية في ماليزيا حلولاً متنوعة للمصدرين والسياديين والشركات نتيجة لتطوير هياكل متعددة من الصكوك وذلك باستخدام مجموعة واسعة ومتباينة من الاجتهادات الفقهية وتقنيات الهندسة المالية المبنية على عقود المرابحة والمضاربة والمشاركة والوكالة والإجارة، فضلاً عن ابتكار هياكل هجينة ومركبة لصكوك تجمع بين أكثر من نوع من العقود الشرعية. وتعتبر صكوك المرابحة هي الصكوك الأكثر إصداراً على المستوى المحلي في ماليزيا، وذلك بنسبة 36.21% من إجمالي الإصدارات في السوق الأولى خلال الفترة (2001 - 2019)، يليها صكوك المشاركة بنسبة 31.15% من الصكوك المصدرة خلال نفس الفترة، ثم تأتي صكوك البيع بثمن أجل في المرتبة الثالثة بنسبة 18%، يليها صكوك الإجارة بنسبة 6.6%، يليها في الترتيب صكوك الإستصناع بنسبة 4.5% (Securities Commission Malaysia, 2021).

### (3-5) دراسات حالة لمشروعات بنية تحتية في ماليزيا ممولة من خلال الصكوك

#### (1-3-5) صكوك تجزئة شركة DanInfra Nasional Berhad

في عام 2011 قامت وزارة المالية الماليزية بتأسيس شركة DanInfra، وهي شركة ذات غرض خاص (SPV)، وذلك بهدف تمويل مشاريع البنية التحتية التي تحددها الحكومة الماليزية. ويعتبر مشروع Klang Valley Mass Rapid Transit Project (MRT)، والخاص بإنشاء مجموعة خطوط مركزية متكاملة للسكك الحديدية في العاصمة الماليزية كوالالمبور، هو أول مشروع للبنية التحتية قامت شركة DanInfra بتوفير التمويل اللازم له. حيث قامت الشركة بجمع مبلغ 2.5 مليار رينجيت ماليزي (ما يعادل 789.14 مليون دولار أمريكي)، من خلال طرح سلسلة متتالية من الصكوك، لتغطية جزء من التكلفة الإجمالية للمشروع والبالغة 6.2 مليار دولار أمريكي. وقد تمت هيكلة الصكوك باستخدام عقد مرابحة السلع، على أن يتم سداد مدفوعات الكوبون بشكل نصف سنوي (Medani, 2019). وقامت الشركة بتقييم الصك بسعر 100 رينجيت ماليزي للصك الواحد، مع

وضع حد الأدنى للاكتتاب في صكوك التجزئة يبلغ 1000 رينجيت. حيث تم طرح الشريحة الأولى من الصكوك، والمقدرة بمبلغ 300 مليون رينجيت، للاكتتاب في فبراير 2013 بأجل استحقاق 10 سنوات. في حين تم طرح الشريحة الثانية، والبالغة 100 مليون رينجيت، للاكتتاب في أكتوبر 2013 بأجل استحقاق 15 عاماً. ثم لاحقاً، تم طرح الشريحة الثالثة من الصكوك، والبالغة 100 مليون رينجيت ماليزي بأجل استحقاق 7 سنوات، للاكتتاب في يوليو 2014. على أن يتم دفع عائد لحملة الصكوك في الدفعات الثلاث نسبته 4% و4.58% و4.23% على التوالي، على أن يتم طرح باقي الشرائح لاحقاً وفقاً للاحتياجات التمويلية للمشروع. ويمكن للمستثمرين شراء الصكوك باستخدام طرق مختلفة مثل الخدمات المصرفية عبر الإنترنت، أو من خلال أجهزة الصراف الآلي للبنوك والمؤسسات المالية المشاركة. وقد تم إدراج صكوك تجزئة DanInfra للتداول في بورصة ماليزيا، بضمن الحكومة الماليزية (COMCEC, 2019).

### (2-3-5) صكوك خزانة إحسان للتنمية المستدامة وبرامج المسؤولية الاجتماعية

في سبيل دعم وتعزيز خطة الحكومة الماليزية لتطوير قطاع التعليم، أطلق صندوق الثروة السيادي الماليزي Ihsan Nasional Berhad في عام 2015، من خلال شركة ذات غرض خاص تسمى إحسان Ihsan، برنامجاً للصكوك المستدامة ذات المسؤولية الاجتماعية تستند إلى عقد الوكالة بالاستثمار. وقد هدف برنامج الصكوك المستدامة إلى جمع تمويل بقيمة مليار رينجيت ماليزي، وذلك من خلال طرح صكوك للاكتتاب العام على عدة مراحل، بحيث يتم استخدام هذا التمويل في تطوير التعليم الحكومي في المدارس التابعة لبرنامج مدارس الأمل (YAT) Yayasan AMIR Trust Schools.

وقد تم طرح الشريحة الأولى من صكوك خزانة إحسان، والمقدرة بمبلغ 100 مليون رينجيت بأجل استحقاق 7 سنوات وبمعدل عائد 4.3%، للاكتتاب العام في يونيو 2015. واستخدمت العائدات في تمويل إنشاء 20 مدرسة من مدارس الأمل. وقد تم جمع التمويل المطلوب للشريحة الأولى بعد يوم واحد من البدء في عملية الاكتتاب، وذلك على الرغم من عدم ثبات العائد المحدد على هذه الصكوك. كما تجاوز الطلب على الصكوك ما هو معروف منها، حيث بلغ إجمالي طلبات الاكتتاب 133 مليون رينجيت، مما يعكس وجود حالة من الرضا من جانب المستثمرين ورغبتهم في رد الجميل للمجتمع. علاوة على ذلك، حصلت صكوك خزانة إحسان علي تصنيف ممتاز AAA، من قبل مؤسسة RAM Rating Services Berhad. وقد تضمنت صكوك المرحلة الأولى خيارات ذات بعد اجتماعي، حيث تم ربط عملية دفع العائد بتحقيق مجموعة محددة من مؤشرات الأداء يتم قياسها خلال إطار زمني مدته خمس سنوات، لتقييم الأثر الاجتماعي للمدارس الممولة من خلال صكوك خزانة إحسان. فإذا لم تحقق الحكومة مؤشرات الأداء المستهدفة، فإنها تدفع لحملة الصكوك العائد المحدد بنسبة 4.3%، مع رد قيمة الصكوك بالكامل في نهاية أجل الاستحقاق. أما في حالة تحقق الهدف، فإن حملة الصكوك يقوموا بالدفع مقابل النجاح، وذلك من خلال تخفيض العائد المدفوع على الصك إلى 3.5%، مع مساهمتهم بنسبة 6.22% من القيمة المستحقة في نهاية أجل الصك؛ وبالتالي يسترد حامل الصك فقط 93.78% من القيمة الاسمية للصك في تاريخ الاستحقاق. وفي عام 2017، تم إصدار الدفعة الثانية من صكوك خزانة إحسان بقيمة 100 مليون رينجيت ماليزي وأجل استحقاق 7 سنوات وبمعدل عائد 4.6%، تستخدم في إنشاء

20 مدرسة أخرى من مدارس الأمل. علي أن ينخفض العائد على الصك إلى 4.2%، والتزام حامل الصك بالتنازل عن 3.18% من القيمة الاسمية للصك في تاريخ الاستحقاق، وذلك في حالة نجاح البرنامج في تحقيق مؤشرات الأداء المستهدفة. وقد تضمنت صكوك المرحلتين الأولى والثانية، خيارات أخرى يمكن ممارستها من قبل حامل الصك إذا رغب في ذلك، وذلك في حالة تحقيق المدارس الممولة من قبل صكوك خزانة إحسان لمؤشرات الأداء المستهدفة، تتضمن هذه الخيارات: التنازل عن تقاضي العوائد الدورية للصكوك؛ أو التبرع بقيمة الصك لصالح برنامج Trust Schools للمدارس العامة (Haneef, 2016).

### (3-3-5) مشروع الطريق السريع بمدينة شاه علم الماليزية

في عام 2008 أصدرت شركة (PLSA)، وهي شركة متخصصة في الإنشاءات الهندسية والمدنية الثقيلة ومقرها الرئيسي في العاصمة الماليزية كوالالمبور، صكوكاً هجينة تجمع بين عقدي المضاربة والإجارة بقيمة 745 مليون رينجيت ماليزي وذلك بهدف تمويل طريق سريع في مدينة شاه علم الماليزية يبلغ طوله 14.7 كيلومتر. شركة PLSA كانت هي المسؤولة عن تصميم وبناء وإدارة وصيانة الطريق - والذي يتم عبوره مقابل دفع رسوم- لمدة 40 عام كحق امتياز ممنوح من قبل الحكومة الفيدرالية لماليزيا.

وقد بلغت القيمة الإجمالية لصكوك المضاربة نحو 415 مليون رينجيت ماليزي (118 مليون دولار أمريكي) لأجل استحقاق 29 سنة. حيث تم استخدامها في تمويل تكلفة بناء الطريق السريع في مرحلة الإنشاء، وتغطية احتياجات رأس المال العامل خلال مرحلة التشغيل. وقد تمت هيكلة صكوك المضاربة كمشروع مشترك Joint Venture بين شركة (PLSA) والمستثمرين، علي أن تتولي الشركة مهام المدير (المضارب)، مع حصول حاملي الصكوك على حصة ربح تبلغ 90% من أرباح الطريق، يتم البدء في توزيعها علي أساس سنوي بمجرد الانتهاء من إنشاء الطريق والبدء في تحصيل رسوم المرور، بمعدل عائد متوقع للمستثمرين يقدر بحوالي 7% سنوياً.

في حين بلغت قيمة صكوك الإجارة 330 مليون رينجيت ماليزي (94 مليون دولار أمريكي) لأجل استحقاق 19 عام، وذلك لجمع أموال إضافية من مستثمرين آخرين. حيث تم استخدام رسوم عبور الطريق كأصل ضمني تم تحويله إلى حملة الصكوك من خلال شركة ذات غرض خاص، ثم قام حملة الصكوك بتأجير الطريق المؤدي إلى مشروع المضاربة لمدة 19 عام مقابل مدفوعات الإيجار الدورية. علي أن يتلقى حملة الصكوك مدفوعات الإيجار من بداية فترة الإنشاء بموجب مبدأ عقد الإيجار الأجل (الإجارة الموصوفة في الذمة). ونظراً لأن مدفوعات الإيجار تشمل عنصر رأس المال المطفأ، فسيتم تحويل الطريق مرة أخرى إلى المشروع المشترك بالقيمة الاسمية في نهاية فترة الإيجار. وقد منحت وكالة RAM للتصنيف الائتماني صكوك المضاربة المصدرة لتمويل المشروع تصنيف A3، في حين منحت تصنيف A1 لصكوك الإجارة (COMCEC, 2019).

