

أمانة مجلس وزراء المالية العرب

دور الأسواق المالية في تمويل التنمية و مشروعات البنية التحتية في الدول العربية



إعداد : د. نوران يوسف



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND



مجلس وزراء المالية العرب
COUNCIL FOR ARAB FINANCE MINISTERS

أمانة
مجلس وزراء المالية العرب

دور الأسواق المالية في تمويل التنمية
ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية

إعداد د. نوران يوسف

صندوق النقد العربي

2020

المحتويات

- تمهيد 3
- ملخص تنفيذي 5
- أولاً: إطار الاقتصاد الكلي والدين العام في الدول العربية 7
- ثانياً: إحتياجات تمويل البنية التحتية 28
- ثالثاً: الشراكة بين القطاعين العام والخاص في الدول العربية 36
- رابعاً: دور الأسواق المالية في تمويل البنية التحتية 39
- خامساً: إعتبرات الإصدار في الأسواق المالية 51
- سادساً: الخلاصة والتوصيات 58

تمهيد

على ضوء تنامي الحاجة لتمويل أنشطة التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية وزيادة الفجوة التمويلية المطلوبة، مصحوبة بإرتفاع الإنفاق الجاري على حساب الإنفاق الرأسمالي في معظم الدول العربية، ذلك بالترزامن مع النمو الملموس في إصدارات الدول العربية من الأوراق المالية الحكومية سواء المحلية أو من خلال الأسواق الدولية، وعلى صعيد الأدوات التقليدية أو سندات المشروعات أو الصكوك. أعد صندوق النقد العربي الاستبيان المرفق، حيث يُبرز أهمية دور الأسواق المالية، بالذات المحلية، في تمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية بالتالي مساندة تحقيق أهداف التنمية المستدامة.

وفي ذات السياق، تعتمد الدراسة في العديد من الأجزاء على إجابات النول العربية التي استجابت لاستبيان " دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية" الذي أعده صندوق النقد العربي، وهي المملكة الأردنية الهاشمية والمملكة العربية السعودية وجمهورية السودان وسلطنة عُمان ودولة الكويت والجمهورية اللبنانية وجمهورية مصر العربية والمملكة المغربية.

وقد اعتمد الاستبيان على أربعة محاور رئيسة، حيث يُلقي المحور الأول منها الضوء على أبعاد تنامي الحاجة إلى تمويل البنية التحتية، ومدى تطور حجم الفجوة التمويلية، ومدى وجود حيز مالي يُتيح للدول الانفاق على الأنشطة الاستثمارية. كما يتناول المحور الثاني متطلبات تمويل

أنشطة التنمية ومشروعات البنية التحتية من خلال الأسواق المالية، من حيث الإطار التشريعي والمؤسسي وتنوع الأدوات المالية المُتاحة ومدى توافر قاعدة المستثمرين اللازمة. كذلك يتعرض الاستبيان في المحور الثالث للتحديات التي تواجهها الدول العربية للتوجه للأسواق لتعبئة الموارد اللازمة لتمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية.

أخيراً يلقي الاستبيان الضوء على بعض التوصيات التي من شأنها مجابهة تحديات تعبئة التمويل طويل الأجل من الأسواق المحلية، على سبيل المثال تطوير الأسواق المحلية، وتطوير الإطار التنظيمي والمؤسسي، وتعزيز قاعدة المستثمرين المُستهدفة ومدى مساهمتها في التمويل طويل الأجل وتنوع الأدوات المالية.

ملخص تنفيذي

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في تمويل التنمية والبنية التحتية، حيث أنها توفر قنوات تمويل أطول عمراً لتعبئة الموارد المالية اللازمة لتمويل التنمية، وبأسعار تنافسية إضافة إلى النفاذ إلى قاعدة عريضة من المستثمرين مما يُخفف من تكلفة الحصول على التمويل. كما توفر أسواق المال فرصاً لتمويل أنشطة ذات درجات مخاطرة أعلى من التي يقدم عليها القطاع المصرفي. أيضاً توفر أسواق المال الدولية فرص كبيرة في الوصول للتمويل بتكلفة أقل عادةً من التي توفرها الأسواق المحلية، والنفاذ لشرائح من المستثمرين التي تستهدف الأدوات المالية الأطول عمراً إضافة إلى المستثمرين المتخصصين في تمويل البنية التحتية.

أيضاً تمثل أسواق التمويل المحلية فرصاً استثمارية جاذبة لكل من المدخرين والمستثمرين على السواء، حيث أنها توفر عوائد على الاستثمارات أفضل من الودائع المصرفية، أخذاً بالاعتبار منظومة المخاطر وإحتياجات السيولة. وتتنوع الأدوات المالية الموجودة في السوق، تساعد الأسواق المالية المستثمرين على تنويع المحافظ وإدارة المخاطر، وخصوصاً المستثمرين من المؤسسات المالية مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين. وبالتالي لجأت العديد من الدول العربية لإنتهاج سياسات من شأنها اللجوء إلى الأسواق المالية لسد الفجوات التمويلية، وتنمية أسواق التمويل المحلية.

من ضمن تلك السياسات، التوجه المتنامي نحو التمويل من الأسواق في مقابل الاقتراض المباشر، اللجوء إلى الأسواق المحلية و/أو الدولية، والموائمة بينهم وبالتالي العمل على تنظيم وتعميق أسواق التمويل المحلية من خلال مجموعة من الاستراتيجيات. إضافةً إلى تنوع أدوات الإصدار بين الأدوات التقليدية وأدوات تمويل المشروعات (أدوات التمويل المُهيكلَة)، أي بين السندات وسندات المشروعات والصكوك على المستويين المحلي والدولي، ذلك بحسب القدرة الاستيعابية للأسواق المحلية ومدى عمقها وتنوع قاعدة المستثمرين بها، إضافةً إلى إقبال المستثمرين في الأسواق الدولية ومدى دورية تلك الإصدارات وإعتياد السواق عليها.

تنقسم الدراسة إلى خمسة أجزاء إضافةً إلى التوصيات التي من شأنها تعزيز الاعتماد على اسواق التمويل المحلية في تعبئة الموارد اللازمة لأنشطة التنمية والبنية التحتية. حيث يتناول القسم الأول إطار الاقتصاد الكلي والدين العام في الدول العربية كمظلة تعمل تحتها أنشطة التمويل للدولة، فتتأثر به وتنعكس على مؤشراتته. بينما يلقي الجزء الثاني الضوء على الاحتياجات التمويلية وبالأخص لتمويل البنية التحتية، ثم يوضح الجزء الثالث مشاركة القطاع الخاص في تمويل مشروعات البنية التحتية وقطاعاتها المختلفة في الدول العربية. أما الجزئين الرابع والخامس فتتناول أدوات التمويل المختلفة وإعتبرات الإصدار.

