

دور الصكوك السيادية في دعم مشروعات الموازنة العامة "مدخل تحليلي باستخدام صكوك المضاربة بالتطبيق على مصر"

The Role of Sovereign Sukuk in Supporting Budget Projects "Analytical Approach Using Mudarabah Sukuk Applied to Egypt"

دكتور / حسن محمد محمد حافظ القصرى

الجامعة المصرية اليابانية للعلوم والتكنولوجيا

أستاذ إدارة الأعمال المساعد – تمويل

كلية إدارة الأعمال الدولية والأنسانيات

مستخلص البحث

يركز هذا البحث على أهمية استخدام الصكوك كألية تمويل مبتكرة جديدة في دعم وتنمية مشروعات الموازنة العامة بمصر . فالصكوك الإسلامية التي يتم إصدارها على مستوى البلدان المختلفة (الصكوك السيادية) والتي تم إصدارها في مصر للمرة الأولى في ٢٨ فبراير ٢٠٢٣ تدعم مشروعات البنية الأساسية بالموازنة العامة للدولة المصرية وتساهم في إنخفاض التكلفة المرجحة الأموال عند تمويل مشروعات الموازنة المختلفة بإعتبارها أداة مالية جديدة تختلف عن أدوات الدين التقليدية التي تصدرها مصر في أسواق رأس المال الدولية وتساهم في خفض الأعباء على الموازنة العامة للدولة المصرية بخفض تكلفة التمويل من خلال الوصول إلى هيكل الدين السيادى الأمثل **Optimal Sovereign Debt Structure** وهو ذلك الهيكل الذى يعمل على تحقيق أقصى فائض أو أقل عجز فى الموازنة من خلال استخدام سيناريوهات مختلفة من النماذج المالية Financial Modelling . تمثل الصكوك السيادية Sovereign Sukuk فى الوقت الراهن أحد أهم أدوات التمويل التى تستخدمها العديد من البلدان

في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا للمساهمة في تمويل مشاريع البنية الأساسية والمشاريع الحكومية الأخرى التي تحتاجها الدولة في قطاعات متعددة على سبيل المثال: التعليم ، الصحة ، الطاقة ، الغاز ، محطات الكهرباء .

لقد زادت الحاجة إلى التمويل بالصكوك ة من خلال إستحداث أداة تمويلية جديدة تجذب شريحة عريضة من المستثمرين الذين يفضلون الأستثمار في الأدوات الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية Sharia'a Compliant وخاصة هؤلاء المستثمرون المتواجدون في منطقة الخليج خاصة مع زيادة الموارد المالية المدعومة بارتفاع أسعار البترول. ويقدم هذا البحث إليه مقترحة جديدة لاستخدام الصكوك للمشاركة في الخطر Risk Sharing يمكن لجمهورية مصر العربية أن تستخدمها بكثافة في الحصول على التمويل المطلوب لأي مشاريع تنموية في المستقبل. حيث يقترح البحث نموذج لإصدار الصكوك السيادية في مصر وهو صكوك المضاربة Mudarabah Sukuk - من خلال الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادة والمملوكة بالكامل لوزارة المالية - للمشاريع المدرة للدخل وربط العائد المحقق على الصكوك بالعائد الذي تحققه المشاريع التنموية الممولة من تلك الصكوك بعد أنتهاء فترة الأنتشاء وبدء تشغيل المشروع. ليس ذلك فقط وإنما من الممكن أن يتم إعطاء ميزة تفضيلية لملك تلك الصكوك من خلال تحويلها إلى أسهم عادية من خلال تحديد معدل تحويل Conversion Rate يتم ذكره في عقود ومستندات الإصدار ويتم إدراجها في بورصة الأوراق المالية عن طريق الطرح العام. فالصكوك السيادية تساهم بشكل رئيسي في الإنضباط والشمول المالي Financial Inclusion الذي تسعى إليه الحكومة المصرية وتساعد في الوقت ذاته على إمتصاص أي هزات مالية خارجية.

الكلمات المفتاحية: التمويل الإسلامي ، الصكوك السيادية ، صكوك المضاربة ، مشاركة المخاطر ، المشروعات التنموية وهيكل الدين السيادة الأمثل.

Abstract:

This research focuses on the importance of using sukuk as a new innovative financing mechanism in supporting and developing public budget projects in Egypt. The Islamic sukuk that are issued at the level of different countries (sovereign sukuk) and which were issued in Egypt for the first time on February 28, 2023 support infrastructure projects in the Egyptian state's general budget and contribute to a decrease in the weighted cost of funds when financing various budget projects as a new financial tool that differs from other traditional financial tools. The traditional debt that Egypt issues in the international capital markets and contributes to reducing burdens on the Egyptian state's general budget by reducing the financing cost by reaching the optimal sovereign debt structure. It is that structure that works to achieve the maximum surplus or the minimum deficit in the budget through the use of different scenarios of financial Modelling. Sovereign Sukuk currently represents one of the most important financing tools used by many countries in the Middle East and North Africa region to contribute to financing infrastructure projects and other government projects that the country needs in various sectors, for example: education, healthcare, energy, gas, power stations. The need for sukuk financing has increased through the development of a new financing instrument that attracts a wide segment of investors who prefer to invest in Islamic instruments that are compatible with the provisions of Islamic Sharia'a Compliant, especially those investors who are in the Gulf region,

especially with the increase in financial resources supported by the rise in oil prices.

This research presents a new proposed mechanism for using sukuk to participate in risk sharing, which the Arab Republic of Egypt can use extensively to obtain the required funding for any development projects in the future. Where the research proposes a model for the issuance of sovereign sukuk in Egypt, which is Mudarabah Sukuk – through the Egyptian Financial Company for Sovereign Taskeek, which is wholly owned by the Ministry of Finance – for income-generating projects and linking the return achieved on the sukuk to the return achieved by development projects funded by those sukuk after the end of the construction period and the start of operation the project. Not only that, but it is possible to give a preferential advantage to the owner of those sukuk by converting them into ordinary shares by determining a conversion rate that is mentioned in the issuance contracts and documents and is listed on the stock exchange through public offering. Sovereign sukuk mainly contributes to the financial discipline and inclusion that the Egyptian government seeks, and at the same time helps to absorb any external financial shocks.

Keywords: Islamic finance, sovereign sukuk, Mudarabah sukuk, risk sharing, development projects and the optimal sovereign debt structure.

مقدمة

نتج عن الأزمة المالية العالمية العديد من الإنعكاسات المالية أهمها التعثر المالي وفشل العديد من الشركات والبنوك مما نتج عن ذلك أزمة ائتمانية طرحت العديد من الأسئلة فيما يتعلق بالنظام المالي العالمي الحالي الذي تقوده البنوك التقليدية, Imam, P., Kpodar, K., (2013) مع تبني مفهوم سعر الفائدة التقليدي في جميع المعاملات المالية وما إذا كان نموذج الأعمال البنوك التقليدية قد ساهم كعامل رئيسي في الأزمة العالمية وتفاقمها، لذلك بدأ العديد من الباحثين في إلقاء مزيد من الضوء على جوانب مختلفة من نظام التمويل الإسلامي. Iqbal, Z., Mirakhor, A, (Eds). (2013) واعتباره بديلاً للتمويل المقدم من البنوك التقليدية Conventional Banks حيث يوجد متغيران يدعمان نموذج أعمال البنوك التقليدية في سياق النظام المالي العالمي الحالي استخدام سعر الفائدة كمؤشر لمعدل العائد المطلوب وتكلفة الأموال المقترضة عند استثمار الأموال بالإضافة أن جميع المعاملات المالية داخل نطاق البنوك التقليدية تحوي على درجة عالية من المخاطر وعدم اليقين, Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Merrouche, O., (2013) ويشير التمويل الإسلامي إلى تلك الأنشطة التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية حيث تحظر الشريعة الفائدة المدفوعة على جميع القروض (الربا) ولا يُسمح برسوم واستلام سعر الفائدة على جميع المعاملات المالية، لذلك فالبنوك التقليدية تتعارض مع مبادئ وقواعد الشريعة الإسلامية. حيث يعتمد نموذج الأعمال المطبق في التمويل الإسلامي على معدلات العائد المحققة على الأنشطة الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي ترتبط بشكل أساسي بالأرباح الناتجة عن أنشطة القطاعات الاقتصادية المرتبطة بها ولا تعتمد بشكل كامل على أسعار الفائدة أو تكلفة الأموال (Honohan, P., (2010) علاوة على ذلك ينبغي ألا تتضمن الشروط والأحكام الواردة في العقود المتعلقة بتلك الخدمات والأنشطة أي عنصر من عناصر الفائدة وعدم التأكد. وهذا حجر الزاوية في الاختلاف بين التمويل الإسلامي Islamic Finance والتمويل التقليدي

Conventional Finance ليس ذلك فقط وإنما تعتمد فلسفة التمويل الإسلامي على تقاسم المخاطر وليس نقل المخاطر. (Mirakhor, A., (2010 & 2011)

فالمعاملات المالية المرتبطة بسعر الفائدة ما هي إلا نقل المخاطر من مقدم رأس المال إلى صاحب المشروع . بينما ينظر التمويل الإسلامي إلى المخاطر بأنها المحرك الرئيسي للأرباح /الخسائر ولأن المخاطر مشتركة فيجب أن يتم المشاركة في الأرباح والخسائر أيضًا .وتؤدي المخاطر المشتركة إلى تفعيل مفهوم الاقتصاد المشترك مع إستقرار الاقتصاد في البلدان النامية ومنها مصر . وقد أشار تقرير التنافسية العالمية للمصارف الإسلامية (٢٠٢١ و ٢٠٢٢) إلى أنه من المتوقع أن تزيد أصول المصارف الإسلامية حول العالم بأكثر من ٢.٦ تريليون دولار أمريكي مع تضاعف الحصة السوقية للمصارف الإسلامية في العديد من البلدان لتصل إلى ٦٩٪ في المملكة العربية السعودية و ٧١٪ في الكويت ودول أخرى مثل ماليزيا وإندونيسيا وتركيا . كما أثبتت المصارف الإسلامية وجودها في أكثر من ١٠٠ دولة غير إسلامية حول العالم والحصة السوقية للبنوك الإسلامية فيها تزيد عن ٥٥٪ وأصولاً تبلغ حوالي ٧.٥ تريليون دولار .