### (4-3-5) الصكوك الخضراء لشركة تاداو Green SRI Sukuk Tadau

علي الرغم من أن برنامج صكوك الاستثمار المستدام ذات البعد الاجتماعي Sustainable Responsible Investment (SRI) قد تم إنطلاقه من قبل الحكومة الماليزية في أغسطس من عام 2014، إلا أن أول صكوك خضراء يتم إصدارها فعلياً في إطار هذا البرنامج كانت في يوليو من عام 2017. حيث أصدرت شركة تاداو

للطاقة Tadau Energy Sdn Berhad صكوك SRI الخضراء بقيمة 250 مليون رينجيت ماليزي (نحو 63 مليون دولار أمريكي)، وهي صكوك إسلامية متوسطة الأجل لتمويل إنشاء وتشغيل محطتين للطاقة الشمسية تنتجان 50 ميغاوات من الكهرباء في مدينة كودات Kudat. تم إصدار صكوك شركة تاداو الخضراء على 15 شريحة، بأجل استحقاق تتراوح ما بين عامين إلى 16 عام، مع مدفوعات كوبون تبلغ 4.8٪ للشرائح الصكوك التي تصدر لأجل سنتين، ومدفوعات كوبون تبلغ 6.2٪ للشرائح التي تصدر لأجل 16 عام. وقد استند هيكل صكوك تاداو الخضراء إلى مزيج من مبادئ الاستصناع، والإجارة، والإجارة الموصوفة في الذمة. وقد تم تعيين بنك Affin Hwang Investment Bank، والحاصل على تصنيف ممتاز AA3 من وكالة RAM للتصنيف الائتماني، كمستشار ومدير رئيسي ومنظم ومتعهد ووكيل التسهيلات للإصدار. علاوة على ذلك، فقد تم التحوط ضد المخاطر من خلال توقيع اتفاق قانوني لحماية حقوق حملة الصكوك في جميع التراخيص والتصاريح المتعلقة بالمشروع، كما تم عقد اتفاقيتي شراء للطاقة لمدة 21 عاماً مع شركة Sabah Electricity Sdn Bhd، وهي كيان مملوك من قبل حكومة ولاية صباح (Richardson, 2019).

### (5-3-5) صكوك Kimanis لتوليد الكهرباء

مشروع Kimanis (KPSB) لتوليد الكهرباء وبيعها هو مشروع مشترك بنسبة 40%: 60% بين شركة بتروناس الماليزية Petronas Gas، وكيان مملوك للحكومة الماليزية هو NRG Consortium (SABAH). وفي سعيها لتوسيع نطاقها الإنتاجية، خططت شركة KPSB لإنشاء محطة جديدة لتوليد الكهرباء – تتكون من 3 مجموعات أو قطاعات للتوليد - بطاقة تبلغ 285 ميغاوات تقع في مدينة Kimanis. وقد وقع اختيار الشركاء على الصكوك كوسيلة لتمويل المشروع وذلك لعدة أسباب لعل أبرزها هو أن أحد الشركاء في المشروع هو شركة بتروناس الماليزية للنفط والتي تم تصنيفها في هذا الوقت بتصنيف ائتماني مرتفع للغاية A1 من قبل وكالة موديز للتصنيف، وهو ما مكن من وضع تسعير جيد للصكوك، وتوفير فرصة أكبر للوصول لمجموعة واسعة من المستثمرين المؤسسيين (قندوز، 2022).

حيث أصدرت شركة الطاقة KPSB هيكل صكوك هجين يستند إلى عقدي الاستصناع والإجارة، بقيمة 1.16 مليار رينجيت ماليزي، وبعائد متوقع يتراوح بين 4.25% و 5.5%. ويستهدف الهيكل الأول والخاص بصكوك الإستصناع بناء وترتيب العلاقات التعاقدية قبل إنشاء محطة الطاقة (مرحلة التشييد)، أما الهيكل الثاني والخاص بصكوك الإجارة فهو يستهدف مرحلة ما بعد البناء (مرحلة التشغيل). فقد أبرم أمين الاستثمار (الشركة ذات الغرض الخاص)، نيابة عن حملة الصكوك، ثلاث اتفاقيات مع شركة KPSB:

- اتفاقية استصناع: يهدف استكمال بناء مولدات الكهرباء في الموعد المحدد. حيث يقوم المقاول بتشبيد وتسليم محطة توليد الكهرباء (الأصول) لحملة الصكوك مقابل سعر استصناع يتم تحديده قبل إصدار المجموعة الأولى من الصكوك، ويتم دفعه على أقساط.
- اتفاقية إجارة: وهي إجارة موصوفة في الذمة تعطي الحق لشركة KPSB تشغيل المحطة بعد اكتمالها. حيث يتم عقد إيجار بين أمين الاستثمار بصفته المؤجر والمصدر وهو شركة KPSB بصفته مستأجر، وبموجبه يمنح أمين الاستثمار عقد إيجار أجل للمستأجر فيما يتعلق بالأصل. ويجب على المستأجر دفع



إيجار مقدماً بمبلغ إيجار محدد مسبقاً، والذي يجب أن يعادل مبالغ التوزيع الدورية بما يتناسب مع حقوق حملة الصكوك قبل الانتهاء من بناء الأصل.

— اتفاقية وكالة الخدمة: يتم بموجبها قيام أمين الاستثمار بتكليف وتعيين شركة KPSB بمسؤولية اتخاذ ترتيبات الصيانة اللازمة ودفع التكاليف المتعلقة بالملكية نيابة عن حملة الصكوك.

#### (4-5) الدروس المستفادة من التجربة الماليزية

إن نجاح التجربة الماليزية في استخدام الصكوك كأداة لتمويل مشروعات البنية التحتية يمكن إرجاعه إلى مجموعة من العوامل لعل أهمها:

— تهينة البيئة القانونية والتنظيمية: فقد سنت ماليزيا العديد من القوانين التي هيئت المناخ المناسب لازدهار صناعة التمويل الإسلامي، فأصدرت قانون المصارف الإسلامية في عام 1983، وبعدها قانون التكافل الإسلامي في عام 1984، ثم قانون الأسواق والخدمات المالية في عام 2007، وفي عام 2013 بدأت ماليزيا في تطبيق قانون خدمات التمويل الإسلامي. علاوة على ذلك أطلقت ماليزيا في عام 2015، الإطار القانوني والتنظيمي للجنة السندات SC Lodge and Launch Framework. كما شاركت الحكومة في تأسيس منطمتين دوليتين ذات صلة بالتمويل الإسلامي في عاصمة ماليزيا كوالالمبور هما؛ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والتي تم تأسيسها بهدف ضمان أفضل الممارسات في مجال التمويل الإسلامي علي المستوي المحلي والعالمي، وضمان تمويل إسلامي أكثر استدامة؛ ومجلس الخدمات المالية الإسلامية Islamic Financial Services Board (IFSB) والذي تأسس بهدف وضع معايير مالية تتفق مع ما تقتضيه الشريعة الإسلامية بهدف التأكد من صحة الأدوات المالية وتوحيد المنتجات المالية الإسلامية الأخرى (لشهب & بوريش، 2015). بالإضافة إلى قيام ماليزيا بتطوير مراكز بحثية متخصصة في التمويل الإسلامي، وقد أسس البنك المركزي الماليزي ذراعاً بحثية متخصصة وهي الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (عثماني & مناصرية، 2017).

— مستويات عالية من المساندة الحكومية: منحت الحكومة الماليزية مجموعة متميزة من الإعفاءات الضريبية بشكل جعل من ماليزيا وجهة مفضلة لإصدارات الصكوك الإسلامية المحلية والدولية. ففي عام 2005، منح المشرع الضريبي إعفاء ضريبي للصكوك وكذلك للأرباح المرتبطة ببيع وشراء وتأجير الأصول محل التصكيك. وفي عام 2007، تم إعفاء استثمارات وتجارة الصكوك من الخضوع لضريبة الدمغة. وفي عام 2010، تم السماح بخصم مصروفات إصدار الصكوك المصدرة على أساس عقود المشاركة والمضاربة والإجارة والإستصناع من وعاء الضريبة على الدخل وذلك حتى عام 2015، ثم تم تمديد الإعفاء لأكثر من فترة تالية. وفي عام 2011 تم السماح أيضا بخصم مصروفات إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار من وعاء الضريبة على الدخل حتى عام 2015، ثم تم تمديد الإعفاء لأكثر من فترة لاحقاً (Haneef, 2016).

ودعماً من الحكومة لصكوك SRI التي تهدف إلى تحقيق معايير خضراء اجتماعية ومستدامة في ماليزيا، قررت الحكومة في عام 2012 تمديد الإعفاء الحالي من ضريبة الدخل والمقدم لحاملي صكوك SRI الخضراء، مع

تمديد الإعفاء الضريبي ليشمل كافة أنواع الصكوك الأخرى وذلك لمدة خمس سنوات تنتهي بنهاية عام 2025. وفي نفس الوقت، تم تمديد الخصم الضريبي المقرر حالياً لمصروفات إصدار صكوك SRI حتى نهاية عام 2023. حيث يمكن لمصدري صكوك SRI المطالبة بخصم ما يعادل 90% من تكاليف المراجعة الخارجية والتي تكبدها عند إصدار الصكوك، بحد أقصى 300 ألف رينجيت ماليزي لكل إصدار. وقد ساهمت المعاملة الضريبية المتميزة لصكوك SRI للتنمية المستدامة في تزايد قيمة إصدارات هذا النمط من الصكوك ليصل إجمالي المصدر منها بنهاية ديسمبر 2020 إلى حوالي 5,4 مليار رينجيت (IIFM, 2021).

– التفاعل مع المستجدات والتطور الرقمي والظروف الصحية: حيث أصدرت الحكومة الماليزية في ديسمبر من عام 2020، صكوك Prihatin لجمع تمويل بقيمة 666 مليون رينجيت ماليزي. وتعتبر هذه الصكوك هي أول صكوك رقمية يتاح الاكتتاب فيها عن طريق شبكة الإنترنت ومن خلال المنصات المصرفية الرقمية لحوالي 27 بنك ماليزي. وقد تضمن هذا الصك خياراً يعطي للمستثمر الحق في التبرع بالقيمة الأسمية للصك عندما يحل أجل استحقاقه، والبالغ سنتين، مع منح المتبرع معاملة ضريبة خاصة، كحافز مقدم من جانب الحكومة لتحفيز المستثمرين على التبرع.

– تطور سوق تداول الصكوك الثانوية: تلعب بورصة ماليزيا دوراً هاماً في توفير منصة لإدراج الصكوك المقومة بالرينجيت الماليزي وغيره من العملات الأجنبية، سواء كانت مصدره من كيانات محلية أو دولية، مدرجة أو غير مدرجة في البورصة. ويؤدي إدراج الصكوك للتداول في منصة بورصة ماليزيا إلي زيادة الشفافية والحوكمة، فالصكوك المدرجة تتمتع بقدر أكبر من الوضوح والشفافية مع الإفصاح عن المعلومات التي يتم تقديمها إلى العامة وإلى جميع المتعاملين في السوق. فضلاً عن ذلك، يفيد إدراج الصكوك في تكوين ملف شامل عن سمات المصدرين للصكوك وتحليل سلوكهم واتجاهاتهم بشكل يسهل جمع الأموال في المستقبل، من خلال جذب استثمارات من شريحة أوسع من المؤسسات والمستثمرين ذوي الملاة المالية المرتفعة من مختلف أنحاء العالم (IIFM, 2021).