أولاً: إطار الاقتصاد الكلي والدين العام في الدول العربية

يمثل إطار الاقتصاد الكلي المظلة التي تعمل تحتها أنشطة التمويل للدولة، فتتأثر به وتتبعكس على مؤشراتته. حيث تلعب الزيادة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي دوراً مهماً في تخفيض أعباء الدين ما لم يكن هناك زيادة في أرصدة الدين العام. كما يُشكل ميزان الفائض أو العجز الأولي، حجم الاحتياجات التمويلية المستقبلية. وتشكل العوامل الاقتصادية المختلفة الإطار الذي تستطيع الدولة الحصول على التمويل من خلاله، سواء عن طريق النفاذ للأسواق المحلية أو الدولية، وتتبعكس هذه العوامل على التصنيف الائتماني للدولة واستقبال المستثمرين الدوليين بالأخص لإصدارات الدولة.

فيما يخص اقتصادات الدول العربية¹، فبوجه عام استفادت اقتصادات الدول العربية خلال عام 2018 من عدد من المؤشرات الإيجابية، أهمها ارتفاع مستوى الطلب الخارجي، وارتفاع أسعار النفط، وكذلك الآثار الإيجابية لبرامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها بعض الدول العربية مما ساهم في ارتفاع معدل نموها. فمن ناحية، انعكس التحسن المسجل في الأسعار العالمية للنفط والارتفاع المسجل في مستويات الطلب الخارجي لا سيما خلال النصف الأول من عام 2018 إيجاباً على أداء عدد من الدول العربية. كما ساعدت الإصلاحات الاقتصادية المطبقة في عدد من الدول العربية من ناحية أخرى على دعم معدلات النمو فيها خلال العام. حيث سجلت الدول العربية كمجموعة، تحسناً في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة عام 2018، ليبلغ 2.6 في المائة مقابل 1.0 في المائة عام 2017.

1 / التقرير الاقتصادي العربي الموحد (2019). صندوق النقد العربي، إصدار ديسمبر 2019.

وبشكل عام، فقد ارتفع إجمالي رصيد الدين العام (الداخلي والخارجي) القائم بذمة الدول العربية المتوفرة عنها بيانات بقيمته المطلقة بنسبة زيادة بلغت حوالي 6.3 في المائة بنهاية عام 2018 مقارنة بنهاية عام 2017، لترتفع تبعاً لذلك نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بحوالي 18.7 نقطة مئوية في المائة في عام 2018. أما بالنسبة للرصيد القائم للدين العام الداخلي، فقد ارتفع بنسبة 3.8 في المائة في عام 2018، مقارنة بنهاية عام 2017. كذلك ارتفع رصيد الدين العام الخارجي بنسبة بلغت حوالي 10.5 في المائة بنهاية عام 2018 مقارنة بعام 2017.

وفيما يلي عرض لأهم الجوانب الكلية التي تؤثر على القدرة على تمويلية البنية التحتية ومشروعات التنمية:

أ. نمو الناتج المحلي الإجمالي

سجل أداء الاقتصادات العربية كمجموعة تحسناً ملموساً خلال عام 2018 وارتفعت وتيرة النمو في أكثر من نصف تلك الدول مدعومة بتلاقي ظروف خارجية وداخلية كانت إيجابية في المجمل. فعلى مستوى التطورات الدولية، ساهم ظهور بوادر تعافي الاقتصاد العالمي خلال النصف الأول من عام 2018 في دعم الطلب على النفط وزيادة أسعاره في الأسواق الدولية، وعلى السلع والخدمات المصدرة من الدول العربية مما كان له أثراً إيجابياً على حجم النشاط الاقتصادي في تلك الدول، رغم تراجع تلك الآثار الإيجابية في النصف الثاني من نفس السنة، نتيجة ظهور انتكاسة في أداء الاقتصاد العالمي عقب تقادم التوترات والخلافات التجارية وزيادة مستوى اللابيقين في الأسواق المالية الدولية بعد ارتفاع أسعار الفائدة إثر إنهاء العمل بسياسة التسهيل النقدي خاصة في الولايات المتحدة. وقد عقدت هذه التطورات وضعية المديونية لدى عدد من الدول

العربية، وأثرت على تدفق الاستثمارات الأجنبية ورؤوس الأموال نتيجة لارتفاع جاذبية الأصول المقومة بالدولار.

فقد بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية كمجموعة بأسعار السوق الجارية، 8.0 في المائة مقارنة بنسبة 2.8 في المائة في عام 2017. كما بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في الدول العربية كمجموعة حوالي 2.6 في المائة عام 2018، مقابل معدل نمو بلغ نحو 1.0 في المائة عام 2017. هذا وارتفع متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في الدول العربية ككل بمعدل زيادة بلغت نحو 5.8 في المائة في نهاية عام 2018 مقارنةً بمعدل نمو يُقدر بحوالي 0.03 في المائة خلال عام 2017².

ب. سياسات المالية العامة والموازنات العامة للدول العربية:

تعكس تطورات الإنفاق العام ما إنتهجه معظم الدول العربية منذ عدة سنوات لاحتواء الإنفاق العام ضمن المسارات التي تضمن الاستدامة المالية وتُعزّز وضع الموازنة العامة في المديين المتوسط والبعيد، حيث سجلت معظم الدول العربية نمواً محدوداً في مستوى الإنفاق العام، خلال عام 2018، أخذاً بالاعتبار الموارد المالية المتاحة وعوامل التضخم ومتطلبات تلبية الحاجات التنموية والاجتماعية.

من جهةٍ أخرى، أثرت الظروف الداخلية غير المواتية في عدد من الدول العربية بشكلٍ سلبي على وضع الموازنات العامة في ظل المتطلبات الاقتصادية والمالية الناشئة جراء تراجع الاستثمارات والأنشطة الاقتصادية المختلفة.

² / التقرير الاقتصادي العربي الموحد (2019). صندوق النقد العربي، إصدار ديسمبر 2019.