ونظرا لأهمية الصكوك السيادية كأحد أدوات التمويل الإسلامي في تمويل إحتياجات الدولة المصرية لتنفيذ المشروعات التنموية المختلفة المدرجة بالموازنة العامة. فقد صدر قرار السيد رئيس الجمهورية بتاريخ ١٥ أغسطس ٢٠٢١ بالموافقة على قانون الصكوك السيادية وأنشاء الشركة المصرية المالية التصكيك السيادي كشركة مساهمة مصرية مملوكة بالكامل لوزارة المالية ذات غرض وحيد هو إصدار وتنفيذ وإدارة الصكوك السيادية لصالح الدولة المصرية ممثلة في وزارة المالية، يتم تأسيسها وتنظيم أنشطتها وفقا لأحكام هذا القانون ، ويكون لها حقوق الإنتفاع بالأصول التي تصدر على أساسها الصكوك بصفتها وكيلًا عن مالكي الصكوك السيادية. ووفقا لنص اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية في مصر فأنها تصدر وبما يتوافق مع عقد الإصدار والعقود المرتبطة به في أي من الأشكال التالية:

صكوك المرابحة: تصدر على أساس عقد المرابحة ، وتستخدم حصيلة إصدارها من قبل شركة التصكيك السيادى لتمويل شراء حقوق الانتفاع بأصول مرابحة ، من مورد أو مالك ، وذلك بغرض بيع شركة التصكيك السيادى هذا الحق للجهة المصدرة ، ويمثل الصك حصة شائعة فى ملكية حقوق الانتفاع بأصول المرابحة بعد شرائها من المورد أو المالك ، ثم فى ثمنها الواجب السداد من قبل الجهة المصدرة إلى شركة التصكيك السيادى ، ويكون عائد هذه الصكوك هو مقدار الفرق بين ثمن شراء حق الانتفاع المسدد من قبل شركة التصكيك السيادى للمورد أو المالك ، وبين ثمن بيعه الذى تلتزم الجهة المصدرة بسداده إلى شركة التصكيك السيادى ويجوز للجهة المصدرة بيع حق الانتفاع المشتري للغير .

صكوك الإستصناع: تصدر على أساس استصناع أصول بغرض بيع حقوق الانتفاع بهذه الأصول أو تأجيرها ويمثل الصك حصة شائعة فى ملكية حقوق انتفاع الأصول المصنعة ، وعائد هذه الصكوك يكون من صافى حصيلة الإيجار أو من ثمن بيع حقوق الانتفاع أو المسترد من مدفوعات الاستصناع عند اكتمال تنفيذ التعهد وذلك بالشراء المعنى وذلك مع مراعاة التزام الضوابط الآتية:

- أن يكون مقابل الاستصناع معلوما عند التعاقد ويجوز أن يكون نقودا أو عينا أو منفعة لمدة معينة سواء كانت منفعة الشيء المستصنع نفسه أم منفعة أخرى يطرحها المستصنع .
- ألا يتم تداول صكوك الاستصناع بعد نقل منفعة السلع المصنعة للجهة المصدرة إلا بالقيمة الاسمية وبثمن حال.

صكوك الوكالة: تصدر على أساس عقد وكالة فى الاستثمار فى حقوق الانتفاع بالأصول ، وتكون شركة التصكيك السيادى وكيلا بالاستثمار ، ومالكو الصكوك هم الموكلون ،

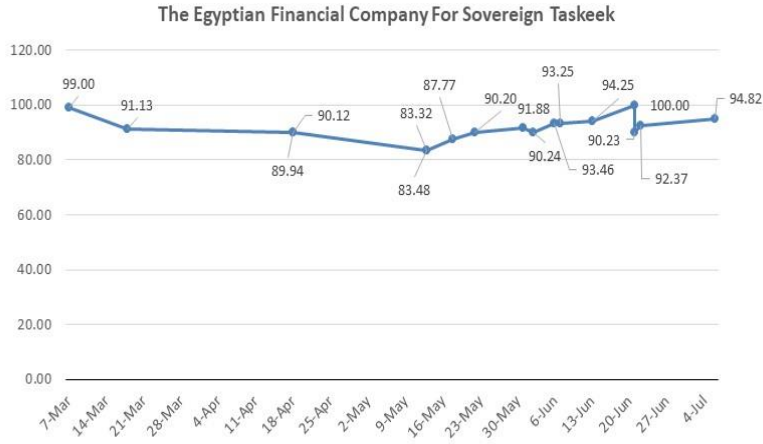
وحصيلة الصكوك هي المبلغ الموكل في باستثماره ، ويمثل الصك حصة شائعة في حقوق الانتفاع بالأصول ، وتقوم شركة التصكيك السيادى الوكيلة بالاستثمار بتأجيرها ، وعائد الصك عبارة عن الفرق بين القيمة الإيجارية المتوقعة والقيمة الأصلية التى صدر بها الصك.

صكوك الإجارة: تصدر على أساس عقد يتضمن نقل حق الانتفاع بالأصول ، يبرم بين الجهة المصدرة وشركة التصكيك السيادى ، وذلك بقصد تأجيرها إلى الجهة المصدرة بموجب عقد إجارة ، ويمثل الصك حصة شائعة فى حق الانتفاع ، وعائد هذه الصكوك يستحق من قيمة الإيجار المسددة من الجهة المصدرة بموجب عقد الإجارة.

وللجهة المصدرة الجمع بين صيغتين أو أكثر من تلك الصيغ للإصدار الواحد ، وذلك بشرط إجازة لجنة الرقابة . ويجوز للجهة المصدرة إصدار الصكوك السيادية بكافة أنواعها بما فى ذلك الصكوك الخضراء أو صكوك التنمية المستدامة ، بشرط إجازة لجنة الرقابة . كما يجوز للجهة المصدرة تطبيق المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على إصدارات الصكوك السيادية ، وذلك بشرط إجازة لجنة الرقابة ومع عدم الإخلال بالحق فى التعدى حالتى التعويض فى أو التقصير ، لا يجوز أن تتضمن أى من تلك الصيغ نصا بضمان حصة مالك الصك فى الأصول ، أو بضمان عائد مقطوع أو منسوب إلى قيمة الصك. وتتمثل صكوك الإجارة النوع الأكثر شيوعا عن إصدار الصكوك السيادية. وعلى ذلك فقد قامت الشركة بوضع الهيكل التنظيمى المناسب والدورة المستندية التى تحدد نطاق عمل الشركة مع جميع الأطراف المرتبطة بعملية التصكيك داخل وزارة المالية وخارجها كذلك العمل مع المؤسسات المالية الخارجية وشركات التصنيف الأئتمانى الدولية فى حال إصدار صكوك دولية أو

المؤسسات المالية المحلية وشركات التصنيف الائتماني المحلية او ممثلى شركات التصنيف الائتماني الدولية فى حال إصدار صكوك محلية.

وقد تم إصدار أول إصدار للصكوك السيادية المصرية (صكوك بصيغة الإجارة) بتاريخ ٢٨ فبراير ٢٠٢٣ بقيمة ١,٥٠٠ مليار دولار أمريكي وبفترة أستحقاق (إطفاء) تصل إلى ٣ سنوات فى ٢٨ فبراير ٢٠٢٦ وبسعر عائد ١٠.٨٥٧ % نصف سنويا. ونظرا لأنه الإصدار الأول تم تغطية الإصدار بنسبة ٤ أضعاف ومنذ ذلك التاريخ فالشركة المصرية المالية للتصكيك السيادى مدرجة ببورصة الأوراق المالية بلندن. هذا ويمثل هذا المبلغ الشريحة الأولى البالغ قيمتها ٥ مليار دولار أمريكي من قيمة البرنامج العام لإصدار الصكوك السيادية فى بورصة لندن للأوراق المالية.