– توأمة كوادربشرية تتمتع بمهارات عالية في مجال التمويل الإسلامي: فقد ازدهر ابتكار الصكوك في ماليزيا نتيجة توافر بيئة تضم خبراء منفتحين على أفكار جديدة، تساندهم جهات تنظيمية تشجع بحماس تطوير منتجات مالية جديدة ومبتكرة. وتعزز هذا بالنمو في القوة العاملة بالقطاع المالي الإسلامي المحلي التي يتوقع أن يرتفع عدد العاملين فيه من 144 ألف إلى 200 ألف موظف خلال هذا العقد. وعلاوة على ذلك، قدم البنك الدولي مساعدة فنية في إنشاء جهات اعتماد محلية للصكوك بصفة عامة وللصكوك الخضراء بصفة خاصة، مما أعطى دفعة مهمة لهذه المنظومة (عبد العزيز & تشانغ، 2019).

– الاتجاه لإصدار صكوك التمويل المستدام والأخضر ذات الأثر الاجتماعي ووضع أطروا إرشادات متكاملة لها: حيث اتجهت ماليزيا إلى إصدار صكوك خضراء أو مستدامة تركز على تمويل مشروعات البنية التحتية الصديقة للبيئة، وكذلك مشروعات البنية التحتية ذات الأثر الاجتماعي. وتستهدف هذه الصكوك دعم شركات وجهات تعمل بالتعاون مع الحكومة لتقديم خدمات أساسية كالتهذيب والصحة، ويعتمد تحقق العائد لحملة هذه الصكوك على تحقيق أثر اجتماعي مقاس بمؤشرات أداء دقيقة. ومن أهم خطوات

إنشاء منظومة قوية؛ وضع أساس لها. حيث تستفيد منظومة التمويل الإسلامي المستدام في ماليزيا من مجموعة شاملة من الإرشادات من بينها؛ إطار صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول SRI، وصناديق الاستثمار المستدام والمسؤول الصادرة عن هيئة الأوراق المالية في ماليزيا. وتوفر هذه الإرشادات إطاراً تنظيمياً يسهل الطريق إلى تمويل أكثر مراعاة للبيئة، واجتماعي، ومستدام. كما بدأت أيضا الجهات الأخرى المنظمة للشؤون المالية، مثل البورصة الماليزية، في وضع متطلبات للشركات الكبرى بإعداد تقارير عن الاستدامة حتى تتمكن من الاستفادة من إطار صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول SRI، وأصدر البنك المركزي الماليزي بالتعاون مع الجامعة العالمية العملية للتمويل الإسلامي INCEIF University وثائق إرشادية تسهل عمليات الوساطة المالية وبشكل يجعل عمليات التمويل تتوافق مع متطلبات التمويل الإسلامي وبما يتفق مع أحكام الشريعة (عبد العزيز & تشانغ، 2019).

## (6) تحليل البنية التشريعية للصكوك السيادية في مصر

في سعيها لتعزيز الاستفاد من الصكوك كأداة لتمويل استثمارات البنية التحتية، تقدمت الحكومة المصرية بمشروع قانون للصكوك السيادية والذي عرض على مجلس النواب وتم إقراره والموافقة عليه ثم نشره لاحقاً في الجريدة الرسمية في 15 أغسطس من عام 2021. وفي هذا الجزء من البحث سوف نستعرض أهم الملامح المميزة للقانون رقم 138 لسنة 2021 الخاص بالصكوك السيادية.

### (1-6) السمات واللامح المميزة لقانون الصكوك السيادية رقم 138 لسنة 2021

من خلال استقراء نصوص وأحكام قانون الصكوك السيادية رقم 138 لسنة 2021 ولانحته التنفيذية يمكن تحديد أهم الملامح التي تميزه والتي تمثل الجانب الإيجابي في القانون وذلك على النحو التالي:

- التأكيد على أن الهدف الرئيسي للقانون هو تمويل استثمارات البنية التحتية الاقتصادية والاجتماعية: فقد نصت المادة الثانية من القانون رقم 138 لسنة 2021 بشكل صريح على أن الهدف الرئيسي، بل والوحيد من القانون هو استخدام حصيلة الإصدار في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنمية المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة على النحو الذي يصدره قرار من وزير المالية بعد التشاور مع وزير التخطيط. وهذا يعني بوضوح توجيه الحصيلة لاستثمارات الباب السادس والتي تتعلق بالاعتمادات التي تخصص للبنية التحتية ذات الطبيعة الاقتصادية والاجتماعية.
- تركيز الاهتمام على التمويل الأخضر والمستدام: فقد أولي المشرع المصري اهتماماً كبيراً بالبعد البيئي في استثمارات البنية التحتية الممولة بالصكوك السيادية. فالمادة رقم (5) من اللائحة التنفيذية للقانون تنص على أنه يجوز للجهة المصدرة إصدار الصكوك السيادية بكافة أنواعها بما في ذلك الصكوك الخضراء أو صكوك التنمية المستدامة بشرط إجازة لجنة الرقابة.
- إضافة مؤسسات جديدة لم تكن موجودة من قبل في مصر ووضع الضوابط المنظمة لعملها: حيث تساهم عملية التصكيك السيادي في ظهور ونشأة العديد من المؤسسات التي تزود هذه الصناعة بمدخلاتها الأساسية، ويأتي على رأس هذه المؤسسات:

○ شركة التصكيك السيادي: أسهب القانون رقم 138 لسنة 2021 ولائحته التنفيذية في تحديد مفهوم ومسئوليات هذه الشركة والضوابط التي تنظم عملها. فوفقا للمادة الأولى من القانون رقم 138، فإن شركة التصكيك السيادي هي شركة مساهمة مصرية مملوكة بالكامل للجهة المُصدرة، وهي شركة ذات غرض وحيد هو إصدار الصكوك السيادية، ويكون لها حق الانتفاع بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك بصفتها وكيلًا عن مالكي الصكوك السيادية. ووفقا للمادة رقم (12) من اللائحة التنفيذية للقانون تتولى شركة التصكيك السيادي إدارة وتنفيذ عملية إصدار الصكوك السيادية وذلك من خلال؛ التوقيع على كافة العقود والاتفاقيات المرتبطة بالإصدار مع كافة الجهات المعنية، وتلقي حسيبة الإصدار وتحويل هذه الحسيبة لحساب الجهة المُصدرة، ومتابعة العوائد الدورية المستحقة لمالكي هذه الصكوك، ومتابعة إجراءات رد القيمة الاستردادية المستحقة لحملة هذه الصكوك عند انتهاء مدة الصك أو عند حلول موعد السداد المعجل لهذه القيمة. وعلى الشركة موافاة الهيئة العامة للرقابة المالية وبورصة الأوراق المالية المصرية بمتطلبات الإفصاح الواردة بقواعد قيد وشطب الأوراق المالية الحكومية فيما يخص إصدارات الصكوك السيادية بالسوق المحلية. كما وضعت المادة رقم (18) من القانون مجموعة من الضوابط المتعلقة بمتطلبات الإفصاح التي يجب أن تلتزم بها شركة التصكيك السيادي لعل أهمها:

- إمساك حسابات مستقلة لكل إصدار من إصدارات الصكوك السيادية.
  - تلتزم شركة التصكيك السيادي بمعايير المحاسبة والمراجعة التي تلتزم بها الشركات المصدرة للصكوك غير السيادية.
  - تتولى الهيئة العامة للرقابة المالية إعداد تقرير سنوي وفقا لمتطلبات الإفصاحات والشفافية والحوكمة يقدم إلى رئيس الجمهورية ومجلس النواب ورئيس مجلس الوزراء. ووفقا لنص المادة رقم (17) من اللائحة التنفيذية، فإن التقرير السنوي يجب أن يتضمن؛ ملخص بالقوائم المالية الدورية للشركة، ومدى التزام الشركة بقواعد الإفصاح والشفافية والحوكمة والرقابة الداخلية وإدارة المخاطر، ومدى التزام أطراف عملية التصكيك بقواعد الإفصاح وقواعد القيد والتداول بالبورصات حال قيد الصكوك السيادية ببورصة الأوراق المالية المصرية.
- كما أكدت المادة رقم (16) من اللائحة التنفيذية على ضرورة التزام شركة التصكيك السيادي بالضوابط الخاصة بنظم عمل الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر الخاصة بنشاط الشركة، والتي تتضمن؛ الالتزام بأحكام القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لنشاطها، وتوصيف وتقييم ومتابعة المخاطر التي قد يتعرض لها كل إصدار من إصدارات الصكوك السيادية والعمل على إدارتها وتجنب آثارها خلال مدة الصك، وتعيين مسئول عن الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر.

○ لجنة الرقابة: وهي لجنة مكونة من المتخصصين في مجالات التمويل والاقتصاد والقانون والشريعة الإسلامية، تختص؛ بإجازة الأصول محل التصكيك بما يفيد توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وإجازة نشرة الإصدار وجميع صيغ التعاقدات الخاصة بإصدار الصكوك السيادية داخل مصر وخارجها

بما يفيد توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، والتحقق من استمرار التعامل في الصكوك السيادية وحتى استرداد قيمتها وفق مبادئ الشريعة الإسلامية. وقد نصت المادة رقم (19) من القانون على أن تشكل لجنة الرقابة من رئيس من ذوي الخبرة الاقتصادية وستة أعضاء غير متفرغين، على أن يكون من بينهم ثلاثة من ذوي الخبرة في مجال التمويل، وعضو قانوني، يرشحهم وزير المالية، واثنان من ذوي الخبرة في الشريعة الإسلامية يرشحهما شيخ الأزهر الشريف. ومن النقاط الإيجابية في تشكيل هذه اللجنة هو جواز ضم خبير أجنبي من ذوي الخبرة في التمويل الإسلامي يرشحه شيخ الأزهر بالتشاور مع الوزير المختص، وإن كان من الأفضل أن يكون عضوية الخبير الأجنبي عضوية منصوص عليها كعضو سابع إلزامي خاصة في حالة الإصدارات الدولية وذلك لإعطاء مصداقية أكبر للمكاتب في الصكوك السيادية التي تعتمده الحكومة المصرية طرحها في السوق الدولي. كذلك حسنا فعل المشرع حينما نص على أنه في جميع الأحوال لا تصح قرارات اللجنة إلا بموافقة أحد العضوين المصريين من ذوي الخبرة في الشريعة الإسلامية على الأقل.

○ اللجنة العليا للتقييم: وهي لجنة من الخبراء تختص وفقا للمادة رقم (12) من القانون بتقييم حق الانتفاع أو تقدير القيمة الإيجارية للأصول التي تصدر الصكوك السيادية بناء عليها، وذلك وفقا لمعايير التقييم المالي للمنشآت ومعايير التقييم العقاري الصادرة عن الوزير المختص.