وبالتالي شهد عام 2018 تحسناً في الوضع الكلي للموازنات العامة مقارنة بعام 2017، تراجع عجز الموازنة العامة المُجمّعة للدول العربية ليصل إلى حوالي 113.7 مليار دولار، مقارنةً بعجز بلغ حوالي 168.3 مليار دولار في عام 2017. كما تراجع العجز كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، من حوالي 6.7 في المائة في عام 2017 إلى حوالي 4.3 في المائة في عام 2018. كما يوضح الشكل رقم (1) كل من حركة عجز/ فائض الموازنة العامة، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المُجمّعة، إضافة إلى نسبة الدين العام الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي لدى سبعة دول عربية المتوفرة عنها بيانات الدين العام الداخلي والخارجي (الأردن، تونس، السودان، لبنان، مصر، المغرب، وموريتانيا).

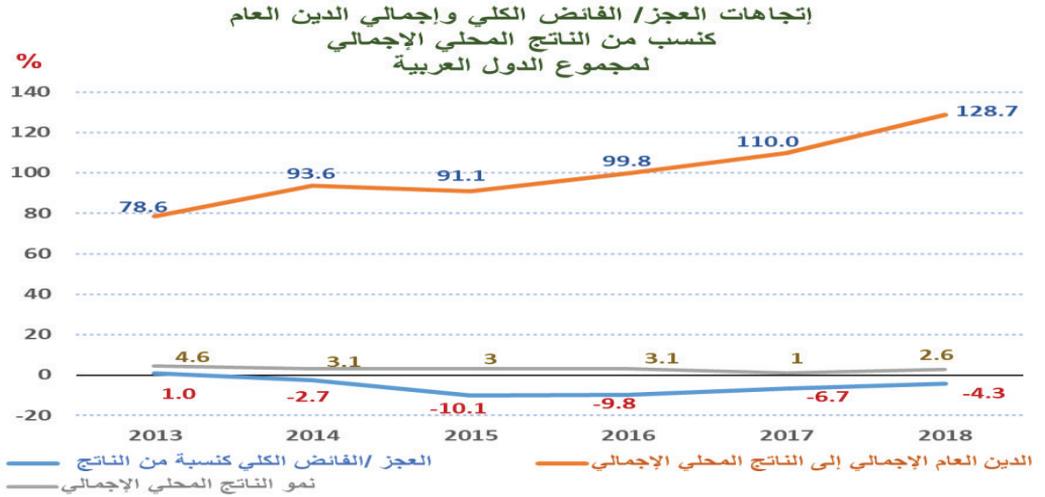
تتسم سياسات المالية العامة بالدول العربية المُصدرة للنفط³ بكونها مساهمة للاتجاهات الدورية، ومن ثم أصبحت أقل دعماً للنمو في السنوات الأخيرة مما يظهر الحاجة إلى مواصلة وتيرة الضبط المالي لتجاوز لمخاطر تقلبات أسعار النفط وهو ما يتطلب العمل على إصلاح النظام الضريبي لديها، وزيادة قدرة المشروعات الصغيرة والمتوسطة على الحصول على التمويل، وتعزيز شبكات الأمان الاجتماعي، من أجل المساعدة في تنويع الاقتصادات ودعم تحقيق نمو أكبر وأكثر احتواءً للجميع.

3 / تتضمن الدول العربية الرئيسية المُصدرة للنفط، دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية إضافة إلى العراق والجزائر وليبيا واليمن. وتشمل مجموعة الدول العربية ذات الاقتصادات المتنوعة، الدول العربية الأخرى.

أدى ارتفاع عائدات النفط إلى تحول عجز موازنات بعض الدول لفائض في عام 2018، وتراجع عجز موازنات معظم تلك الدول، وتوسع في السيولة المحلية.

أما الدول العربية المستوردة للنفط، فقد شهد عام 2018 تطورات كبيرة مع استمرار بعضها في تنفيذ برامج إصلاح اقتصادي بدعم من مؤسسات إقليمية ودولية، ومن ثم فقد عمدت تلك الدول لخفض عجز موازنتها العامة، من خلال العمل على زيادة الإيرادات العامة من خلال رفع معدلات الضرائب واستمرار الرفع التدريجي للدعم خاصة عن الوقود. فعلى سبيل المثال، شهدت تونس ارتفاع سعر البنزين في بداية عام 2018 بنحو 2.5 في المائة. في مصر، قامت الحكومة بتفعيل القانون رقم 196 لسنة 2008 بشأن الضريبة العقارية بعد سنوات من تعليق العمل به ومن ثم تحصيل تلك الضريبة بأثر رجعي من الخاضعين لها. في الأردن، تم فرض رسوم جديدة على السيارات المستوردة، فيما تم رفع الضريبة على البنزين (95 و98) والمشروبات الغازية من 10 إلى 20 في المائة. في المغرب، لجأت الحكومة إلى رفع الدعم التدريجي على السكر وبعض السلع الأخرى، بالإضافة إلى رفع رسوم إصدار بعض الوثائق الحكومية.

الشكل رقم (1)



*بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد – إصدار 2019

الشكل رقم (2)



*بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد – إصدار 2019

ج. الإنفاق الرأسمالي:

ارتفع إجمالي الإنفاق العام للدول العربية كمجموعة بنسبة بلغت حوالي 8.6 في المائة ليصل إلى حوالي 899.7 مليار دولار في عام 2018 مقارنة بحوالي 828.6 مليار دولار في عام 2017. كما ارتفعت نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي لتصل إلى حوالي 33.9 في المائة في عام 2018 مقارنة بحوالي 33 في المائة في عام 2017.