وبالنظر إلى تحليل سعر صك الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادى نجد أنه قد فى بورصة لندن ليصل إلى ٩٤.٨٢ دولار فى تاريخ ٦ يوليو ٢٠٢٣ ، ونشير بأن

التداول على صك الشركة المصرية المالية للصكوك السيادية منذ الإصدار كان محدود للغاية بغرض توفير السيولة فقط لبعض مالكي صكوك الشركة المصرية المالية للصكوك السيادية. علما بأنه تاريخ دفع أول كويون نصف سنوي لصك الشركة في ٢٨ أغسطس ٢٠٢٣ حيث أنه يتم دفع كويونات الصك بشكل نصف سنوي في تاريخ ٢٨ فبراير وتاريخ ٢٨ أغسطس ٢٠٢٣ على أساس سعر عائد ١٠.٨٧٥ علما بأن تاريخ إطفاء الصك بعد ثلاث سنوات في ٢٨ فبراير ٢٠٢٦. في ضوء كل ما سبق يهدف هذا البحث الى طرح آلية تمويل جديدة تستخدم لتنويع مصادر التمويل الحكومي في مصر توازن ما بين النفقات والحفاظ على معدل الدين في معدلات أمنه حيث تعتبر الصكوك بأنواعها المختلفة أحد الاليات التمويلية المبتكرة التي يمكن الاعتماد عليها في الحصول على التمويل وذلك لتنوعها بين ادوات الدين وأدوات المشاركة مما يساهم في النهاية إلى الوصول إلى الهيكل الأمثل للتمويل السيادي **Optimal Sovereign Debt Structure** وهو ذلك الهيكل الذي يحقق أعلى فائض في الموازنة العامة للدولة عند فترات الرخاء الإقتصادي أو الذي يحقق أقل عجز في الموازنة العامة للدولة عند فترات الأزمات العالمية والتي بدورها تؤثر على الأقتصاد المصري.

١. الإطار النظري من واقع الدراسات السابقة للبحث

١.١ ظاهرة تفاقم الديون في البلدان النامية

أظهرت الأزمات المالية الأخيرة خلال عامي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ كذلك إلى جانب الأزمات الراهنة ومنها أزمة كورونا والحرب الدائرة بين روسيا وأوكرانيا إلى ضرورة الابتعاد عن التمويل التقليدي بالديون وزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية من خلال المشاركة في الخطر Risk Sharing Versus Risk Shifting . وتعاني

مصر في الوقت الراهن من ظاهرة ارتفاع الديون بشكل ملحوظ وتبعات ذلك من ارتفاع أعباء خدمة الديون (مصارييف الفوائد والعمولات المصرفية). فمن بين عدد الـ ٥٧ دولة من الدول الإسلامية النامية يوجد فائض في ميزان المدفوعات لعدد ٦ دول فقط من دول مجلس التعاون الخليجي اما باقي الدول فيتسمون بوجود عجز في الموازنة الحكومية (Obiyathulla, I. B., Mirakhor (2017)). ليس ذلك فقط وإنما في أحدث تقرير صادر عن صندوق النقد والبنك الدولي فقد تم تصنيف عدد ١٩ دولة بأنها من أكثر الدول فقراً والأكثر ديوناً بسبب زيادة المصروفات عن الإيرادات الحكومية ونتيجة لذلك نجد أغلب الدول النامية في حاجة مستمرة للأموال بغرض تمويل مشروعات التنمية المدرجة بالموازنة العامة للدولة مع إستمرارية عجز الموازنة الحكومية والذي يتم مواجهته بصفة مستمرة من خلال الاقتراض المحلي أو الخارجي وزيادة أعباء خدمة الدين بالإضافة إلى عدم القدرة على زيادة وتعبئة معدلات الادخار المحلية وبالتالي فإن تراكمات رؤوس الأموال المحلية غير كافية بصفة مستمرة لتمويل مشروعات التنمية داخل البلدان النامية (Panizza, U., (2014)). لذلك تضطر حكومات البلدان النامية إلى الاتجاه لمصادر التمويل الخارجي والاقتراض بالعملة الأجنبية حتى تستمر في زيادة معدلات التنمية وتنفيذ المشروعات التنموية والإقتصادية المدرجة بالموازنة العامة للدولة. وفي الغالب يكون ذلك الاقتراض من خلال إصدار سندات دولية في الأسواق المال العالمية بالعملة الأجنبية بما لها من تداعيات يتمثل أولها في تعرض اقتصاد تلك البلدان لمخاطر الرافعة المالية والتعرض لمخاطر التقلبات في سعر الصرف (مثل مصر).

فإستخدام التمويل بالديون في مشاريع البنية الأساسية يكون بسبب أن العائد لحاملي الأسهم في مختلف القطاعات ومختلف البلدان يقل عن تكلفة حقوق الملكية. ونستطيع أن نؤكد بأن تمويل التنمية في أغلب البلدان النامية ومنها مصر يكون باستخدام الديون والذي يكون الملاذ الوحيد لأغلب البلدان النامية. (Mirakhor, 2011) مثل هذا السلوك الاقتصادي يعرض اقتصاديات البلدان النامية إلى حلقة مفرغة من الديون

والأزمات الاقتصادية. فهناك علاقة متبادلة ومتشابكة بين الديون، الضعف الاقتصادي والتعثر المالي (Arcand, J I., Berkes, E., Panizza, U., (2015) . وفي ضوء النظام المالي التقليدي الذي يوظف سعر الفائدة كأساس لاقتراض الأموال فمع ارتفاع الرافعة المالية ترتفع درجة المخاطر وتزداد درجة التعرض للمخاطر الاقتصادية (مخاطر الأعمال) إلى جانب ما يتبعه من انخفاض التصنيف الائتماني لتلك الدول Credit Rating وهو ما حجت مؤخرا لمصر خلال عام ٢٠٢٣ من التخفيض الائتماني المتتالي مرورا بأن تقع مصر تحت طائلة المراجعة السلبية لتصنيفها الائتماني من قبل مؤسسات التصنيف العالمية. بالإضافة إلى أنه لا يمكن أغفال متطلبات خدمة الدين ممثلة في الفوائد والعمولات والرسوم المصرفية التي تضيف مستوى آخر من التكاليف الثابتة يرهق الموازنات الحكومية. فكلما زادت الرافعة المالية تقل درجة المرونة المالية للحكومة وقدرتها على الاقتراض من الأسواق الخارجية وما ينتج عن ذلك من خفض التصنيف الائتماني Credit Rating للدولة وما يترتب عليه من ارتفاع تكاليف التمويل عند تمويل أي مشروعات مستقبلية. وإذا نظرنا أن تلك الديون يتم تصنيفها بالعملة الأجنبية فإن درجة المخاطر تتضاعف لاحتوائها على مخاطر التقلبات في سعر الصرف مقابل عملة البلد المقترضة بالإضافة إلى مخاطر سعر الفائدة. فارتفاع قيمة عملة الاقتراض مقابل قيمة العملية المحلية يولد ضغط إضافي على الموازنة الحكومية من خلال ارتفاع أعباء خدمة الدين. ومع تغير سعر الفائدة الحقيقي ووجود أعباء إضافية نتيجة لانخفاض قيمة عملة البلد المقترضة مقابل عملة القرض ومع تذبذب أسعار الصرف تتجه العديد من البلدان النامية لزيادة معدلات الاقتراض بغرض سداد أعباء خدمة الدين كما تم الإشارة إليه سابقا. فاقنصديات تلك البلاد تتسم بالضعف والهشاشة ويمكن لأي صدمة خارجية سلبية أن تزعزع الاستقرار المالي لها، فالتمويل بالديون له اثار سلبية كثيرة على العديد من البلدان النامية والمصادر التمويلية المتاحة كبديل للتمويل بالديون قليلة . حتى بالنسبة للبلدان

الإسلامية فيوجد عامل أخلاقي وديني في الاعتماد على الديون المحملة بأسعار فائدة ثابتة (Reinhart & Rogoff, 2010)

تبرز الأهمية النسبية لهذا البحث من خلال تقديم حل لمشكلة التمويل بالديون في مصر من خلال حل يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية Shari'ah Compliant باستخدام نموذج مبتكر للصكوك الإسلامية في وجود الشركة المصرية المالية للتصكيك السبدي مما تساهم بشكل في رئيسي في حوكمة إصدار الصكوك السيادية. يعتمد على مفهوم المشاركة في الخطر Mudarabah Sukuk وبذلك نستطيع أن نتغلب على جميع السلبات المرتبطة باستخدام التمويل بالديون. فالنموذج المقترح يعزز الاندماج والشمول المالي Ben Naceur, S., Barajas, A., Massara, A., (2015) ومع استمرار ارتفاع أسعار الفائدة المتوقعة في المستقبل القريب نجد اننا في حاجة بوضوح إلى نموذج جديد يعتمد على توفير التمويل المطلوب دون الارتباط والاعتماد على أسعار الفائدة الثابتة كمؤشر للتسعير.