- التفاعل مع متطلبات التحول الرقمي في المعاملات المالية: من أهم مميزات القانون رقم 138 لسنة 2021 هو تفاعله الواضح مع قضية التحول الرقمي والسماح بإتمام المعاملات المالية بشكل إلكتروني. فقد نصت المادة رقم (3) من القانون على إمكانية إصدار الصكوك السيادية في شكل شهادة ورقية أو إلكترونية. ولا شك في أن إصدار الصكوك بشكل رقمي يسمح بتوسيع مجال الاكتتاب في الصكوك وتداولها لعدد كبير من المستثمرين خاصة أولئك الذين لديهم قدرة على استخدام البرامج الإلكترونية للاكتتاب والتداول.
- السماح بقيود وتداول الصكوك السيادية في بورصة الأوراق المالية: وذلك بهدف تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في الصكوك السيادية، حيث أن تداول الصكوك إذا كانت من النوع القابل للتداول يسهل عملية تسهيل قيمة الصكوك في أي وقت. فوفقا لنص المادة رقم (8) من القانون تحفظ الصكوك السيادية التي تطرح داخل جمهورية مصر العربية بشركة الإيداع والحفظ والقيود المركزي المختصة وفقا لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم 93 لسنة 2000، وتقييد بالبورصة المصرية للأوراق المالية، ويتم تداول الصكوك وفقا لقواعد التداول المعمول بها في البورصة المصرية بشأن الأوراق المالية الحكومية التي تطرح داخل مصر. أما بالنسبة للصكوك التي تطرح خارج مصر، فقد نصت المادة رقم (9) من القانون على أن تحفظ بأحد البنوك الدولية المعنية بالإيداع والحفظ والقيود المركزي، ويكون قيدها وتداولها بأي من البورصات الدولية وفقا للقواعد المتبعة للأوراق المالية الحكومية التي تطرح خارج مصر.

- التوافق مع اعتبارات الأمن القومي المصري: تضمن القانون العديد من المواد التي تؤكد على أن الصكوك ليست أداة ملكية دائمة في الأصول الحكومية التي تصدر على أساسها الصكوك السيادية، وهو ما يتوافق مع متطلبات الأمن القومي لمصر. وتمثل أهم النقاط التي تضمنها القانون وترتبط بهذا الغرض:
  - تحديد مدة للانتفاع بالصكوك السيادية: حيث نصت المادة الأولى من القانون على جواز إصدار الصكوك السيادية لمدة لا تتجاوز ثلاثين عاماً.
  - النص صراحة على أن يقتصر حق حملة الصكوك على الانتفاع بمنافع الأصل دون حق الرقبة: فقد نصت المادة رقم (11) من القانون على أن تستخدم الأصول الخاضعة لأحكام هذا القانون أساساً لإصدار الصكوك السيادية، عن طريق الانتفاع بها دون حق الرقبة.
- وجود ضمانات متعددة لحماية حقوق حملة الصكوك: وهذا يتضح من:
  - التأكيد في المادة الأولى من القانون على ضرورة أن يصاحب عملية التصكيك السيادي وجود نشرة للإصدار تتضمن: جميع بيانات وشروط ومواصفات إصدار الصكوك السيادية، وطريقة توزيع العائد، وشروط وأوضاع التسوية المالية سواء أكان الاسترداد معجلاً أم في نهاية مدة الإصدار. وهذا يزيد من درجة اليقين ويقلل من عدم التأكد في الإصدار، وهو أحد الشروط التي يقوم عليها التمويل الإسلامي.
  - تأكيد المادة الرابعة على حق حملة الصكوك في الحصول على تعويض في حالي التعدي أو التقصير.
  - نصت المادة رقم (13) من القانون على جواز الحجز أو اتخاذ أي إجراءات تنفيذية على الأصول التي تصدر على أساسها الصكوك السيادية، أثناء مدة الصك.
  - حق مالكي الصكوك السيادية ذات الإصدار الواحد على تكوين جماعة لحماية المصالح المشتركة لأعضائها يطلق عليها وفقاً لنص المادة رقم (21) من القانون "جماعة مالكي الصكوك السيادية".
  - تشديد العقوبات في حالة التلاعب بما يضر حملة الصكوك السيادية.
- التأكيد على ضرورة الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء: وهو ما تكرر في كثير من المواد. فعلى سبيل المثال، نصت المادة رقم (4) من القانون على أنه لا يجوز أن تتضمن عقود الصكوك ضمان حصة مالك الصك في الأصول أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك. كما نصت المادة رقم (11) على أن تستخدم الأصول الخاضعة لأحكام هذا القانون بما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
- فتح الباب أمام التصكيك شبه السيادي: فالمادة رقم (11) من اللائحة التنفيذية تشير إلى أنه يجوز لشركة التصكيك السيادي التعاون أو التعامل مع الهيئات أو الشركات أو المؤسسات المحلية أو الدولية التي تزاول أعمالاً شبيهة لأعمالها لتحقيق غرضها فيما يخص إصدارات الصكوك السيادية داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها. وعلي الرغم من عدم النص صراحة في القانون على إصدار صكوك شبه سيادية، إلا أن نص المادة (11) يفتح الباب للمؤسسات والشركات المحلية العاملة في قطاعات متصلة باستثمارات خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية والتي تشمل علي استثمارات البنية التحتية بالتعاون مع شركة التصكيك السيادي لطرح إصدارات لتمويل نشاطها، كما أن هذا يفتح الباب أمام المؤسسات الدولية مثل

البنك الإسلامي للتنمية والبنك الدولي للقيام بالتصكيك عن طريق شركة التصكيك السيادي وتوجيه الحصيلة لمشروعات في قطاعات البنية التحتية يتم تنفيذها علي الأراضي المصرية.

## (2-6) المشكلات الناتجة عن القانون رقم 138 لسنة 2021

من خلال استقراء نصوص قانون الصكوك السيادية في مصر ولائحته التنفيذية اتضح لنا أن هذا القانون يعاني من عدة مشاكل وصعوبات نتيجة الغموض في صياغة بعض المواد من ناحية، ووجود تضارب بين هذه المواد وبعضها البعض من ناحية أخرى. ويمكن حصر أهم هذه المشاكل في النقاط التالية:

— **الاقْتِصَارُ عَلَى تَعْرِيفِ بَعْضِ أَنْوَاعِ الصَّكُوكِ وَتَجَاهُلِ الْبَعْضِ الْآخَرَ:** نصت المادة الثانية من القانون على أن للجهة المصدرة، دون غيرها، إصدار الصكوك السيادية بصيغها الشرعية كافة، وفقاً للضوابط التي تضعها اللائحة التنفيذية لهذا القانون. وتعطي صياغة المادة الثانية من القانون، انطباعاً بأن اللائحة التنفيذية فيما تفصيل لكافة الصيغ الشرعية التي يمكن الاستناد إليها في إصدار الصكوك السيادية، إلا أنه بالاطلاع على اللائحة التنفيذية سنجد أن المادة الخامسة منها قد تطرقت فقط إلى الإشارة إلى بعض أنواع الصكوك وليس كل الأنواع. حيث حصرت هذه المادة صيغ الصكوك في أربع صيغ لا غيرها؛ صكوك المريحة، صكوك الإجارة، صكوك الإستصناع، صكوك الوكالة. في حين تجاهلت اللائحة التنفيذية الصيغ والعقود الشرعية الأخرى التي يمكن استخدامها في عملية التصكيك السيادي، حيث لم يكلف المشرع نفسه عناء حصر وتعريف صيغ صكوك المشاركة والمزارعة والمساقاة والسلم والمضاربة وغيرها من الأنواع الأخرى التي ثبت نجاحها كأداة للتمويل بصفة عامة وفي قطاعات البنية التحتية بصفة خاصة في عديد من دول العالم، الأمر الذي قد يقلل من فرص الاستفادة من هذه الصيغ خاصة مع عدم النص عليها صراحة في متن اللائحة التنفيذية للقانون.

— **عدم وضوح المعاملة الضريبية للصكوك السيادية:** تتسم المعاملة الضريبية المقررة للصكوك السيادية بالغموض وعدم الوضوح. حيث نصت المادة (6) من القانون رقم 138 لسنة 2021 على "تسري على عوائد الصكوك السيادية وعلى عائد التداول عليها المعاملة الضريبية المقررة على سندات الخزنة العامة". وبالنظر إلى قانون الضريبة على الدخل رقم 91 لسنة 2005 نجد أن المادة (31) قد نصت على "يعفي من الضريبة ما يحصل عليه الأشخاص الطبيعيون من عوائد السندات وصكوك التمويل على اختلاف أنواعها المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية التي تصدرها الدولة أو شركات الأموال". وقد كان الهدف المقرر من هذا الإعفاء، عند صدور القانون في عام 2005، هو تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في سندات الخزنة المصرية باعتبارها أداة حيوية تستخدم من قبل الحكومة المصرية في تمويل العديد من المشروعات التنموية طويلة الأجل ذات المردود الاقتصادي والاجتماعي الموجب على الاقتصاد الوطني.

وقد استمرت هذه المعاملة الضريبية المقررة للسندات، إلى أن صدر القانون رقم 182 لسنة 2020، والذي بموجبه تم إلغاء الإعفاء المقرر على عوائد أذون الخزنة والسندات حيث نصت المادة الأولى منه على "تلغي نصوص القوانين التي تقرر إعفاء عوائد أذون الخزنة والسندات التي تصدرها وزارة المالية، أو إعفاء الأرباح

الرأسمالية الناتجة عن التعامل في هذه الأذون والسندات من الضريبة على الدخل، وإنما وردت هذه النصوص". وبناء على هذا النص تكون عوائد وناتج التعامل في الصكوك السيادية خاضعة للضريبة على الدخل شأنها شأن السندات وأذون الخزانة. إلي أن صدر القانون رقم 3 لسنة 2021 بتعديل بعض أحكام القانون رقم 182 لسنة 2020، والذي نصت المادة الأولى منه على "تضاف فقرة تالية للفقرة الثانية بالمادة الأولى من القانون رقم 182 لسنة 2020 نصها الأتى: كما تعفي العوائد والأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل في السندات التي يتم إصدارها باسم الحكومة المصرية وطرحها للاكتتاب في أسواق المال العالمية بضمنان الخزانة العامة من جميع الضرائب والرسوم طوال مدتها". وبذلك نلاحظ أن المشرع الضريبي المصري قد فرق بين المعالجة الضريبية للسندات الصادرة باسم الحكومة المصرية والتي تطرح للاكتتاب في أسواق المال العالمية عن المعالجة الضريبية للسندات التي تطرح في سوق الأوراق المالية المصرية، حيث تعفي عوائد الأولى من الخضوع لكافة أنواع الضرائب والرسوم في حين تخضع عوائد الثانية للضريبة على الدخل. وبما أن المادة (6) من القانون رقم 138 لسنة 2021 أقرت بـسريان نفس المعاملة الضريبية المقررة على سندات الخزانة العامة على عوائد الصكوك السيادية وعلى عائد تداولها، فإن هذا يعني إعفاء عوائد الصكوك السيادية التي تطرحها الحكومة المصرية في الأسواق العالمية من الخضوع لكافة أنواع الضرائب والرسوم في حين تخضع عوائد الصكوك السيادية التي تطرح في سوق الأوراق المالية المصرية للضريبة على الدخل.