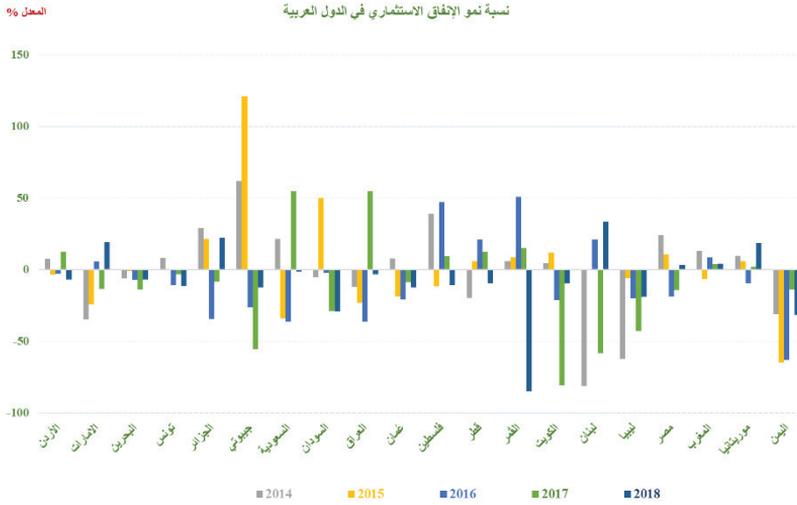
حيث ارتفعت نسبة مساهمة الإنفاق الجاري في الإنفاق العام، مما أدى إلى انخفاض نسبة مساهمة الإنفاق الرأسمالي. فقد سجل الإنفاق الجاري ارتفاعاً بنسبة 10.6 في المائة خلال عام 2018 مقارنة بعام 2017. وارتفعت نسبته من إجمالي الإنفاق العام لتصل إلى حوالي 80.9 في المائة في عام 2018 مقارنة بنسبة 79.4 في المائة في عام 2017، ونسبة 74.8 في المائة في عام 2013 (كما جاء في الشكل رقم (4)). وبلغت نسبة الإنفاق الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي حوالي 27.4 في المائة في عام 2018 مقارنة بنسبة بلغت حوالي 26.2 في المائة في عام 2017.

أما الإنفاق الرأسمالي، فقد انخفض بنسبة 1.1 في المائة خلال عام 2018، ما يمثل نحو 19.1 في المائة من إجمالي الإنفاق العام خلال الفترة، مقارنة بنسبة تُقدر بحوالي نحو 20.5 في المائة خلال عام 2017. وتراجعت نسبة الإنفاق الرأسمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي من حوالي 6.8 في المائة في عام 2017 إلى حوالي 6.5 في المائة في عام 2018، وكما يتضح من الشكل رقم (3)، فقد تباين أداء الدول العربية من حيث نسب نمو الإنفاق الرأسمالي.

تعكس تطورات الإنفاق الرأسمالي بشكل عام، عدة عوامل منها أولويات الإنفاق الجاري وتوفير الموارد اللازمة للنفقات الجارية الضرورية، والذي جاء في بعض الدول على حساب الإنفاق الرأسمالي مما أدى إلى

تقليص مستوياته كما يوضحه الشكل رقم (4). أيضاً ترتبط وتيرة الصرف على المشاريع الحكومية الجديدة والقائمة بتطورات أسعار النفط في الأسواق العالمية وتداعياتها على الإيرادات البترولية وحيز السياسة المالية.

الشكل رقم (3)



الشكل رقم (4)



*/بيانات فعلية أولية. المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد – إصدار 2019، ونتائج استبيان "دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية".

ويتجه عددٌ من الدول العربية لرفع كفاءة الإنفاق الرأسمالي من خلال مراجعة المشاريع الحكومية ونطاقها وأولوياتها، بما يؤدي إلى تعزيز جودة وكفاءة تنفيذ المشاريع من جهة، وبما يتوافق مع الأولويات والاحتياجات التنموية والمتطلبات التمويلية من جهة أخرى.

وعلى صعيد تطور معدلات الانفاق الجاري في مقابل الانفاق الرأسمالي المتوقعة، فيوضح الشكل رقم (5) أدناه، وطبقاً لتوقعات الدول العربية المُستجيبة للإستبيان ، إنحصار المعدلات المتوقعة للانفاق الرأسمالي في مقابل الانفاق الجاري، وهو ما يُلقي بظلاله على القدرة على تمويل الأنشطة الاستثمارية من قبيل البنية التحتية ومشروعات التنمية. وهو ما يؤدي بطبيعة الحال للجوء للأدوات المالية الحكومية لتمويل هذه الفجوة، سواء الموجهة مباشرةً إلى مشروعات التنمية والبنية التحتية، مثل سندات المشروعات أو السندات الايرادية أو الصكوك المُصدرة لتمويل مشروعات بعينها، أو الموجهة للخزانة العامة، مثل سندات الخزانة والصكوك الحكومية.

الشكل رقم (5)



د. تطور الاحتياجات التمويلية: فيما يخص تمويل عجز الموازنة العامة، تعتمد الدول العربية على مصادر متباينة لتمويل العجز المالي، حيث يتجه بعضها نحو مصادر التمويل المحلية من خلال أدوات التمويل التي تطرحها الدولة في شكل أدون وسندات خزانة وصكوك حكومية، وبدرجة أقل من خلال القروض والسلف المقدمة من البنوك المركزية، بينما يعتمد عدد آخر من هذه الدول بصورة كبيرة على مصادر التمويل الخارجي، سواء من خلال الطرح في الأسواق الدولية أو من خلال الاقتراض.

يؤثر نمط تمويل عجز الموازنة على الاقتصاد وتتباين تداعياته على وتيرة النمو الاقتصادي والتشغيل والاستقرار الاقتصادي والمالي. فعلى الرغم من أن التمويل من خلال أدوات الدين المحلي يُقلص من حالات اللجوء إلى التمويل التضخمي من خلال طبع نقود من قبل البنوك المركزية لتمويل العجز المالي، وبالتالي يساهم في تخفيف حدة التضخم ويدعم الاستقرار الاقتصادي، إلا أن هذا النوع من التمويل قد يؤدي إلى مزاحمة مالية للقطاع الخاص نتيجة توجيه البنوك لنسبة كبيرة من مواردها للاستثمار في الأوراق المالية الحكومية بدلاً من زيادة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، الأمر الذي قد يحد من قدرة هذا القطاع في إنشاء وتوسيع أعماله ونشاطاته، وبالتالي يضعف من مساهمته في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي وخلق فرص العمل.

في المقابل، يؤدي اللجوء إلى التمويل الخارجي إلى زيادة المديونية الخارجية، ويتضمن متطلبات لتلبية التزامات خدمة وأصل الدين، مما يخلق ضغوطات على أرصدة النقد الأجنبي وسعر الصرف وبالتالي توازن كل دولة بين أولويات السياسة الاقتصادية والمالية لديها وفرص التمويل المتوفرة لتحقيق الموازنة المطلوبة بين مصادر

تمويل عجز الموازنة المختلفة. وبشكلٍ عام تواجه الدول العربية حاجة لتعزيز الوضع المالي بتخفيض عجز الموازنة العامة ومستوى الدين العام ووضعها في مستويات قابلة للاستدامة، من خلال تطبيق وسائل فعالة لزيادة حصيلة الإيرادات المالية وتويعها وضبط النفقات الحكومية وتوجيهها لتعزيز النفقات الاستثمارية والاجتماعية، من أجل دعم النمو الاقتصادي الشامل والمستدام وتخفيض معدلات الفقر.