١.٢ تطور حجم الدين الداخلي والخارجي في مصر خلال الفترة من عام ٢٠٠٨

وحتى عام ٢٠١٧

ارتفع حجم كل من الدين العام الداخلي والخارجي لمصر خلال العشر سنوات الماضية بصورة كبيرة خاصة بعد عام ٢٠١٠ فقد زاد حجم الدين الداخلي من ٦٦٦ مليار جنيه عام ٢٠٠٨ ليصل إلى ٤ تريليونات و٧٤٢ مليار جنيه بنهاية سبتمبر ٢٠٢٠ بزيادة غير مسبوقه. كما ارتفع حجم الدين الخارجي لمصر خلال نفس الفترة من ٣٤ مليار دولار في يونيو ٢٠٠٨ ووصل الى ١٢٣.٥ مليار دولار في سبتمبر ٢٠٢٠ بزيادة قدرها ٨٩.٥ مليار دولار وتعكس هذه الزيادة توسع الحكومة في الاستدانة من الخارج، خاصة خلال الفترة الأخيرة لتمويل عجز الموازنة، وجذب تدفقات دولاريه للدولة والتي كانت تعاني نقصا حادا في العملة الصعبة. وتمثل هذه الزيادة الكبيرة خطورة على قدرة الدولة على سدادها، خاصة مع بطء عودة الاستثمارات الأجنبية والسياحة. وقد اعتمدت مصر على استراتيجية تهدف إلى زيادة الاعتماد على الدين الخارجي لتمويل عجز

الموازنة العامة مقابل خفض الاعتماد على الدين المحلي، وذلك بهدف «خفض تكلفة الدين العام عن طريق الاستقادة من فرص التمويل الدولي المتاحة مقارنة بالفائدة على أوراق الدين الحكومية كما يتيح التمويل الخارجي آجالاً طويلة للسداد ويعطي شهادة ثقة للمستثمرين الأجانب في الاقتصاد، سواء في حالة الاتفاق مع مؤسسات التمويل الدولية مثل البنك وال صندوق، أو طرح أوراق دين في سوق التمويل الدولية. ولكن ان كانت تكلفة تمويل الدين الخارجي بالدولار قد تبدو رخيصة، لكن مع التعويم وانخفاض الجنيه أمام الدولار ارتفعت تكلفة الدين بصورة كبيرة وقد أظهرت بيانات البنك المركزي ارتفاع نصيب المواطن المصري من الدين الخارجي بنحو ١٤٨.٧٪ في سبتمبر ٢٠١٧، عند تقييمه بالجنيه، مقارنة بالفترة الماضية من عام ٢٠٠٨. وقد وصل متوسط نصيب الفرد من الدين الخارجي لمصر إلى ٩٤١ دولار في نهاية سبتمبر ٢٠٢٠ وهو ما يعادل نحو ١٣٦٥٤.٨ جنيه، على أساس سعر صرف الدولار في آخر أيام عمل سبتمبر الماضي مقارنة بنصيب الفرد من الدين عام ٢٠٠٨. ويعود ذلك الارتفاع في نصيب المواطن من الدين الخارجي إلى الانخفاض الحاد في قيمة الجنيه أمام الدولار بعد تحرير سعر الصرف في الثالث من نوفمبر ٢٠١٦، وزيادة الدين الخارجي. وبحسب بيانات البنك المركزي، وصل متوسط سعر بيع الدولار إلى نحو ١٧.٧١ جنيه مقابل ٨.٨٨ جنيه في نهاية سبتمبر ٢٠١٦ بنسبة زيادة ٩٩.٤٪. كما وصل حالياً إلى بمتوسط سعر ٣٠.٨٥ في تعاملات البنوك الرسمية بينما وصل سعره في السوق السوداء ما بين ٣٧ إلى ٤٢ جنيه اعتماداً على قوى الطلب على الدولار في السوق المحلي وتتوقع العديد من المؤسسات العالمية الدولية أن يصل سعر صرف الدولار إلى ٣٧ في التعاملات الرسمية للبنوك التجارية بمصر بنهاية عام ٢٠٢٣. أيضاً تضاعف الدين الخارجي بشكل كبير كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خاصة مع فقدان الجنيه لقيمه في سوق الصرف بما يستوجب معه ضرورة اتباع سياسات نقدية تتجنب مخاطر تزايد أعباء الاقتراض الخارجي. وقد بلغ إجمالي الدين العام المحلي والخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي نحو ١٢٧.٩٪ في حين ان النسبة الآمنة

للدین العام ینبغی ألا تزیید عن ٦٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي. ومن ثم تصیح الدیون المترکمة عبأ على الإنتاج الحالي والمستقبلي، وتضعف الحافز على الاستثمار

جدول (١) - تطور حجم الدين الداخلي في مصر

(القيمة بالمليار جينيه)

الدين الداخلي / الناتج المحلي الإجمالي	الناتج المحلي الإجمالي	أعباء خدمة الدين	الدين الداخلي	العام
80%	1675	122.2	1238	2012
87%	1860	199	1527	2013
91%	2130	203.1	1817	2014
87%	2444	262	2116	2015
97%	2709	320	2620	2016
91%	3470	381	3161	2017
%83.3	3654	445	3696	2018
%80.5	3857	515	4282	2019
%81.5	3995	492	4742	2020
85%	6370	541	4913	2021
84%	7640	587	5260	2022

جدول (٢) - تطور حجم الدين الخارجي في مصر

(القيمة بالمليار دولار أمريكي)

العام	الدين الخارجي	أعباء خدمة الدين	الناتج المحلي الإجمالي	الدين الخارجي / الناتج المحلي الإجمالي	نصيب الفرد من الدين بالدولار
2012	35	2.9	1675	13%	390
2013	43	3.1	1860	16%	490
2014	46	3.2	2130	16%	506
2015	48	5.6	2444	15%	528
2016	56	5.1	2709	18%	573
2017	80	7.2	3470	36%	771
2018	92.6	13.2	3654	36%	782
2019	108.7	13.4	3857	36%	793
2020	123.5	17.2	3995	34.4%	941
2021	137.8	23.1	6370	36.6%	1012
2022	155.7	34.5	7640	38.1	1211

المصدر: بيانات البنك المركزي المصري من عام ٢٠١٢ إلى عام ٢٠٢٠.

٢. مشكلة البحث

تتمثل مشكلة الدراسة في تفاقم حجم الدين العام على الموازنة العامة لمصر سواء كان حجم دين محلي من خلال إصدار اذون خزانة محلية من البنوك المصرية وأيضا الدين المحلي الخارجي من خلال الاقتراض من المؤسسات والهيئات الأجنبية. خاصة مع ارتفاع أسعار الفائدة وخفض قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي مما يؤدي إلى تراكم الديون وأعباء خدمة الدين على الموازنة العام للدولة وبالتالي فأنا في حاجة ماسة إلى وجود نموذج مختلف للتمويل إذا اخذنا في الاعتبار محدودية وسائل التمويل للبلدان النامية ومنها مصر وبما لا يؤدي إلى عرقلة المشاريع التنموية.

٣. الغرض من البحث

يتمثل الغرض الرئيسي من البحث في إقتراح نموذج مبتكر للتمويل باستخدام صكوك المضاربة Mudarabah Sukuk للمشاريع المدرة للدخل وربط العائد المحقق على تلك الصكوك بالعائد المتولد من المشاريع التنموية، وتحتوي تلك الصكوك على سمة التحويل إلى أسهم يتم أدراجها في بورصة الأوراق المالية عن طريق الطرح العام.

٤. منهجية البحث

تم إستعراض ومراجعة الدراسات السابقة وأوراق العمل التي تناولت قضايا التمويل ومعوقات التنمية في البلدان النامية والحلول المقترحة لتلك المشاكل إلى جانب التعرف على الصيغ الحالية لاستخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع التنمية لتلك البلدان. أيضا تم الاعتماد على البيانات المنشورة في تقارير البنك المركزي المصري ووزارة المالية فيما يتعلق بتطور حجم الدين المحلي والدين الخارجي. وسنعرض فيما يلي نبذة عن الصكوك الإسلامية.

٥. الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية موجودات تتضمن خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، أو بعض منها ونظرا لآليات إصدارها فإنها تتعرض للمخاطر, Abedifar, P., Molyneux, P., Tarazi, A., (2013) التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية على النحو التالي:-

▪ مخاطر الائتمان Credit Risk

وهي عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية في مواعيد استحقاقها بسبب سوء اختيار العميل أو سوء سمعته أو عدم قدرته على السداد والوفاء بالتزامات العميل المسندة إليه بالنسبة لاستثمارات الصكوك نفسها باختلاف أنواعها أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده - في حالة اعتبار الوعد غير ملزم - في استثمارات صكوك المرابحة ، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستنعة في استثمارات

صكوك الاستصناع - أو تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المرابحة وصكوك الإجارة ، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفا وزمانا بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم. وبالتالي تلك المخاطر تقع على عاتق المنشأة المصدرة للصكوك ويؤثر سلبا على عوائدها.

▪ مخاطر السوق Market Risk

تنشأ نتيجة تراجع اتجاهات الصعود والانخفاض التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد، وأسواق رأس المال (سوق الإصدار الأولى وسوق التداول).

▪ مخاطر سوق الأصول الحقيقية Real Assets Market Risk

ترتبط بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظرا لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق فإنها تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب أو السياسات الاقتصادية الحكومية.

▪ مخاطر سوق المال Capital Market Risk وتصنف تلك المخاطر وفقا لما يلي

١. مخاطر سعر الصرف Exchange Rate Risk

تظهر عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمراكز مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع في عمليات المرابحات والتجارة الدولية.