ويري الباحث أن الفقرة المضافة بموجب القانون رقم 3 لسنة 2020 تعتبر منطوقية في تاريخ صدورهما، ففي هذا التوقيت كان قانون الصكوك السيادية المصري لم يصدر بعد لذا كان من الطبيعي إعفاء الأوراق المالية الحكومية التي تصدرها الحكومة المصرية في الأسواق الخارجية وذلك لتشجيع المستثمرين الأجانب على الاكتتاب في هذه الصكوك وبالتالي المساهمة في تنويع وسائل التمويل بالعملية الأجنبية. إلا أنه بصور قانون الصكوك السيادية في مصر والذي صدر بتاريخ لاحق في عام 2021 كان من الضروري علي المشرع المصري الأخذ في الحسبان أن قانون الصكوك السيادية صدر لتشجيع الاكتتاب في الصكوك السيادية بصفة عامة سواء تم إصدارها في السوق المحلي أو العالمي، وهو ما يستدعي ضرورة تعديل القانون رقم 3 لسنة 2021 بأن يسري الإعفاء من جميع الضرائب والرسوم علي كافة أنواع الصكوك السيادية التي تصدر باسم الحكومة المصرية سواء تم طرحها في أسواق المال العالمية أو سوق المال في مصر، حيث أن التفرقة في المعاملة الضريبية باختلاف طبيعة سوق الإصدار هو أمر يتحيز ضد سوق الأوراق المالية المصرية، ويتعارض مع الهدف الأصلي من إصدار قانون الصكوك السيادية وهو تشجيع المستثمرين الأجانب والمصريين علي الاكتتاب في الصكوك السيادية، ويدفع المستثمرين إلي البحث عن بدائل استثمارية أخرى غير خاضعة للضريبة مثل شهادات الاستثمار ذات العائد المرتفع الصادرة عن طريق البنك الأهلي المصري وبنك مصر، وهو ما يعني عدم جدوي إصدار قانون خاص بالصكوك السيادية.

فضلاً عن ذلك، فإن وجود اختلاف كلي في الخصائص المميزة للصكوك السيادية عن تلك المميزة لأذون الخزانة والسندات هو أمر يستدعي أن تتغير طبيعة المعالجة الضريبية للصكوك السيادية عن المعالجة الضريبية لأذون الخزانة والسندات، حيث يجب النظر إلى الصكوك السيادية نظرة مختلفة من حيث المعالجة الضريبية وذلك



لتشجيع المستثمرين على الدخول فيها والتنوع في طرق المعالجة من العوامل المساعدة على ذلك. كذلك فإن السندات وأذون الخزانة أوراق مالية تتجه بمسئمتريها فقط الى ركن الربح ولم تعالج معهم عملية تحقق الخسارة، في حين أن الصكوك السيادية قائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة وهو ما يجعلها تحتاج لمعالجة ضريبية مختلفة.

— تجاهل التخصص الدقيق للخبراء في لجنة الرقابة: لجنة الرقابة والتي ورد تشكيلها في المادة رقم (19) من القانون، كان من الواجب أن ينص صراحة في تشكيلها على أن العضوين الخبيرين في الشريعة الإسلامية يكونان من المتخصصين في علم الاقتصاد، وهناك تخصص شهير يسمى بالاقتصاد الإسلامي. مع العلم بأنه تم معالجة ذلك من خلال إضافة خبراء في التمويل والاقتصاد في عضوية هذه اللجنة.

— عدم وضوح آلية تداول الصكوك في السوق الثانوية: فالقانون رقم 138 ولائحته التنفيذية رغم أنه نص، كما سبق وأوضحنا في مادته الثامنة والتاسعة، على قيد وتداول الصكوك المصدرة وفقا لهذا القانون في سوق الأوراق المالية المصرية والدولية، إلا أنه لم يوضح آلية التداول في السوق الثانوية. فالصك كما يعتبر منتجا يجمع بين سمات السند والسهم، فهل يتم تداول الصكوك السيادية عبر منصة السندات الحكومية؟ أم يتم تداولها عبر منصة الأسهم؟ أم تفرد لها منصة خاصة؟

— تضارب مواد القانون ولائحته التنفيذية فيما يتعلق بقابلية الصكوك للتداول: فتعريف الصكوك السيادية بالمادة الأولى من القانون يوحي بأن كافة أنواع الصكوك قابلة للتداول، حيث أشارت إلى أن "الصكوك السيادية هي أوراق مالية حكومية متساوية القيمة وقابلة للتداول". ويتجاهل هذا التعريف أن بعض أنواع الصكوك غير قابلة للتداول مثل تلك القائمة على صيغ الديون. فوفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، فإن إمكانية تداول الصكوك في السوق الثانوي يتطلب ألا تمثل الصكوك أصولاً مالية كالديون والذمم المالية، بل ينبغي أن يغلب عليها الأصول المادية (قندوز، 2022). فصكوك السلم غير قابلة للتداول شرعاً، وصكوك المرابحة والإستصناع يمكن تداولها في مرحلة ما من عمر الصك ولا يمكن تداولها في مراحل أخرى (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2014). فإذا كان هناك توجه من جانب الحكومة لتداول كافة أنواع الصكوك بغض النظر عن مشروعية ذلك في بعض الصيغ، فإن هذا قد يجعل الكثير من مستثمري الصكوك يحجموا عن الاكتتاب فيها.

— وربما تداركت اللائحة التنفيذية هذا الأمر حينما نصت في مادتها الثامنة على "لمالكي الصكوك السيادية خلال مدة الإصدار الحق في تداول الصكوك السيادية وفقا لصيغ إصدار الصكوك السيادية"، إلا أن التعارض بين مواد القانون ومواد اللائحة التنفيذية فيما يخص إمكانية تداول كافة أنواع الصكوك أو بعضها يظل قائماً.

— عدم وضوح آلية تحديد القيمة الاسترشادية للصك: فالمادة رقم (10) من القانون تؤكد علي حق مالكي الصكوك السيادية في استرداد القيمة الاسترشادية في نهاية مدة الصك السيادي، كما يجوز للجهة المصدرة رد القيمة الاسترشادية لمالكي الصكوك قبل نهاية مدة الصك وفقا لنشرة الإصدار. إلا أن القانون ولائحته التنفيذية لم توضح بأي حال من الأحوال الطريقة التي سيتم بناءً عليها تقييم القيمة الاسترشادية للصك،

وهو ما قد يثير اللبس والغموض، فهل يتم الاسترداد بالقيمة السوقية في تاريخ الاسترداد في حالة عدم فناء الأصل (وهو الأفضل بالطبع ويتوافق مع طبيعة التمويل الإسلامي)؟ أم يتم الاسترداد بالقيمة الاسمية (وهو ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية)؟ أم وفقاً لأساس آخر؟

كذلك أشارت المادة رقم (10) من القانون إلى إمكانية الاسترداد المعجل وإجراء تسوية مالية قبل نهاية مدة الصك، دون تحديد للأسباب التي تستوجب الإطفاء المبكر للصك السيادي.

ومما لا شك فيه، فإن قيام الحكومة المصرية بإصدار القانون رقم 138 لسنة 2021 يعد شرطاً ضرورياً لنجاح تجربة الحكومة المصرية في استخدام الصكوك السيادية كأداة لتمويل استثمارات البنية التحتية، ولكنه ليس كافياً. حيث يتطلب الأمر وضع مجموعة من المقومات والآليات من قبل الحكومة المصرية بما يساعد على تفعيل هذا الدور.

## (7) نتائج الدراسة

بعد تحديد المشكلة البحثية واستخدام المنهج المناسب للبحث والتحليل، أسفر البحث عن النتائج التالية:

- أظهرت نتائج التحليل أنه على الرغم من النمو المطرد في المخصصات المالية الموجهة من جانب الحكومة المصرية إلى استثمارات قطاعات البنية التحتية المختلفة، إلا أن التقديرات تشير إلى وجود فجوة استثمارية ضخمة تتخطى قدرات الموازنة العامة للدولة، حيث تصل حجم هذه الفجوة في مصر خلال الفترة من 2016 إلى 2040 إلى نحو 230 مليار دولار.
- أوضح البحث أنه في ظل ما تعانيه قطاعات البنية التحتية في مصر من وجود فجوة تمويلية ضخمة، بدأت الحكومة المصرية مؤخراً الاتجاه نحو إيجاد سبل أخرى لتمويل الاستثمارات في هذه القطاعات ومن ضمن هذه السبل الصكوك السيادية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، فاتجهت الحكومة المصرية إلى إصدار القانون رقم 138 لسنة 2021 وتبع ذلك إصدار لائحته التنفيذية.
- أكد البحث على أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك السيادية في تدبير الاحتياجات التمويلية لقطاعات البنية التحتية في مصر، خاصة مع نجاح تجارب كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية والإمارات واندونيسيا في هذا المجال، فضلاً عن قيام بعض الدول الأوروبية مثل ألمانيا وإنجلترا باستنساخ قصص النجاح من هذه التجارب، الأمر الذي أسفر عن ابتكار صيغ للصكوك مشتقة في الأساس من عقود التمويل الإسلامي، فظهرت صكوك سيادية مبنية على عقود الإجارة والمضاربة والمشاركة والإستصناع والسلم وغيرها، كما أسفر التطور عن ظهور صيغ هجينة تتناسب مع طبيعة المخاطر التي تنتج عن استثمارات البنية التحتية.
- أظهر تحليلنا للتجربة الماليزية أن استخدام الصكوك في تمويل مشاريع البنية التحتية ممكن، بما في ذلك مشاريع الشراكة بين القطاعين العام والخاص، بفضل هياكلها المرنة والمتنوعة، بما يتيح الاعتماد عليها وفقاً لمراحل مختلفة من مشاريع البنية التحتية. وقد ظهر هذا واضحاً عند استعراضنا لدراسات حالة

مختلفة من ماليزيا وذلك مثل؛ صكوك تجزئة شركة DanInfra، وصكوك خزانة إحسان للتنمية المستدامة، والصكوك الخضراء لشركة تاداوا، وغيرها.

- أوضح البحث أن نجاح تجربة ماليزيا في استخدام الصكوك كأداة لتمويل مشروعات البنية التحتية يمكن إرجاعه إلى مجموعة متنوعة من العوامل لعل أهمها: البيئة القانونية والتنظيمية الموالية، وجود مستويات مرتفعة من الدعم الحكومي، والتوسع في منح الإعفاءات الضريبية، والتفاعل الإيجابي مع المستجندات والتطور الرقمي، وتطور سوق تداول الصكوك، وتوافر كوادرات بشرية تتمتع بمهارات متطورة في مجال التمويل الإسلامي، ووضع أطر وإرشادات متكاملة لصكوك التمويل المستدام والأخضر.

- أوضح البحث أن صدور القانون رقم 138 لسنة 2021 بإصدار الصكوك السيادية يعد بمثابة الدعامات الأولى لتوفير بيئة ملائمة تعمل على تفعيل ونجاح دور هذه الأداة المستحدثة في تمويل استثمارات البنية التحتية، خاصة مع النص بشكل صريح في مواد القانون على أن الهدف الرئيسي من القانون هو استخدام حصيلة الإصدار في تمويل المشروعات الاستثمارية والتنمية المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة.