تواجه الدول العربية ذات الاقتصادات المتنوعة تحديات في تمويل عجز الموازنة من حيث محدودية فرص التمويل الخارجي وعدم التطور الكافي لأسواق الدين المحلي، الى جانب ارتفاع مستوى المديونيات العامة. أما بالنسبة للدول العربية المنتجة والمصدرة للنفط، ومع استمرار العجز في موازنتها، استمرت في الاقتراض من أسواق الدين المحلية والخارجية لتلبية احتياجاتها التمويلية .

في ذات السياق، وعلى سبيل المثال، أصدرت السعودية حتى الربع الثالث من عام 2018 أدوات تمويل بقيمة إجمالية بلغت حوالي 108.7 مليار ريال سعودي. وبلغ إجمالي التمويل من الأسواق الداخلية حوالي 37.4 مليار ريال سعودي، ومن الأسواق الخارجية حوالي 71.3 مليار ريال سعودي. وفي البحرين بلغ إجمالي الإصدارات المحلية حوالي 5.8 مليار دينار بحريني بنهاية عام 2018، بينما بلغ إجمالي الإصدارات الدولية حوالي 752 مليون دينار بحريني.

كما أصدرت الكويت في عام 2017 أول سندات حكومية مقومة بالدولار واليورو، بقيمة إجمالية بلغت حوالي 8 مليارات دولار. كما بلغت الإصدارات السيادية في سوق السندات الدولية للإمارات وعمان والبحرين، حوالي 10 و7 و3 مليارات دولار على التوالي.

يعكس هذا النمو في الإصدارات زيادة الاحتياجات التمويلية للدول العربية لتمويل عجز الموازنات، ويوضح الجدول رقم (1) معدل نمو الاحتياجات التمويلية من واقع إجابات استبيان " دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية " الواردة في الربع الأخير من عام 2019:

الجدول رقم (1)

السنوات	معدل نمو الاحتياجات التمويلية						
	الأردن*	عمان	السودان**	الكويت	لبنان*	مصر*	المغرب*
2015	-16%		-20%	لا يوجد	29%		12%
2016	20%	134%	-23%	100%	25%		-24%
2017	-19%	-3%	7%	-2%	-24%	11%	13%
2018	-6%	-27%	-43%	-28%	66%	7%	-7%
2019	22%	-6%	-70%		-61%	3%	-40%

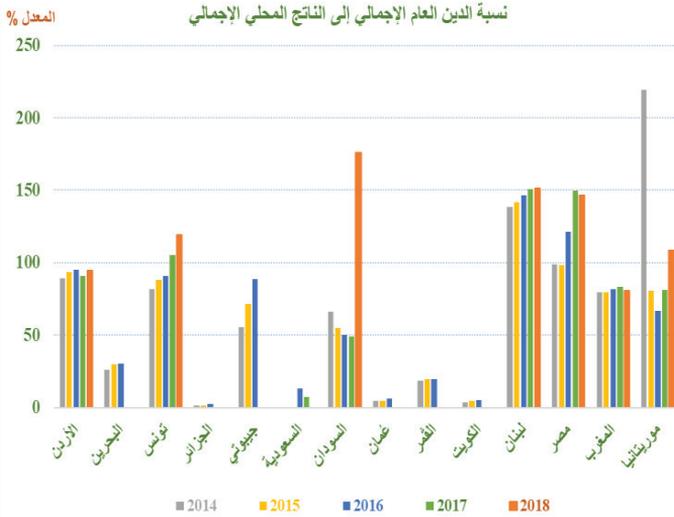
* /يونيو 2019، ** /يوليو 2019

المصدر: صندوق النقد العربي 2019، نتائج استبيان "دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية".

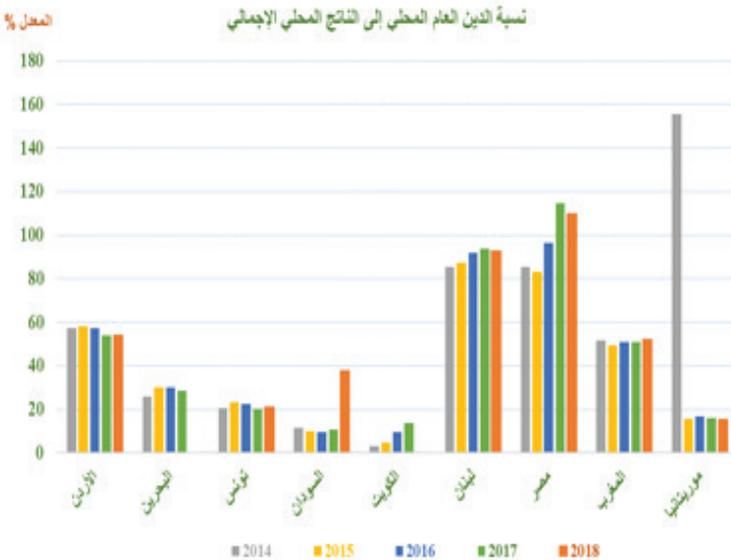
هـ. تطورات الدين العام:

ارتفع إجمالي رصيد الدين العام (الداخلي والخارجي) القائم بذمة الدول العربية المتوفرة عنها بيانات بنحو 6.3 في المائة بنهاية عام 2018 مقارنة بنهاية عام 2017، لترتفع تبعاً لذلك نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بحوالي 18.7 نقطة مئوية لتصل إلى حوالي 128.7 في المائة في عام 2018. حيث ارتفع الرصيد القائم للدين العام الداخلي بنسبة 3.8 في المائة ليصل إلى حوالي 433.9 مليار دولار في عام 2018، مقارنة بحوالي 418 مليار دولار بنهاية عام 2017. أيضاً ارتفع رصيد الدين العام الخارجي بنسبة بلغت حوالي 10.5 في المائة ليصل إلى حوالي 273.9 مليار دولار بنهاية عام 2018 مقارنة بحوالي 247.9 مليار دولار بنهاية عام 2017.