٢. مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk

نتيجة لتغيرات أسعار الفائدة في السوق وهي تؤثر على كافة الاستثمارات، وتؤثر على معدل العائد على الاستثمار والصكوك الإسلامية وإن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها فأنها تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعرا مرجعيا في التمويل بالمربحة. كما أن سعر الفائدة يمثل آلية يقوم عليه النظام النقدي والمصرفي في غالبية الدول الإسلامية فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية.

٣. مخاطر أسعار الأوراق المالية Securities Rates Risk

تنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل غير حقيقية كالإشاعات والاحتكار وعمليات البيع والشراء الصوري، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

٤. مخاطر التضخم Inflation Risk

نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع تتأثر طرديا بزيادة معدلات التضخم.

■ مخاطر التشغيل Operation Risk:

نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، أو إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة. وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة، أو عدم توافر الكفاءة الإدارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح ونموها واستقرارها في المستقبل، أو من خلال ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، مما يكون له الأثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

■ مخاطر المخالفات الشرعية

يرجع هذا النوع من المخاطر إلى استخدام أموال الصكوك في محرمات سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة ، أو محرمات لكسبها كالربا ، والقمار ، والغش ، والتدليس.

٥.١ استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية الأساسية

تنص الشريعة الإسلامية أن يكون التمويل من خلال أصول حقيقية وعلى أساس المشاركة في الخطر. أن مبدأ المشاركة في الخطر هو الذى يجعل التمويل وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية أكثر أمانا فالمقترض يستخدم التمويل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في مشاركة المخاطر المرتبطة بالأصل/الاستثمار موضع التمويل، واي من مخاطر العملة ويتجنب بوضوح مخاطر سعر الفائدة. فالمستثمر وفقا لمبادئ التمويل الإسلامي يأمل في الحصول على عوائد أعلى من المستثمرين في أدوات الديون العادية حيث أنهم يتحملون في المخاطر المرتبطة بالاستثمار/الأصل. لكن بالنسبة للمقترضين فإنه لا بد من وجود توازن بين ارتفاع تكلفة الأموال والانخفاض الحاد في درجة المخاطر. فأى شركة تتخذ قرار إحلال التمويل التقليدي بالتمويل الإسلامي يكون مشابه تماما لمقايضة الديون بحقوق الملكية بالضبط. وإذن نظرنا إلى مشاريع التنمية الاقتصادية التي تدر عائد فنجد أنه من السهولة بمكان تطبيق مفهوم المشاركة في المخاطر والذي يعتمد في الأساس على مشاركة الربح والخسائر. فيمكن أن يتم تمويل مشاريع مثل الطرق السريعة، السكك الحديدية، نظم النقل السريع الجماعي، المطارات، الموانئ ، توليد الكهرباء ، وأنظمة الاتصالات السلكية واللاسلكية وما شابه ذلك أن وفقا لمشاركة الربح / الخسارة. وبالنسبة للمشروعات غير المدرة للدخل، مثل الصرف الصحي، المدارس، المستشفيات الحكومية، إلخ. يجب أن يرتكز مبدأ المشاركة في المخاطر إلى مصادر إيرادات الحكومة. وفي نهاية المطاف تعتمد قدرة الحكومة على تحمل التزامها وسدادها في مواعيد استحقاقها على العائدات المتولدة من تلك المشروعات. ويمكن قياس أداة تقاسم المخاطر على أساس أحد مؤشرات الإيرادات

الحكومية مثل مؤشر القيمة المرجحة لصادراتها من السلع الأساسية أو مؤشر الناتج المحلي الإجمالي. ففي كلتا الحالتين سواء كان المشروع لتوليد الدخل أو غير ذلك ، ينبغي استخدام مصادر التمويل المحلية قدر الإمكان. للقيام بذلك يجب أن تبقى القيمة الاسمية لفئة صك المشاركة في المخاطر صغيرة نسبياً إلى جانب التوسع المالي والمساهمة في تطوير أسواق رأس المال المحلية. وعندما يكون حجم المشروع كبيراً جداً يمكن في هذه الحالة النظر إلى مزيج من الإصدار الأجنبي والإصدار المحلي ويمكن أن تكون القيمة الاسمية وفئة العملة مختلفة بالنسبة للإصدار الأجنبي مقابل الإصدار المحلي.

▪ صكوك الإجارة (النوع الشائع لإصدار الصكوك السيادية)

تصدر لتمويل العجز الكلي للموازنة وتوجد العديد من الدول التي قامت بإصدار الصكوك سواء لتمويل الموازنة العامة للدولة أو لتمويل مشروعات تنموية بعينها كماليزيا والبحرين وقطر والامارات. وتعد صكوك الاجارة من اكثر الصكوك استخداما وشيوعا بشكل عام وفي التمويل الحكومي بشكل خاص عن هياكل التمويل الاخرى. ففي عام ٢٠٠٢ اصدرت ماليزيا صكوك الاجارة الدولية بمبلغ ٦٠٠ مليون دولار تستحق في عام ٢٠٠٧ ليصبح حملة الصكوك ملاك لقطعة ارض واستخدمت الحكومة تلك الاموال في بناء مستشفيات حكوميتين ومباني ادارية للحكومة ومباني سكنية على قطعة الارض . وفي عام ٢٠٠٣ اصدرت قطر ايضا صكوك اجارة دوليه بقيمه ٧٠٠ مليون دولار يبلغ اجل استحقاقها سبعة اعوام وتم استخدام حصيلة تلك الصكوك في بناء مدينه حمد الطيبة في الدوحة وبلغ العائد السنوي على تلك الصكوك (سعرالليبور+٤٥.٠ %). وفي عام ٢٠٠٤ اصدرت هيئة الطيران المدني بدبي صكوك بقيمة مليار دولار لتمويل اعمال المرحلة الثانية من مشروع توسعه وتطوير مطار دبي الدولي.



TOTAL GLOBAL SUKUK ISSUANCE USD 1.6 TRILLION (JAN 2001 - DEC 2021)
SOURCE: IIFM SUKUK DATABASE

رسم بياني رقم (١). تطور إجمالي إصدارات الصكوك حتى عام ٢٠٢١

CHART 1A (I) : TOTAL GLOBAL LONG TERM VS SHORT TERM SUKUK ISSUANCES (JAN 2010 - DEC 2021) -ALL TENORS, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS

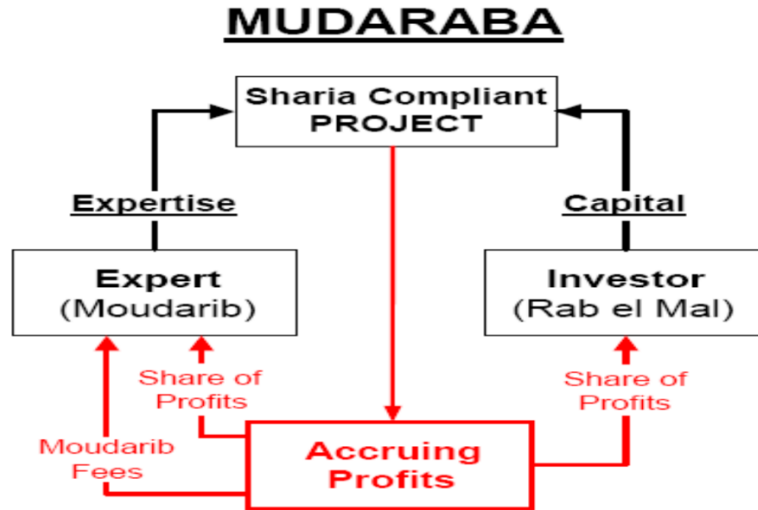


SOURCE: IIFM SUKUK DATABASE

رسم بياني رقم (٢). إصدارات الصكوك القصيرة وطويلة الأجل حتى عام ٢٠٢١

٥.٢. تعريف صكوك المضاربة Sukuk Mudarabah

يمكن تعريف صكوك المضاربة على أنها أحد أدوات حقوق الملكية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية على أساس عقد مضاربة بين مالكي الصكوك والجهة المستفيدة، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل نشاط إقتصادي أو مشروع محدد تديره الجهة المستفيدة، يمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة، ويتم توزيع عائد الصكوك من الأرباح التي يحققها النشاط أو المشروع وفق النسبة المحددة الواردة في العقد، ويتم رد قيمة الصكوك الأسمية في نهاية أجلها من النشاط أو المشروع، وصكوك المضاربة قابلة للتداول. فالمضارب هو من يصدر صكوك المضاربة لتمويل نشاط خاص أو مشروع استثماري معين يتولى هو إدارته بوصفه مضاربا مقابل حصة من ربح هذا المشروع.