- أسفر استقرائنا لنصوص وأحكام قانون الصكوك السيادية رقم 138 لسنة 2021 ولائحته التنفيذية عن وجود العديد من الجوانب الإيجابية في القانون لعل أبرزها؛ إضافة مؤسسات جديدة لم تكن موجودة من قبل في مصر ووضع الضوابط المنظمة لعملها فظهرت شركة التصكيك السيادي ولجنة الرقابة واللجنة العليا للتقييم والتي تشكل البنية الأساسية لهذه الصناعة. فضلاً عن وجود ضمانات متعددة لحماية حقوق حملة الصكوك لعل أهمها الحق في تكوين ما يعرف بجماعة مالكي الصكوك السيادية. علاوة على التفاعل مع متطلبات التحول الرقمي في المعاملات المالية وذلك من خلال السماح بإصدار الصكوك السيادية في شكل شهادة إلكترونية. كما سمح القانون ببيع وتداول الصكوك السيادية المحلية في بورصة الأوراق المالية المصرية، وبيع وتداول الصكوك السيادية الدولية في البورصات الدولية، وهو ما يعمل على تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في الصكوك السيادية المصرية.

- كما أسفر استقراء نصوص قانون الصكوك السيادية في مصر ولائحته التنفيذية عن وجود عدة مشاكل وصعوبات نتيجة الغموض في صياغة بعض المواد من ناحية، ووجود تضارب بين هذه المواد وبعضها البعض من ناحية أخرى. ولعل أبرز هذه المشاكل هو ما يتعلق بغموض المعاملة الضريبية للصكوك السيادية، وعدم معاملتها معاملة ضريبية مميزة بشكل يساهم في تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في إصدارات الحكومة المصرية من هذه الأداة التمويلية المستحدثة على المجتمع المصري.

- أوضح البحث أن المعالجة الضريبية المقررة بموجب القانون 138 لسنة 2021 لتحفيز غير صالح الصكوك السيادية التي تطرح للاكتتاب في سوق الأوراق المالية المصرية، وذلك نتيجة لخضوع عوائدها للضريبة على الدخل. وهو ما يتعارض مع اتجاه الدولة لتوسيع قاعدة الشمول المالي وجذب مزيد من

المستثمرين المحليين الذين يحجمون عن الاستثمار في أوجه الاستثمار التقليدية القائمة على التمويل الربوي.

- أظهر التحليل أن اللائحة التنفيذية للقانون 138 لسنة 2021 قد حصرت أنواع الصكوك السيادية في أربعة أنواع وهي: صكوك المراجعة، والإجارة، والإستصناع، والوكالة. في حين تجاهلت الصيغ والعقود الشرعية الأخرى التي يمكن استخدامها في عملية التصكيك السيادي، حيث لم يكلف المشرع نفسه عناء حصر وتعريف صيغ صكوك المشاركة والمزارعة والمساقاة والسلم والمضاربة وغيرها من الأنواع الأخرى التي ثبت نجاحها كأداة لتمويل استثمارات البنية التحتية في عديد من دول العالم، الأمر الذي قد يقلل من فرص الاستفادة من هذه الصيغ خاصة مع عدم النص عليها صراحة في متن اللائحة التنفيذية للقانون.

### (8) توصيات الدراسة

إن نجاح تجربة الحكومة المصرية في استخدام الصكوك السيادية في تمويل استثمارات البنية التحتية هورهن بتوافر مجموعة من المقومات والضوابط، وتلعب الدولة دوراً جوهرياً في توفير هذه المقومات. ويأتي على رأس هذه المقومات تهيئة البيئة القانونية والتشريعية والتنظيمية المناسبة لإصدار الصكوك السيادية، وتقديم حزمة من الحوافز لتشجيع المستثمرين على الاكتتاب في الصكوك السيادية المطروحة، مع ضرورة الحرص على تحقيق عائد مقبول ومرضي للمستثمرين في الصكوك.

مقومات نجاح استخدام الصكوك السيادية في تمويل قطاعات البنية التحتية:

- تهيئة البيئة القانونية والتشريعية والتنظيمية المناسبة: حسنا فعلت الحكومة المصرية حينما أصدرت القانون رقم 138 لسنة 2021 والذي ينظم كافة ما يتعلق بإصدار الصكوك السيادية، وما تبعه من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 1574 لسنة 2022 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية. فوجود قانون مستقل ينظم آليات وضوابط إصدار الصكوك السيادية يعتبر الضمانة الأولى لنجاح تجربة الصكوك السيادية في مصر. إلا أن استقراءنا لمواد القانون ولانحته التنفيذية نتج عنه استنتاج بعض الجوانب السلبية التي ربما تحبط تجربة الصكوك قبل أن تبدأ، مما يتطلب ضرورة إعادة النظر في بعض هذه المواد، وفي هذا الإطار يقترح الباحث:

○ ضرورة إعادة صياغة المادة الخامسة من اللائحة التنفيذية لتتوافق مع ما جاء في القانون. حيث أشار الأخير في كثير من مواده إلي حق الجهة المصدرة في إصدار الصكوك بكافة صيغها الشرعية، في حين قصرت اللائحة التنفيذية في مادتها الخامسة عملية التصكيك السيادي على أربعة أنواع وذكرتهم على سبيل الحصر في؛ صكوك المراجعة وصكوك الإجارة وصكوك الإستصناع وصكوك الوكالة. لذا من الواجب تعديل المادة الخامسة بهدف تضمين الأنواع الأخرى من الصكوك والتي ثبت فعاليتها في كثير من دول العالم كأدوات لتعبئة التمويل الذي تحتاج إليه مشروعات البنية التحتية.

○ ضرورة تعديل المادة رقم (19) من القانون والمتعلقة بتشكيل لجنة الرقابة على الصكوك، وذلك بأن ينص صراحة في تشكيلها على أن العضوين الخبيرين في الشريعة الإسلامية يكونان من المتخصصين في علم الاقتصاد الإسلامي.

— مقومات مرتبطة بالمعاملة الضريبية: على الحكومة تقديم حوافز ضريبية تتناسب مع الرغبة في اجتذاب المستثمرين للاكتتاب في هذه الأدوات التمويلية المستحدثة وبما يدعم من المركز التنافسي للصكوك السيادية المصرية في منافسة نظيرتها في الدول الأخرى. فكما أوضحنا من قبل، لعبت الإعفاءات الضريبية المقدمة من جانب الحكومة المالية دوراً مؤثراً في نجاح تجربة الصكوك في ماليزيا، لذا يقترح الباحث:

○ إعفاء عوائد الصكوك السيادية ونتائج التعامل فيها من الخضوع لكافة أنواع الضرائب والرسوم سواء قامت الحكومة المصرية بطرحها في سوق الأوراق المالية المصرية أو في الأسواق العالمية.

○ إعفاء شركة التصكيك من كافة أنواع الضرائب والرسوم بما فيها رسوم تسجيل الشركات وترخيصها، وضريبة التصرفات العقارية وتسجيل العقارات اللازمة لنقل ملكية الأصول العقارية التي تتم بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك سواء عند إصدار الصكوك أو عند إعادةتها للجهة المصدرة في نهاية مدة الإصدار، والضريبة على تسجيل الموجودات والأصول والمنافع التي تتم بين الجهة المستفيدة وشركة التصكيك سواء عند إصدار الصكوك أو عند إعادةتها للجهة المستفيدة في نهاية مدة الإصدار.

— مقومات مرتبطة بالجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشروعات الممولة من خلال الصكوك: علي الدولة أن تحاول قدر المستطاع تجنب حدوث خسارة في المشروعات الممولة عن طريق الصكوك، حتى يقبل المستثمرين على شراء الصكوك السيادية المستخدمة في تمويل مشروعات البنية التحتية، فإذا نجحت هذه المشروعات في تحقيق الربح، فإن عوائدها ستعود على حملة الصكوك، وهو ما سوف يساهم في اجتذاب مزيد من المستثمرين عند طرح الحكومة لصكوك تمويل مشروعات أخرى تعتمز تنفيذها في المستقبل. ولا شك أن هذا الأمر يتطلب جهوداً وخبرات في البحث عن أفضل طرق الاستثمار والسبل الأقوى والأفضل إلي نجاح المشروعات وربحيتهما. وفي هذا الإطار يقترح الباحث أن تعهد الحكومة المصرية إلى مكاتب استشارات - محلية ودولية - متخصصة في إعداد دراسات الجدوى ومشهود لها بالخبرة والكفاءة وذلك لإجراء دراسة جدوى عن مشروعات البنية التحتية محل التصكيك السيادي. علي أن يتم تقييم جدوى المشروعات من كافة الجوانب البيئية والاجتماعية والاقتصادية، بما يساهم في توجيه التمويل نحو المشروعات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقاً للضروريات والحاجيات والتحسينات، فضلاً عن تحقيق الكفاءة الاقتصادية وتحقيق التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية من خلال حفظ المال وتنميته، علاوة على اختيار المشروعات التي تحقق أقصى منافع صافية اجتماعية موجبة وبما يعود على المجتمع المصري بالنفع والخير والنماء.

وعلى الرغم من أن المادتين الثانية والثالثة من القانون رقم 138 لسنة 2021 تضمنتا تفصيلاً المهام الموكلة للجهة المُصدرة وضوابط عملها، والتي شملت تحديد الأصول التي ستؤخذ أساساً للتصكيك السيادي، إلا أنهما لم تشيراً إلى ضرورة أن يكون اختيار الأصول بناءً على دراسة جدوى اقتصادية واجتماعية حقيقية. لذا يقترح الباحث إضافة فقرة لهذه المواد تشير إلى التأكيد على: "يشترط في المشروع محل التصكيك أن يكون مدراً للدخل، وأن يكون له مردود اقتصادي واجتماعي إيجابي على الاقتصاد القومي والبيئة المحيطة بالمشروع، وأن يكون من ضمن المهام الموكلة للجهة المُصدرة إعداد دراسة جدوى تفصيلية للتحقق من هذا الأمر".

#### – متطلبات لنجاح تمويل مشروعات البنية التحتية ذات الطبيعة الاجتماعية

○ استخدام صكوك القرض الحسن في تمويل الاستثمارات الغير مدرة للدخل، والتي يغلب عليها البعد الاجتماعي بدرجة تفوق البعد الاقتصادي. وفي ظل هذا النوع من الصكوك لا يوجد عائد على الصك، ويتم استخدامها لتمويل حاجات عامة لتحقيق أغراض اجتماعية وإنسانية وتكافلية، وهي تصدر عن الحكومة لدعوة الأفراد القادرين للقيام بدورهم الاجتماعي. علي أن تقوم الحكومة بالترويج لهذه الصكوك من منظور أخلاقي وديني. علي أن يضمن مُصدر صكوك القرض الحسن، قيمتها عند انتهاء الأجل. مع فتح الباب للتبرع بقيمة الصك كلياً أو جزئياً عند نهاية أجل الصك.

○ طرح صكوك تستند للصيغ التي تهدف للحصول على عائد من الاستثمار، مثل صكوك الوكالة والمشاركة، مع تضمين الصك بخيارات ذات بعد اجتماعي. حيث يتم طرح الصك بعائد محدد، ولكن يرتبط حصول حملة الصكوك على العائد بشكل كلي أو جزئي بتحقيق مجموعة محددة من مؤشرات الأداء ذات الأثر الاجتماعي. فإذا نجحت الحكومة في تحقيق النتائج المستهدفة من المشروع، فإن حامل الصك يقوموا بالدفع مقابل النجاح، من خلال تخفيض العائد على الصك بنسبة معينة أو استرداد الصك بقيمة أقل من القيمة الاستردادية، مع تضمين الصك خيارات أخرى يمكن ممارستها من قبل حامل الصك، مثل: التنازل عن تقاضي العوائد الدورية للصكوك؛ أو التبرع بقيمة الصك لصالح برامج معينة في قطاع الصحة أو التعليم. أما في حالة فشل الحكومة في تحقيق مؤشرات الأداء المستهدفة، يصبح من حق حملة الصكوك الحصول على القيمة الاستردادية والعوائد بشكل كامل كنتيجة لفشل الحكومة في تحقيق الأثر الاجتماعي.