الشكل رقم (6)



الشكل رقم (7)



*/بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد - إصدار 2019

فقد أظهرت أوضاع المديونية ارتفاعاً في مستوى الدين العام في عام 2018 في معظم الدول المتوفر عنها بيانات. وتظهر البيانات أن ال سبغ دول سجلت ارتفاعاً في حجم مديونيتها العامة بلغ 41.9 مليار دولار (موريتانيا، مصر، المغرب، لبنان، الأردن، السودان، وتونس).

بالنسبة للدول التي ارتفع لديها إجمالي الدين العام بنهاية عام 2018، فقد سجلت موريتانيا أعلى نسبة ارتفاع بلغت نحو 44.6 في المائة ذلك بسبب الارتفاع الكبير في رصيد الدين الخارجي بنسبة زيادة وصلت إلى نحو 55.2 في المائة، بالمقابل سجلت المغرب أدنى نسبة زيادة في الدين العام بلغت نحو 4.2 في المائة. كذلك ارتفع رصيد الدين العام في كل من مصر ولبنان والأردن والسودان وتونس بنهاية عام 2018 بنسب تراوحت بين 4.3 و12.7 في المائة.

على صعيد نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما هو موضح بالشكلين رقم (6) ورقم (7)، فقد ارتفعت في الدول العربية المقترضة المتوفرة عنها بيانات كمجموعة بحوالي 9.5 نقطة مئوية لتصل إلى نحو 128.7 في المائة بنهاية عام 2018، مقارنة بنحو 110 في المائة في عام 2017. بالنسبة لأدواء الدول العربية فرادى، فقد ارتفع إجمالي الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بنهاية عام 2018 في كل من موريتانيا بحوالي 19.1 نقطة مئوية ليصل إلى حوالي 108.6 في المائة، وفي الأردن بحوالي 3.3 نقطة مئوية ليصل إلى حوالي 94.4 في المائة، وفي

لبنان بأقل من نقطة مئوية ليصل إلى حوالي 151.5 في المائة. أما في السودان، فقد ارتفع إجمالي الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في نفس الفترة بحوالي 1266 نقطة مئوية ليصل إلى نحو 175.7 في المائة من الناتج، ذلك بسبب تأثير سعر الصرف على قيمة إجمالي الناتج المحلي في عام 2018، أما في تونس ارتفع بنحو 13.7 نقطة مئوية ليصل إلى حوالي 119 في المائة. في المقابل تراجع إجمالي الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في كل من مصر والمغرب بحوالي 3.2 و 2.5 نقاط مئوية ليصل إلى حوالي 146.7 و 80.8 في المائة على التوالي.

من حيث هيكل المديونية العامة، تُظهر الدول المتوفرة عنها بيانات تبايناً ملحوظاً في نسب الدين الداخلي والخارجي إلى إجمالي الدين العام، فبينما تمثل المديونية الداخلية نسبة مرتفعة في إجمالي العام بالنسبة لأربع دول، مصر والمغرب ولبنان والأردن، بينما تُشكل المديونية الخارجية نسبة مرتفعة بالنسبة لثلاث دول، وهم موريتانيا تونس والسودان. فعلى صعيد الدول التي ترتفع لديها نسبة الدين الداخلي من إجمالي الدين العام، فقد سجلت مصر أعلى نسبة بلغت حوالي 74.8 في المائة، بينما سجلت كل من المغرب ولبنان والأردن نسب بلغت حوالي 64.2 و 61.0 و 57.3 في المائة، على الترتيب بنهاية عام 2018. أما بالنسبة للدول التي ترتفع لديها نسبة الدين الخارجي من إجمالي الدين العام، فقد سجلت موريتانيا أعلى نسبة بلغت حوالي 86 في المائة، بينما سجل كل من تونس والسودان نسب بلغت حوالي 82.2 و 78.6 في المائة على الترتيب بنهاية عام 2018.

أما بالنسبة للدين العام الخارجي، ارتفع إجمالي الدين العام الخارجي القائم⁴ في ذمة الدول العربية المقترضة كمجموعة⁵ والمتوفرة عنها بيانات بنسبة بلغت 9.6 في المائة بنهاية عام 2018 مقارنة بنهاية عام 2017. وساهمت جملة من العوامل في التأثير على حجم الدين العام الخارجي للدول العربية المقترضة من بينها انحسار تدفق المنح الخارجية حيث سجلت تراجعاً من حوالي 4.4 مليار دولار في عام 2017 إلى حوالي 2.8 مليار دولار في عام 2018، وارتفاع احتياجات التمويل بالنسبة لعدد من الدول العربية وإقدامها على الاقتراض وإصدار سندات الدين السيادية.

يُوضح الشكلين رقم (8) ورقم (9) أوضاع المديونية الخارجية للدول العربية المقترضة، من حيث مؤشر نسبة الدين العام الخارجي القائم إلى الناتج المحلي الإجمالي، من أجل قياس عبء المديونية الخارجية على الاقتصاد باعتبار أن هذه النسبة تدل على قدرة الاقتصاد على تحمل أعباء الدين العام الخارجي وإمكانية استمراريته في الايفاء بذلك. إضافة إلى مؤشر نسبة خدمة الدين العام الخارجي إلى الصادرات من السلع والخدمات، والذي يقيس عبء المديونية الخارجية بدلالة قدرة الاقتصاد على تغطية خدمة مديونيته الخارجية بعائدات صادراته.

فعلى صعيد عبء المديونية الخارجية على الاقتصاد، فقد ارتفعت نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة للدول العربية

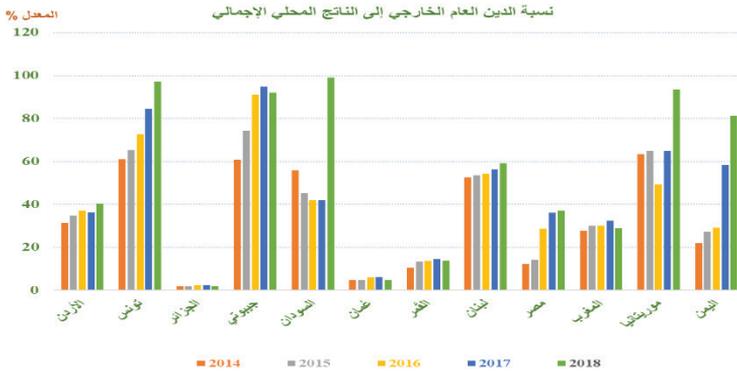
⁴ يتكون الدين العام الخارجي من الديون طويلة الأجل من المصادر الرسمية والخاصة والديون قصيرة الأجل وتسهيلات صندوق النقد الدولي والديون الخاصة غير المضمونة.