شكل رقم (١). أطراف عقد المضاربة

وويتحدد عملية التصكيك من خلال عقود المضاربة من خلال عدد من الخطوات الرئيسية:-

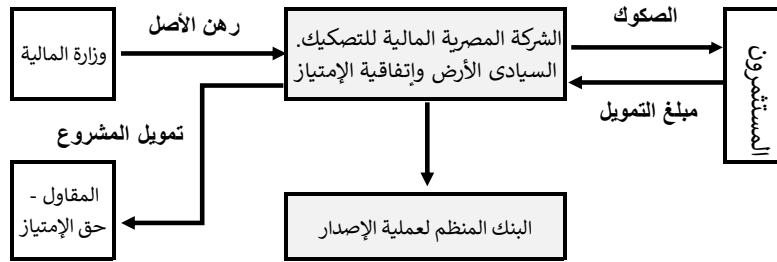
- الإتفاق على عملية التصكيك من خلال عقد المضاربة
- عقود ومستندات عملية التصكيك من خلال عقد المضاربة
- رأس المال الذي سيتم المضاربة به في مشروع أو نشاط أقتصادي محدد
- توزيع الأرباح أو إعادة أستثمار الأرباح في ذات المشروع لابد أن يكون بنسب محددة وواضحة Rulling regarding Profits
- بيع أو تصفية المشروع او طرحه في بورصة الأوراق المالية

5.2.1 النموذج المقترح كأداة تقاسم المخاطر للمشاريع المدرة للإيرادات

يوجد العديد من المشاريع الأستثمارية ذات راس المال الضخم التي يمكن أن تكون مربحة مع المساهمة بشكل كبير في التنمية الاقتصادية الشاملة للعديد من البلدان النامية. وتوفر تلك المشاريع عوائد ثابتة على فترات زمنية طويلة وتمتاز في ذات الوقت بارتفاع الرافعة التشغيلية حيث أن بنود التكاليف الثابتة تمثل الجزء الأعظم من التكلفة الإجمالية. وفي ضوء اساسيات التمويل فلا ينبغي تمويل تلك المشاريع ذات الروافع التشغيلية العالية بالديون. وفي غياب أدوات التمويل بالملكية ليس أمام البلدان النامية خيار سوى استخدام الديون لتمويل المشاريع التنموية (Obiyathulla, I. B. (1997). ونظرا لطول فترة إنشاء تلك المشاريع فنجد أنها محملة ومثقلة بديون ضخمة. وبشكل أكثر دقة فأن لهذا النوع من المشاريع يكون المشاركة في المخاطر من خلال التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية اكثر مناسبة من أي شكل آخر من اشكال التمويل. فمعظم إيرادات مشاريع البنية الأساسية تكون مستقرة وتمتد التدفقات لعدد من السنوات. وكون تلك المشروعات يتم إحتكارها من قبل الحكومة فأنها تتمتع بدرجة قليلة من المنافسة ولا تستطيع الحكومات الاستفادة من الفوائد الضخمة المحيطة بهذه المشاريع. وعلى هذا الأساس فتقترح تلك الورقة البحثية هيكل تمويلي باستخدام الصكوك الإسلامية التي تعتمد على المضاربة والتي من شأنها التغلب على عيوب

التمويل التقليدي باستخدام الديون. ولتوضيح هيكل المشاركة في المخاطر سوف نفترض وجود مخطط مشروع في مصر وذلك لبناء طريق سريع. سيتكلف بناء هذا الطريق أربع سنوات بإجمالي تكلفة تصل إلى 800 مليون جنيه. ستوفر الحكومة أرض لبناء المشروع - متضمنا إمكانية الاستحواذ على أرض المشروع عند الحاجة - بإجمالي تكلفة 200 مليون جنيه. وبالتالي تصل إجمالي تكاليف المشروع إلى 1000 مليون جنيه. تصل التكاليف الاستثمارية لبناء المشروع 800 مليون جنيه. يفرض بأن ترتيب مبلغ التمويل المطلوب لأرض المشروع سيتم من خلال طرح صكوك فردية على أساس نسبة مشاركة في الربح تصل إلى 80/20 محسوبة على أساس صافي الربح المتولد من المشروع. سوف تحصل الحكومة على نسبة 20% من صافي الربح بينما يحصل حاملي الصكوك على النسبة الباقية 80%. فالأداة المالية المقترحة لتمويل هذا المشروع عبارة عن صكوك مرتبطة بعقد مضاربة واستصناع Istisna/Mudarabah-based sukuk. فعقد الاستصناع ملزم خلال فترة السنة الأولى والثانية للأشياء وخلال تلك الفترة لا يتم دفع أي توزيعات لحاملي الصكوك.

المرحلة الأولى - فترة إنشاء المشروع (عامين)

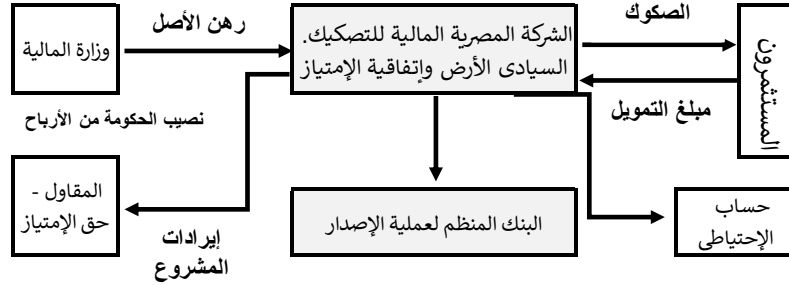


شكل رقم (٢)

فخلال المرحلة الأولى للإنشاء: العام الأول والثاني لا يدر المشروع أي تدفقات نقدية مع وجود الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادية كوسيط يعمل لصالح وزارة المالية الممثلة للحكومة المصرية من جهة (لحكومة عملية الإصدار) ويعمل كوكيل مؤتمن

لصالح مالكي الصكوك السيادية من جهة أخرى. يتمثل دور الشركة في التأكد من انفاق مبلغ التمويل وفقا لبنود التكاليف الاستثمارية الواردة بدراسة جدوى تفصيلية معتمدة عن المشروع مما يضمن تنفيذ وإستكمال المشروع خلال العام الأول والثاني للإنشاء. أيضا تتعامل الشركة مع كافة الأطراف المسؤولة عن تنفيذ وتسليم المشروع حيث تتعامل مع البنك المنظم لعملية التمويل ، كذلك تتعامل مع المقاول المسؤول عن تنفيذ المشروع وأي أطراف أخرى. من المرجح أن يتم تنفيذ مشروعات الموازنة العامة التي تتطلب عامين على الأكثر حتى لا يشعر المستثمرون المرتقبون بأى قلق تجاه إسترداد أموالهم المستثمرة مع تحقيق معدلات عائد مرضية تعوضهم عن فترة الأستثمار. جدير بالذكر أن وجود الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي في مرحلة تنفيذ المشروع يعتبر أساسيا لحكومة عملية الإصدار والتأكد من نجاح عملية التصكيك.

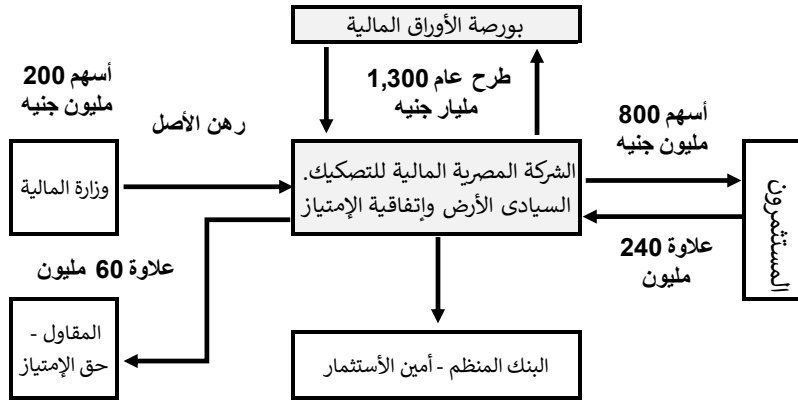
المرحلة الثانية - فترة تدفق إيرادات التشغيل: السنة الثالثة إلى السنة الخامسة.



شكل رقم (٣)

المرحلة الثانية وهي تتمثل في مرحلة ما بعد الأنشاء حيث يبدأ المشروع في توليد نفقات إيرادية موجية بدأ من العام الثالث. وحيث أن الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي هي المكلفة بتنفيذ وإدارة عملية التصكيك فأنها تكون مسؤول عن إدارة تلك التدفقات النقدية من خلال دفع كافة التكاليف الجارية والمصروفات المرتبطة بتنفيذ المشروع وأيضا توزيع حصة من تلك الأرباح بشكل تدريجي على مالكي الصكوك

السيادية وفقا لنسب المساهمة بين مالكي الصكوك (المستثمرون) وبين وزارة المالية في ضوء عقود ومستندات عملية التصكيك مع إنشاء حساب إحتياطي وضع فيه حصة متفق عليها من إيرادات المشروع وتعيين أمين الأستثمار الذى يتولى إدارة سجلات التوزيعات لمالكي الصكوك وأى مهام أخرى يتم تعيينه بمعرفة البنك المصدر .
المرحلة الأخيرة - فترة طرح المشروع في البورصة - في نهاية السنة الخامسة



شكل رقم (٤)