#### – متطلبات لمواجهة المخاطر الناتجة عن الصكوك السيادية:

يمكن التغلب على المخاطر التي تواجه الصكوك السيادية من خلال تطبيق منظومة متكاملة من الإجراءات لرفع درجة ونوعية التصنيف الائتماني للصكوك المُصدرة، وهو ما يتطلب تحديد المصدر الدقيق لهذه المخاطر وحجمها وتوقيت حدوثها والمدة التي ستستغرقها، ثم وضع السياسات والخطط البديلة التي يجب تطبيقها لتجنب حدوث هذه المخاطر أو للتخفيف من وقعها حال حدوثها، وهو ما يستدعي ضرورة وجود إدارة على درجة عالية من الكفاءة قادرة على اتخاذ القرار في التوقيت المناسب متبعة في ذلك عدة إجراءات لعل أهمها:

- تنوع إصدارات الصكوك لتمثل قطاعات اقتصادية واجتماعية مختلفة وبأجال متنوعة، مع السعي الحثيث والدائم لتصنيف الصكوك المصدرة من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها والعمل على رفع درجة هذا التصنيف من فترة لأخرى، وهو ما سيؤدي إلى توزيع المخاطر والتخفيف من حدتها.
- اختيار الكفاءات البشرية المؤهلة والأمنية عند تشكيل هيئات الرقابة المالية والشرعية بما يوفر الحماية الكافية لعملة الصكوك، مع التأكيد المستمر على التزام هذه الهيئات التام بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحل الصكوك السيادية بدءاً من مرحلة الإصدار وانتهاء بمرحلة الإطفاء.
- على الحكومة المصرية استخدام الصيغ الهجينة للصكوك والتي تجمع في هيكلها بين عقدين أو أكثر من عقود التمويل الإسلامي، في تمويل استثمارات البنية التحتية التي تتسم بضخامة احتياجاتها التمويلية، حيث يساهم التهجين بين العقود في التغلب على مشكلة عدم توافق هيكل التدفقات النقدية للصكوك مع مثيله السائد في مشروعات البنية التحتية. حيث تساعد الهياكل المرنة للصكوك الهجينة في إتاحة الاعتماد عليها لتوفير سيولة نقدية وفقاً للمراحل المختلفة لمشاريع البنية التحتية، فعلي سبيل المثال؛ يمكن استخدام الصكوك القائمة على عقد الاستصناع لتدبير الاحتياجات التمويلية في مرحلة ما قبل وخلال عملية التشييد والبناء، ثم لاحقاً يتم طرح صكوك إجارة بعد اكتمال الأصول والبدء في تشغيلها.
- السعي إلى إدراج الصكوك السيادية المصدرة في الأسواق الثانوية وذلك بتلبية المتطلبات الشرعية في التداول وهو ما يتطلب غلبة الأصول المادية والأعيان على الأصول المالية. وفي هذا الإطار يقترح الباحث إضافة مادة في القانون أو لائحته التنفيذية تحدد بشكل واضح وصريح الآليات التي سيتم على أساسها تداول الصكوك السيادية في السوق الثانوي. علي أن يصاحب ذلك قيام الحكومة المصرية بتوفير منصة متخصصة لإدراج الصكوك السيادية، سواء كانت مصدرة من كيانات حكومية مصرية أو جهات دولية طرحت صكوك العملات الأجنبية، وسواء كانت مصدرة من كيانات حكومية مصرية أو جهات دولية طرحت صكوك لتمويل مشروعات مشتركة مع الحكومة المصرية. فإدراج الصكوك للتداول إلى جانب أنه يعمل على اجتذاب المزيد من المتعاملين في الصكوك السيادية، فإنه يعمل على تعزيز الشفافية والحوكمة.
- أن تتضمن نشرة الإصدار الأسباب التي تستوجب الإطفاء المبكر. مع وجود معالجة قانونية واضحة لحالات التعثر إن وجدت، وسبل معالجة هذا التعثر حال وقوعه، وكيفية تسوية حقوق حملة الصكوك في هذه الحالة، مع تحديد آلية واضحة لتسوية النزاعات، وتضمينها في كل نشرة إصدار على حدة.
- أن تحرص كل من وزارة المالية المصرية وشركة التصكيك السيادي على الالتزام بالضوابط الشرعية المنصوص عليها في نطاق القانون 138 لسنة 2021. كما يجب على وزارة المالية المصرية التأكيد على أن القيمة الاستردادية المنصوص عليها في نصوص القانون لا تعني بأي حال من الأحوال القيمة الاسمية، وإنما يتم تقدير القيمة الاستردادية للصك السيادي في ضوء القيمة السوقية للأصول وقت تصفية المشروع أو وقت إطفاء الصك أو في تاريخ السداد المعجل أيهما أقرب. حيث أن الحرص على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية يساهم بشكل كبير في زيادة ثقة المتعاملين في الصكوك السيادية

المصرية، في حين أن الاستهانة بهذا الأمر وعدم الحرص عليه سيؤدي إلى إلحاق الضرر بسمعة مُصدري الصكوك السيادية في مصر، ويؤدي إلى فقدان ثقة المتعاملين في الصكوك.

#### – متطلبات ومقومات أخرى:

- حصر الأصول القابلة للتصكيك السيادي ووضع خطة عمل مناسبة لهذه الإصدارات بحيث ترتبط بالاحتياجات التمويلية الرئيسية للدولة وتحديد الأولويات في ضوء خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدولة وبناءً على أكثر قطاعات البنية التحتية التي تعاني من فجوات تمويلية.
- ينبغي أن تكون الجهة المُصدرة على دراية تامة بأهم الإصدارات السنوية في العالم، وهياكلها وارتباطها بالأصول محل التصكيك، وتوجهات الحكومة المصرية بهذا الغرض، بالإضافة للوعي التام لأسباب فشل بعض الإصدارات التي حدثت في دول أخرى وأخذ الاحتياطات اللازمة لتجنب حدوثها.
- يجب أن تقوم الدولة بتوفير الدعم الرسمي والإعلامي لإصدارات الصكوك السيادية، وذلك من خلال التسويق لها كأداة تمويل قائمة على أحكام الشريعة الإسلامية وتستند إلى قاعدة الغنم بالغرم، وأنها تختلف جوهرياً عن السندات المبنية على فكرة التمويل بالفائدة. فوفقاً للبنك الدولي، توجد فجوة معرفية كبيرة فيما يتعلق بالطريقة التي يستطيع من خلالها التمويل الإسلامي بصفة عامة والصكوك بصفة خاصة تعبئة التمويل الذي تحتاجه مشاريع البنية التحتية. ولكن يمكن لنشر الوعي بثقافة التمويل الإسلامي، وما يقدمه من حلول ومزايا، أن يلعب دوراً كبيراً في سد هذه الفجوة. وفي هذا الإطار، تحتاج الحكومة المصرية إلى تأسيس وإنشاء قاعدة بيانات شاملة تكون بمثابة بنك للمعرفة تتضمن بيانات وافية عن كافة دراسات الحالة الناجحة لمشاريع البنية التحتية والتي تم تمويلها على المستوى العالمي من خلال التمويل الإسلامي، لتكون بمثابة قاعدة بيانات مفتوحة ليس فقط لممارسي التمويل الإسلامي في مصر، بل أيضاً للطلاب والباحثين والأكاديميين. علي أن تتضمن قاعدة البيانات توثيقاً لتجربة بنوك التنمية متعددة الأطراف (MDBs) Multilateral Development Banks العاملة في مجال التمويل الإسلامي لتمويل شراكات البنية التحتية بين القطاعين العام والخاص (World Bank Group et al., 2017). فهذا الأمر سيساهم مساهمة فعالة في زيادة الوعي المستقبلي بأدوات التمويل الإسلامي، وسيسهم بشكل إيجابي في ابتكار هياكل جديدة لتمويل استثمارات البنية التحتية في مصر.
- تأسيس وحدة خاصة بالصكوك السيادية في وزارة المالية باعتبارها الجهة المُصدرة بمقتضى القانون 138 لسنة 2021، تكون مهمتها إدارة كل ما يتعلق بالصكوك السيادية وتحديد الأولويات في الإصدار وذلك بالتنسيق مع وزارة التخطيط، باعتبار أن الأخيرة هي المسؤولة عن المقترحات التي تخص الباب السادس في الموازنة العامة، فضلاً عن مسؤوليتها المباشرة عن إعداد خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- على الحكومة المصرية دعم تخصصات الاقتصاد الإسلامي والمالية العامة والتمويل في الجامعات المصرية، باعتبار أن هذه التخصصات تشكل المصدر الأساسي للكوادر البشرية المؤهلة لتولي قيادة



أسواق الصكوك في مصر. وعلي الجامعات المصرية أن تعمل على عقد شراكات لتبادل الخبرات والتعاون في إعداد المقررات الدراسية المتخصصة في التمويل الإسلامي وذلك مع كل من البنك الإسلامي للتنمية وهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من الهيئات الرائدة في هذا المجال.

○ أن تكون أولويات الحكومة المصرية في التصكيك السيادي متوجه نحو استخدام الصكوك كوسيلة لتمويل الاستثمارات الجديدة في قطاع البنية التحتية، بدلاً من إصدار صكوك تتصل بأصول قائمة بالفعل تمتلكها الدولة. حيث يترتب على إصدار صكوك لتمويل مشروعات جديدة مزيداً من الاستثمارات في هذا القطاع الحيوي وذلك؛ بتمهيد ورفض وإنشاء طرق جديدة ومد شبكات للكهرباء وإقامة محطات للمياه ومعالجة الصرف الصحي وإنشاء شبكات جديدة للاتصالات وخطوط للسكك الحديدية لم تكن موجودة من قبل، مما يؤدي إلي زيادة رأس المال الاجتماعي في مصر، وهو ما سينعكس بالإيجاب علي جودة ونوعية الخدمات العامة المقدمة. كما أن استخدام الصكوك في تمويل مشروعات جديدة، يعمل على توسيع قاعدة المشاركة الشعبية ويساهم في حشد الهمم الوطنية لدي أبناء الشعب المصري بشكل أكبر. في حين أن استخدام أصول قائمة في عملية التصكيك لن يصاحبه تحقيق نفس الفائدة، بل في الأغلب الأعم ستتحول الصكوك بهذه الطريقة إلى مجرد وسيلة تحصل بمقتضاها الحكومة على الأموال وتوجهها لسداد ما عليها من ديون والتزامات مالية. فضلاً عن أن تصكيك أصول قائمة قد يفضي إلى تصكيك بعض الأصول التي لها علاقة بالأمن القومي المصري مثل قناة السويس، مما قد يثير جدلاً ينبغي على الحكومة أن تعمل على تجنبه لنجاح تجربة الصكوك.

○ ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بالعمل على اصدار معيار محاسبي مصري للصكوك في ضوء المعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وبما يتوافق مع القوانين المنظمة ومعايير المحاسبة المصرية وتعليمات البنك المركزي المصري.

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

- أبو عوض، محسن (2013). الصكوك الإسلامية ومخاطرها. مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، (1)، 33-36.
- الجريدة الرسمية (2022). قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 1574 لسنة 2022 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية الصادر بالقانون رقم 138 لسنة 2021، (17) تابع (أ).
- ..... (2021). قانون رقم 138 لسنة 2021 بإصدار قانون الصكوك السيادية، (32) مكرر (أ).
- الجورية، أسامة عبد الحليم (2009). صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، لبنان.
- السحيباني، محمد بن إبراهيم (2016). دور الصكوك السيادية وشبه السيادية في تمويل مشروعات البنية الأساسية المدرة للدخل. منتدى تونس الدولي حول الصكوك، الصكوك الإسلامية في خدمة التشغيل، تونس، نوفمبر، 1-25.
- الشاعر، باسل يوسف؛ و الزيداني، هيام محمد (2016). الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية. مجلة علوم الشريعة والقانون، الأردن، (3)، 43-1252-1239.
- الشعار، أمجد يسري (2021). الصكوك السيادية وصكوك الشركات وملامح اللائحة التنفيذية الصكوك السيادية في مصر. الملتقى العربي الثاني، دور الصكوك السيادية للتنمية في ضوء رؤية مصر 2030. الإسكندرية، مصر، كلية التجارة جامعة الإسكندرية بالتعاون مع جامعة الدول العربية والجمعية المصرية للتمويل الإسلامي.
- لشهب، الصادق؛ و بوريش، أحمد (2015). تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية. المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، (1)، 87-100.
- العشماوي، شكري رجب (2020). الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية. دائرة المالية، حكومة دبي، الإمارات.
- القاضي، ياسر (2021). وماذا بعد الاستثمار في البنية التحتية؟ استراتيجية تخطيط الاستثمار في البنية التحتية. مجلة آفاق اقتصادية معاصرة، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، (7)، 33-54.
- المخمرى، مريم خليفة (2020). الإطار النظري للصكوك الإسلامية. دائرة المالية، حكومة دبي، الإمارات.
- بلخير، أحمد (2008). عقد الاستصناع وتطبيقاته المعاصرة: دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة باتنة، الجزائر.

بونقاب، مختار؛ ولزهاري، زواويد (2018). الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة (دراسة تجارب بعض الدول). الملتقى العلمي الدولي، الآليات الجديدة لتمويل التنمية الاقتصادية: نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر، الجزائر، جامعة محمد الصديق بن يحيى.

حجازي، المرسي السيد (2015). دراسات في النظام المالي الإسلامي، الإسكندرية، بدون ناشر.

..... (2014). صناعة الصكوك الإسلامية بين الواقع والتحديات ودروس من التجربة المصرية. المؤتمر الدولي "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعات المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، الجزائر، جامعة فرحات عباس، مايو، 1-30.

خير الدين، معطي الله؛ ورفيق، شرياق (2012). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية. الملتقى الدولي الأول، مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، الجزائر، جامعة قلمة.

داغي، علي محي الدين علي القره (2003). بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، سوريا، دار البشائر الإسلامية.

سليمان، هبة الله أحمد (2021). أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي. مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المعهد العربي للتخطيط، 23 (2)، 45-74.

صالح، فتح الرحمن علي (2008). دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية. منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، يوليو، 1-30.

طلحة، الوليد؛ واسماعيل، طارق (2021). تمويل البنية التحتية في الدول العربية: التحديات والخيارات. سلسلة دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، (86)، 1-23.

عبد العزيز، أحمد حافظ؛ وتشانغ، وي (2019). كيف أوجدت ماليزيا منظومة مواتية للتمويل الإسلامي المستدام. مدونات البنك الدولي، تم الاسترجاع في 2022/08/24 على الرابط

<https://blogs.worldbank.org/ar/voices/how-malaysia-created-conducive-ecosystem-islamic-sustainable-finance>

عثمان، سعيد عبد العزيز (2018). دراسة الجدوى الاقتصادية: أنظمة التمويل الحديثة، الإسكندرية، دار فاروس العلمية.

عثماني، أحسين؛ مناصرية، خولة (2017). أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية: تجارب عربية وعالمية مختارة. المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، 13 (3)، 371-390.

قحف، منذر (2009). دور السياسة المالية وضوابطها في الاقتصاد الإسلامي، بيروت، لبنان، دار الفكر المعاصر.

..... (2000). تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية: دراسة حالة ميزانية الكويت، البنك الإسلامي للتنمية. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب.

قريش، نصيرة؛ وبدروني، هدي (2012). أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل بعض المؤشرات الاقتصادية للتنمية المستدامة – بالإشارة إلى حالة التجربة الماليزية. مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة الشلف بالجزائر، (10)، 118-87.

قندوز، عبد الكريم أحمد (2022). استخدام الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية بالدول العربية. سلسلة موجز سياسات، صندوق النقد العربي، (27)، 1-14.

كمال، رامي محمد (2019). الصكوك وتطبيقاتها العاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، المملكة العربية السعودية، دار طبية الخضراء.

مجموعة البنك الدولي (2018). جمهورية مصر العربية: تعزيز الاستثمار الخاص والتمويل التجاري للبنية التحتية. واشنطن، البنك الدولي.

مرعي، سمير محمد (2020). دور صكوك التمويل الإسلامية في تطوير خدمات التعليم الأساسي وتعزيز التنمية البشرية في مصر، رسالة دكتوراه. كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

ملف مصر الإحصائي المتوافر على موقع المركز الدولي للبنية التحتية، الرابط

<https://outlook.gihub.org/countries/Egypt>.

نصار، أحمد محمد (2015). صكوك الاستصناع والبدل المقترح لتطويرها - دراسة تحليلية. منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات، دار الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، حكومة دبي.

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2014). كتاب المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، البحرين.

وزارة المالية المصرية. قطاع الحسابات الختامية. الحساب الختامي للموازنة العامة للدولة سنوات متفرقة .

يوسف، رفعت فتحي (2020). التمويل الإسلامي ومساهمته في تمويل مشروعات البنية التحتية: دراسة حالة المملكة العربية السعودية. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، 28 (3)، 66-

## ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- Ali, S. (2005). Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges. Islamic Development Bank Group. Islamic Research and Training Institute. Occasional Paper No. 9, 1-99.
- COMCEC. (2019). Infrastructure Financing through Islamic Finance in the Islamic Countries. COMCEC Coordination Office.
- Hallegatte, S., Rentschler, J., & Rozenberg, J. (2019). Lifelines: The Resilient Infrastructure Opportunity. Sustainable Infrastructure. Washington, DC: World Bank.
- Haneef, R. (2016). Retail Sukuk and SRI Sukuk: The Malaysian Experience. 1st Annual Islamic Finance Conference, Jakarta, Indonesia.
- International Islamic Financial Market (IIFM). (2021). Sukuk Report.
- International Monetary Fund (IMF). (2021). World Economic Outlook Report.
- Kantarci, H., & Eren, T. (2018). The emergence of sukuk market and economic effects. *global journal of emerging trends in e-business, marketing and consumer psychology*, 4 (1), 595-601.
- Malikov, A. (2017) How do sovereign sukuk impact on the economic growth of developing countries? An analysis of the infrastructure sector, Islamic Research and Training Institute, at: <https://www.researchgate.net/publication/>.
- McKinsey Global Institute (MGI). (2016). Bridging Global Infrastructure Gaps.
- Medani, A. (2019). Infrastructure Financing Through Islamic Sukuk: Case Studies in Malaysia. *Finance and Business Economics Review*. 3 (2), 1-19.
- Meany, P. (2018). Infrastructure as a Hedge to Inflation. First Sentier Investors (formerly: Colonial First State Global Asset Management).
- OECD (2014). Private Financing and Government Support to Promote Long Term Investments in Infrastructure.
- Oxford Economics & Global Infrastructure Hub. (2018). Global Infrastructure Outlook: Infrastructure investment need in the Compact with Africa countries. 38-39.
- ..... (2017). Global Infrastructure Outlook: Infrastructure Investment Needs, 50 Countries, 8 Sectors to 2040. Sydney: Global Infrastructure Hub.
- Richardson, E. (2019). Responsible finance sukuk: can they bring societal value to a value-neutral market? *Capital Markets Law Journal*. Oxford University Press. 14 (3).

- Rozenberg, J., & Fay, M. (2019). *Beyond the Gap: How Countries Can Afford the Infrastructure They Need while Protecting the Planet. Sustainable Infrastructure*; Washington, DC: World Bank.
- Shaikh, S. (2015). Financing Public Infrastructure Using Sovereign Sukuk. *Journal of Islamic Banking and Finance*. 32, 11-22.
- World Bank Group, PPIAF, and IsDB. (2019). *Reference Guide: Islamic Finance for Infrastructure PPP Projects*. Washington, DC: World Bank Group.
- ..... (2017). *Mobilizing islamic finance for infrastructure public-private partnerships*. Washington, DC: World Bank Group.
- World Economic Forum. (2019). *The Global Competitiveness Report*.

## Elements of activating the role of sovereign sukuk in financing infrastructure projects in Egypt in light of case studies from the Malaysian experience

Dr. Ahmed Said Ahmed Eldershaby

### Abstract

This study aimed to clarify the role of sovereign sukuk in financing the infrastructure investments gap in the Arab Republic of Egypt, and the elements required to activate this role, in the light of 5 successful case studies from the Malaysian experience. The descriptive – analytical approach has been applied since it fits most the nature of this study either in tackling its theoretical aspects or in analyzing the data and statistics of funding infrastructure projects in Egypt, or in analyzing act no. 138 of 2021 promulgating the sovereign instruments. The study has unveiled that infrastructure is considered as one of the most crucial strengthening constituents of economic life. It has revealed also that sovereign sukuk is an important source and a suitable financial tool for financing infrastructure investments. The research has disclosed as well that the Malaysia experiment in this regard is ceaselessly effective and boundlessly fruitful. The study has recommended that the Egyptian government should benefit from Malaysia's experience in activating sovereign sukuk as a substitute of funding infrastructure projects. The Egyptian government should prepare a supportive environment for the launching of this new instrument by providing a competitive tax treatment to guarantee the success of the use of sovereign sukuk in financing infrastructure projects. The government should also pay more attention to prepare real economic and social feasibility studies for infrastructure projects financed through sovereign sukuk. Finally, the government must work on creating an advanced market for the trading of local sovereign sukuk.

### Keywords

Infrastructure, Sovereign Sukuk, Islamic Sukuk, Financing Gap, Malaysia Experience

### التوثيق المقترح للدراسة وفقا لنظام APA

الدرشابي، أحمد سعيد أحمد (2023). مقومات تفعيل دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية في مصرفي ضوء دراسات حالة من التجربة الماليزية. مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية 60(1)، 1-55.