⁵ تشمل الدول العربية المقترضة مجموعة الدول العربية المسجلة ضمن نظام تسجيل الدول المدينة التابع للبنك الدولي وهي، الأردن، تونس، الجزائر، جيبوتي، السودان، سورية، الصومال، عُمان، القمر، لبنان، مصر، المغرب، موريتانيا، واليمن.

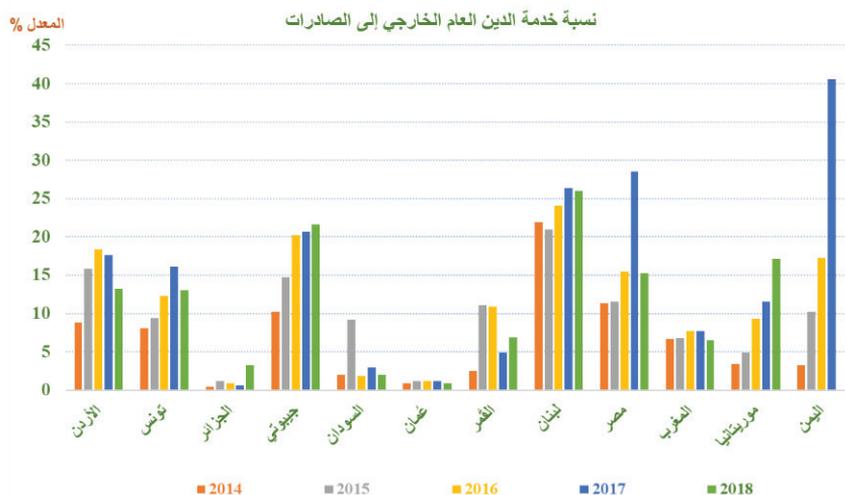
المتوفرة عنها بيانات كمجموعة بحوالي 4.7 نقطة مئوية، لتصل إلى حوالي 35.5 في المائة بنهاية عام 2018. جاء ذلك كمحصلة لتسارع وتيرة نمو حجم الدين العام الخارجي لهذه الدول مجتمعة بحوالي 9.6 في المائة بنهاية عام 2018، مقارنة بتباطؤ في وتيرة نمو الناتج المحلي الإجمالي والأسعار الجارية بنسبة بلغت حوالي 4.9 في المائة خلال نفس العام.

أما من حيث قدرة الاقتصاد على تغطية خدمة مديونيته الخارجية بعائد الصادرات، فقد سجلت نسبة خدمة الدين العام الخارجي إلى الصادرات من السلع والخدمات بالنسبة للدول العربية المتوفرة عنها بيانات كمجموعة انخفاضاً بلغ حوالي 4 نقاط مئوية لتصل إلى حوالي 9.7 في المائة بنهاية عام 2018، مقارنة بحوالي 13.7 في المائة بنهاية عام 2017. جاء ذلك كمحصلة لتسارع وتيرة نمو حصيللة الصادرات السلعة والخدمية بمعدل بلغ حوالي 16.9 في المائة، مقابل تراجع في وتيرة نمو خدمة الدين العام الخارجي بمعدل بلغ حوالي 20.1 في المائة بنهاية عام 2018.

الشكل رقم (8)



الشكل رقم (9)