المرحلة الأخيرة وهى مرحلة طرح المشروع فى بورصة الأوراق المالية وقد تم تحديد السنة الخامسة على أساس انها لا تمثل بالفترة البعيدة بعد ثلاثة سنوات من تشغيل المشروع يتم تسجيل وطرح المشروع في ببورصة الأوراق المالية بمصر. حيث يتم بموجب تلك الخطوة يتم إعادة تقييم المشروع بعد ٥ سنوات والحصول على اعتماد نتيجة هذا التقييم من الهيئة العامة للرقابة المالية وتحويل حصة حاملي الصكوك إلى أسهم عادية من خلال نسبة تحويل متفق عليها مسبقا وفقا لعقود ومستندات الإصدار وهذه تمثل أهم سمة من سمات صكوك المضاربة فى هذا المشروع حيث أنه بعد تحويل الصكوك إلى أسهم وطرحها كطرح عام في البورصة المحلية سوف يحصل جميع الأطراف المستثمرة في الصكوك على عوائد أرباح ناتجة من ارتفاع قيمة أسهم المشروع في البورصة. حيث من المرجح بنسبة كبيرة أن ترتفع قيمة المشروع بمجرد إدراجه

وطرحه في بورصة الأوراق المالية. فصفة تحويل الصكوك إلى أسهم يتم إدراجها في بورصة الأوراق المالية تجعل عملية الاستثمار مربحة من وجهة نظر حاملي الصكوك من ناحية، ومن ناحية أخرى تعمل على خفض تكلفة التمويل على الحكومة المصرية من خلال وزارة المالية وتحت إدارة وتنفيذ الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي. فمسألة عدم وجود توزيعات خلال الثلاث سنوات الأولى بعد الإنتهاء من إستكمال من انشاء وتنفيذ المشروع تعتبر مقبولة أخذاً في الاعتبار ارتفاع قيمة المشروع وقيمة الأسهم بمجرد ممارسة حق التحويل من صكوك إلى أسهم. سوف يحصل المستثمرون في الصكوك على أعلى مكاسب من خلال الحصول على علاوة ضخمة تفوق المبلغ المبدئي للاستثمار. فقيمة المشروع لحظة الاكتتاب العام ستصل إلى ١٣٠٠ مليون جنيه أمريكي مع وجود حساب احتياطي لمواجهة كافة التكاليف الطارئة بنهاية السنة الخامسة. يحصل كل من المستثمرون والحكومة على نصيبهم من حصة البيع بناء على نسبة المشاركة المنصوص عليها في وفقاً لعقود ومستندات الصكوك ودراسة الجدوى المبدئية عند انشاء المشروع. واي مبلغ إضافي سيحصل عليه المستثمرون أو الحكومة يمثل علاوة صافية تتناسب مع طول فترة الانتظار البالغة ثلاثة سنوات منذ التدفق النقدي للمشروع وحتى بدء عملية الطرح العام في بورصة الأوراق المالية.

٥.٢.٢ تحديد معدلات العائد على صكوك المضاربة

بفرض أن نسبة مساهمة الحكومة المصرية ممثلة من خلال وزارة المالية هي ٢٠٪ ونسبة مساهمة حاملي الصكوك السيادية المحلية تمثل ٨٠٪ فإنه من الطبيعي أن تحصل الحكومة المصرية على ٢٠٪ من أرباح المشروع بدأ من السنة الثالثة للتشغيل وفقاً لإقتصاديات تمويل وتشغيل المشروع الواردة بدراسة الجدوى وفي المقابل يحصل مالكي الصكوك السيادية على عائد ٨٠٪ من أرباح المشروع والذين يتعرضون لدرجة عالية من المخاطر حيث أنهم سيتحملون درجة عالية من المخاطر في حال خسارة

أموال المشروع. وعلى ذلك وفقا لأدبيات التمويل من الممكن أن يتم تقدير القيمة المبدئية لهذا المشروع من خلال المعادلة التالية:

$$\text{القيمة التقديرية للمشروع} = \text{القيمة التقديرية لتمويل عقد المضاربة (٨٠\%)} + \text{نسبة مساهمة الحكومة في المشروع (٢٠\%)}$$

وعلى ذلك فإن نسبة العوائد التي تحققها الحكومة نتيجة الاستثمار في المشروع يتم حسابها على أساس نسبة التمويل المتفق عليها في عقود ومستندات الإصدار وهي ٢٠\% (Obiyathulla I. B., and Mirakhor, 2017)

ومن السهولة بمكان أن يتم حساب نسبة حاملي الصكوك السيادية في توزيع العائد والمخاطر مع الحكومة. فبفرض ان نسبة الأرباح المحققة بعد دفع كافة التكاليف في سنة محددة هي ٨٠ مليون جنيه فما هي النسبة التي ستحصل عليها الحكومة أو حاملي الصكوك. فيمكن تقسيم ذلك المبلغ على اساس نسبة الشراكة بين الحكومة وحاملي الصكوك حيث ان هذا المبلغ يحقق عائد ٨\% وهي نتاج حاصل قسمة مبلغ ٨٠ مليون على التكاليف الاستثمارية المقدرة للمشروع لحظة الأثناء (مبلغ الاستثمار) على النحو التالي:-

العائد الذي تحققه الحكومة المصرية

$$\begin{aligned} & \text{(قيمة المساهمة الفعلية للحكومة X العائد على الاستثمار)} + \text{(قيمة مبلغ المضاربة X} \\ & \text{٢٠\% X ((٨٠٠ - ((٨+١\%))} \\ & = \text{٢٠٠ X ٨\% + (٨٠٠ - (١.٠٨ X ٨٠٠)) X ٢٠\%} \\ & \text{١٦ مليون + ١٢.٨ مليون = ٢٨.٨ مليون جنيه مصرى} \end{aligned}$$

العائد الذي سيحققه المستثمر =

$$\text{((٨٠٠ - (١.٠٨ X ٨٠٠)) X ٨٠\% = ٥١.٢ مليون جنيه مصرى}$$

وعلى ذلك الأساس فقد تم توزيع مبلغ العائد البالغ مقداره ٨٠ مليون جنيه ارباح بين الحكومة وحاملي الصكوك السيادية المحلية كل حسب نسبة مساهمته. فالحكومة المصرية ممثلة في وزارة المالية وذراعها الاستثمارية الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادى سوف تتسلم مبلغ 28.8 مليون جنيه بينما يتسلم حاملي الصكوك السيادية المحلية مبلغ 51.2 مليون جنيه. وبفرض ان كل صك من الصكوك قيمة الاسمية تصل إلى ٥٠٠ جنيه فان نصيب كل صك من الأرباح يصل إلى

$80,000,000 / ٥١,٢٠٠,٠٠٠ =$ مبلغ ٦٤ جنيه بعائد يصل إلى 12.8% خلال السنة. ولا تشمل تلك المبالغ أي مدفوعات اثناء فترة التشغيل مثل مدفوعات الضرائب ولا بد ان يتم النص على ذلك في اتفاقية ,وعقود إصدار الصكوك السيادية المحلية فصكوك المضاربة متاحة للتداول في سوق رأس المال ويتم تحديد السعر السوقي للصكوك بناء على صافى الأرباح السنوية المتوقعة من المشروع باستخدام تلك

$$P_t = \sum [E(R_{SHt})/(1+y)^t] + CV_n / (1+y)^n - \text{المعادلة:}$$

Mirakhor and Obiyathulla (2017),

حيث أن $E(R_{SHt})$ تشير للعائد المتوقع لحامل الصكوك في السنة t وحيث CV_n تشير الى نسبة تحويل الصكوك إلى أسهم Call Option في تاريخ الاستحقاق y معدل العائد المطلوب. ويجب أن نلاحظ وجود عدد من العوامل التي تختلف عن التمويل التقليدي. فعلى عكس التمويل بالديون لا يوجد التزامات مالية ثابتة على الحكومة وإنما تأخذ الحكومة على عاتقها المبادرة بإنشاء المشروع والالتزام بالجدول التنفيذي ويتم السير في إنشاء المشروع دون أي ضغوط على ميزانية الدولة وتستفاد الحكومة وتحقق مكاسب اثناء فترة طرح المشروع في سوق رأس المال أو بعد الطرح العام وتحويل الصكوك المحلية إلى الأسهم. وفي هذه الحالة من الممكن أن تقرر الحكومة بيع حصتها في المشروع او الاستمرار فيه واستلام توزيعات الأرباح. ومع طرح العديد من المشاريع التنموية الضخمة تساعد تلك العمليات على تطور ونمو سوق رأس المال في مصر. ومع الحفاظ على القيمة الاسمية للصكوك تكون صغيرة

يعمل ذلك على تحفيز صغار المستثمرين على المشاركة والاكتتاب في المشاريع الضخمة ويساعد على الوصول لدرجة من الشمول المالي. فعملية إصدار شهادات قناة السويس لتمويل إنشاء التفرعة الثانية لقناة السويس في مصر تمثل مثال واضح لكيفية تعبئة المدخرات المحلية للمساهمة في تمويل المشاريع التنموية في مصر.

٦. الخلاصة والنتائج

سعت هذه الورقة البحثية الى طرح وسيلة تمويلية جديدة لجذب المزيد من السيولة للمشروعات التنموية المدرجة بالموازنة العامة للدولة مع تنوع مصادر التمويل بأدوات مختلفة جديدة خاصة مع نمو استخدام الصكوك عالمياً بشكل كبير كما يتوقع لها المزيد من النمو خاصة مع نضج الأسواق المالية وتطوير المعايير والتشريعات التي تنظم إصدار الصكوك وتداولها وتوحيدها على مستوى دول العالم المختلفة. وقد طرحت الورقة البحثية نموذج لصكوك المضاربة المشاركة في توفير التمويل المطلوب لأي مشاريع تنموية من ربط العائد على تلك الصكوك بالعائد المتولد من المشاريع. مع اعطاء ميزة نسبية لتلك الصكوك وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم من خلال الطرح العام وإدراجها في بورصة الأوراق المالية. وتعويض مستثمري الصكوك وتحقيق عوائد مرتفعة. وهذا الارتفاع المتوقع يجعل تقبل المستثمرين لفكرة عدم دفع أي أرباح أو توزيعات خلال السنوات الأولى لإنشاء المشروع مقبولة. وذلك بدلا من أن تتحمل الحكومة المخاطر الممثلة في تقلب العوائد والأرباح الناتجة عن تحمل أنشاء المشاريع التنموية بمفردها. فان المستثمرين والحكومة سوف يشاركون في تحمل المخاطرة الناتجة من تمويل كافة المشاريع التنموية. أي أن نتيجة الاستثمار في تلك الصكوك يحصل المستثمرون على عوائد مرتفعة مقارنة بعوائد الاستثمار في السندات التقليدية. ويظل حصول المستثمرين على علاوة اضافية وعوائد مرتفعة يبرر سبب تفضيل المستثمرين لهذا النوع من الصكوك. اما من وجهة نظر الحكومة كطرف مقترض فبينما تظل تكلفة الأموال مرتفعة عن السندات التقليدية إلا أن الحكومة تستفاد من خفض مستوى المخاطر الذي تتحمله. فالصكوك الجديدة لها سمة التحويل إلى أدوات ملكية وتساهم

في بناء الاستقرار المالي داخل البلد وتساعد الحكومة في امتصاص وتحمل أي أزمات مالية خارجية. ومن الممكن أن يتم تطوير تلك الفكرة أيضا. حيث توجد عدد من المشاريع صغيرة يمكن تجميعها من خلال إصدار صك واحدة يمثل عدد من المشاريع وليس مشروع واحد. ويمكن تحقيق أيضا اقتصاديات الحجم في جمع الأموال. فالصكوك في الآونة الأخيرة تشهد نجاح ونمو ويتوقع ان تحدث طفرات في السنوات المقبلة في التمويل كما تستخدم على نطاق واسع في العديد من الدول كأدوات للتمويل الحكومي القصير وطويل الاجل وفي تمويل مشاريع البنية الاساسية والاستثمار الحكومي. ويمكن لمصر استخدام الصكوك في التمويل الحكومي سواء لتمويل عجز الموازنة بشكل عام او لتمويل مشروعات معينة كمشروعات البنية التحتية من محطات مياه وكهرباء وصرف صحي وطرق ومطارات وموانئ وهذا بجانب مشاريع الصحة والتعليم كما يمكن ادماج التمويل عن طريق الصكوك من خلال اليات المشاركة بين القطاعين العام والخاص.

٧. توصيات البحث

- إدماج الصكوك السيادية المحلية أو الدولية ضمن الهيكل التمويلي السيادي في مصر للحصول على أفضل تمويل سيادي مثل Optimal Sovereign Debt Structure بما يساعد على خفض التكلفة المرجحة للأموال.
- استخدام الصكوك السيادية المحلية في تمويل الشركات والهيئات والقطاعات التي تستحوذ على نصيب كبير من الاستثمار العام كالكهرباء والنقل والمياه مع استخدام اليات المشاركة بين القطاع العام والخاص لتوفير تمويل للمشروعات المخطط تنفيذها.
- العمل على تنشيط سوق تداول الصكوك في مصر من خلال إدراج آلية المتعاملين الرئيسيين بالمثل مثلما تم في أذون الخزانة.

- زيادة الوعي بإطلاق العديد من السيمينارات والندوات والمؤتمرات بأهمية الصكوك التمويلية، وضرورتها الاقتصادية باعتبارها البديل الأمثل او المكمل لأدوات التمويل التقليدية لما فيها من الكثير من القيمة المضافة، سواء للمستثمرين او الحكومات ومدى ما تساهمه في تحقيق التنمية الاقتصادية، فضلا عن ان الصكوك تعد بديلا افضل من مصادر التمويل الأخرى كالاقتراض الخارجي من المؤسسات الدولية وما له من قيود واشتراطات ومخاطر.

٨. أبحاث مستقبلية

- عرض مشكلات التسعير عند إصدار الصكوك السيادية مع إقترح آليات تسعير لصيغ مختلفة من الصكوك ودون أخذ سعر الفائدة كمرجعية أساسية للتسعير.
- أثر إصدار الصكوك السيادية على خفض أعباء وتكلفة إصدار الديون العامة.
- مدخل تحليلي مقترح للوصول على هيكل الدين السيادي الأمثل لمشروعات الموازنة العامة للحكومة المصرية.

References

- Ahmed Khalid AL-Maghlouth (2009). Sukuk; an inside study of its background, structures, challenges & Cases.
- Alsaeed, Khalid, Sulaiman (2012) “Sukuk Issuance in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expectations” <http://theses.dur.ac.uk/3502/>
- Abedifar, P., Molyneux, P., & Tarazi, A. (2013). Risk in Islamic banking. *Review of Finance*, 17(6), 2035-2096.
- Allen, F., & Gale, D. (2000). *Comparing financial systems*. MIT press.
- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance?. *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105-148.
- BNM. 2007. Resolution Sharia in Islamic Finance, Glossary. Kuala Lumpur, Malaysia. Eisenhardt, K. M. 1989. “Building Theories from Case Study Research”, *Academy of Management Review*, vol. 14, no.4, pp 532 – 550.

- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Merrouche, O. (2013). Islamic vs. conventional banking: Business model, efficiency and stability. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 433-447.
- Bacha, O. I. (1997). Adapting mudarabah financing to contemporary realities: a proposed financing structure.
- Čihák, M., & Hesse, H. (2010). Islamic banks and financial stability: An empirical analysis. *Journal of Financial Services Research*, 38(2-3), 95-113.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2009). Finance and inequality: Theory and evidence. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 1(1), 287-318.
- Demircuc-Kunt, A., Klapper, L., & Randall, D. (2014). Islamic finance and financial inclusion: measuring use of and demand for formal financial services among Muslim adults. *Review of Middle East Economics and Finance*, 10(2), 177-218.
- Estache, A., & Pinglo, M. E. (2005). Are returns to private infrastructure in developing countries consistent with risks since the Asian crisis?. *Journal of Network Industries*, (1), 47-71.
- Grewal, B. K. (2013). Overview of the Islamic Financial Landscape: globally and in Europe. Kuwait Finance House mimeo.
- Gheeraert, L., & Weill, L. (2015). Does Islamic banking development favor macroeconomic efficiency? Evidence on the Islamic finance-growth nexus. *Economic modeling*, 47, 32-39.
- Hasan, M., & Dridi, J. (2011). The effects of the global crisis on Islamic and conventional banks: A comparative study. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 2(02), 163-200.
- Honohan, P. (2001). Islamic financial intermediation: economic and prudential considerations. Development Research Group of Financial Sector Strategy and Policy Department, World Bank.
- Hafizi & Shahida, (2011) "Sukuk Defaults and Its Implication: A Case Study of Malaysian Capital Market" 8Th International Conference on Islamic Economics and Finance. Center for Islamic Economics and Finance, Qatar Faculty of Islamic Studies, Qatar Foundation

- Ismath Bacha, O., & Mirakhor, A. (2017). Funding development infrastructure without leverage: A risk sharing alternative using innovative sukuk structures. *The World Economy*.
- Imam, P., & Kpodar, K. (2013). Islamic banking: how has it expanded?. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(6), 112-137.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (Eds.). (2013). *Economic development and Islamic finance*. World Bank Publications.
- Ibrahim, M. H. (2015). Issues in Islamic banking and finance: Islamic banks, Shari'ah-compliant investment and sukuk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 185-191.
- Kenourgios, D., Naifar, N., & Dimitriou, D. (2016). Islamic financial markets and global crises: Contagion or decoupling?. *Economic Modelling*, 57, 36-46.
- Mirakhor, A., & Bao, W. Y. (2013). Epistemological foundation of finance: Islamic and conventional. *Economic Development and Islamic Finance*, 25.
- Mirakhor and Obiyathulla (2017), Funding development infrastructure without leverage: A risk-sharing alternative using innovative sukuk structures. *The World Economy*.
- Mirakhor, A. (2010). Whither Islamic finance? Risk sharing in an age of crises.
- Naceur, M. S. B., Barajas, M. A., & Massara, M. A. (2015). Can Islamic banking increase financial inclusion? (No. 15-31). *International Monetary Fund*.
- Shaukat, M., & Alhabshi, D. O. (2015). Instability of interest bearing debt finance and the Islamic finance alternative. *Islamic Economic Studies*, 23(2), 29-84.
- Tariq, A.A. and Dar, H. (2007). "Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization", *Thunderbird International Business Review*, vol. 49, no.2, pp. 203– 223.

- Ng, A., & Loosemore, M. (2007). Risk allocation in the private provision of public infrastructure. *International Journal of Project Management*, 25(1), 66-76.
- Ismath Bacha, O., & Mirakhor, A. (2017). Funding development infrastructure without leverage: A risk-sharing alternative using innovative sukuk structures. *The World Economy*.