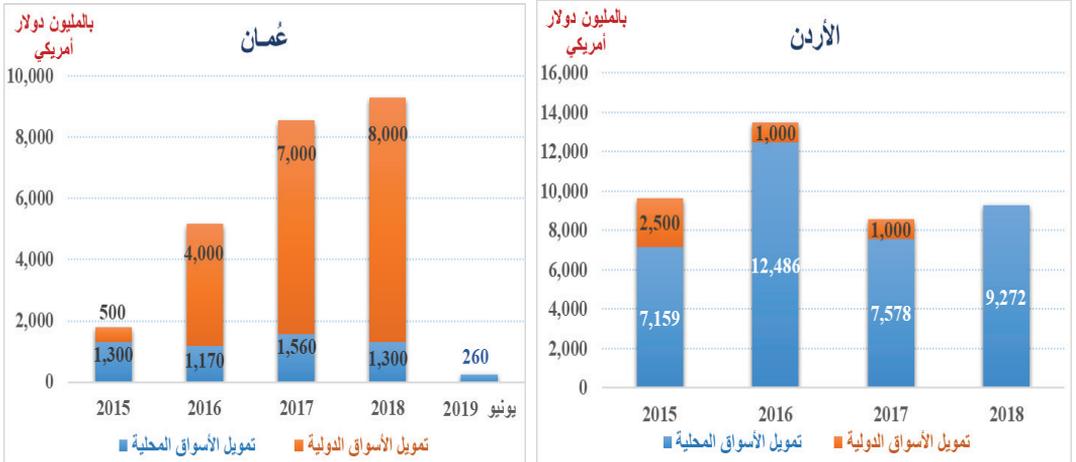


*/بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد – إصدار 2019

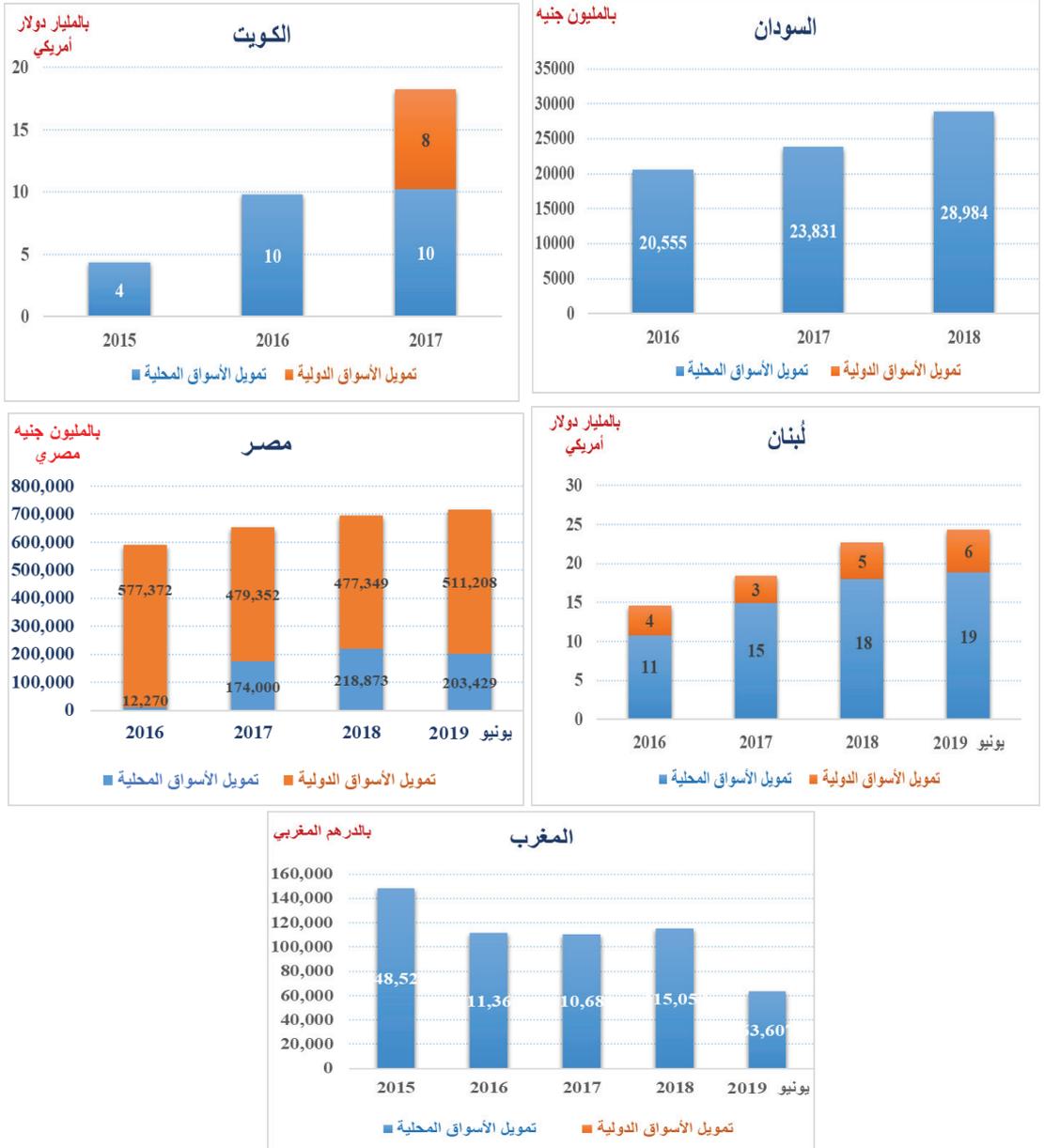
فيما يتعلق حجم التمويل المُحقق من كلٍ من الأسواق المحلية والدولية (بالمليون دولار أمريكي) حيث يتضح من الشكل (10) أدناه أن هناك تبايناً بين الدول العربية، معتمدة على مدى عمق الأسواق المحلية وقابلية ودورية النفاذ للأسواق الدولية من خلال الطروحات المختلفة.

فبينما تتجه الدول ذات القدرة و/أو الدورية على النفاذ إلى الأسواق الدولية، مثل البحرين وعمان، إلى الاعتماد على طرح السندات والصكوك الدولية. بينما تعتمد دول أخرى، مثل الأردن والسودان ولبنان والمغرب، على طرح ادوات التمويل المحلية. في حين تلجأ بعض الدول لسياسات الطرح المتوازن بين الأسواق الدولية والمحلية، مثل السعودية ومصر، في حالة وجود قدر من التنمية للأسواق المحلية وفي حالة الرغبة في تمويل من خلال قنوات العملات الأجنبية.

الشكل رقم (10)



تابع الشكل رقم (10)



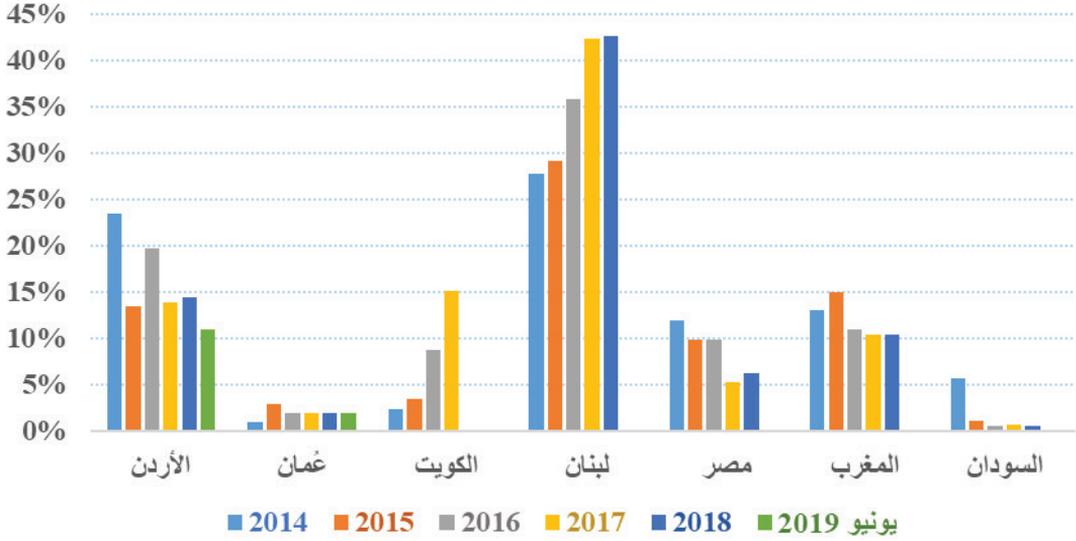
المصدر: صندوق النقد العربي 2019، نتائج استبيان "دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية".

وعلى ضوء ارتفاع عجز الموازنات وزيادة الاحتياجات التمويلية، اتجهت الدول العربية للتمويل من خلال طرح أدوات الدين محلياً ودولياً، وبالتالي اللجوء إلى تنمية أسواق التمويل المحلية. حيث تعمل العديد من الدول العربية، وتحديداً دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، على رفع كفاءة عمليات إدارة الدين العام، بهدف تأمين احتياجات الموازنة من التمويل بأفضل التكاليف الممكنة وعند مستوى مقبول من المخاطر، ذلك من خلال الإدارة الرشيدة لعمليات الدين العام، ووضع الإطار المؤسسي الملائم، وزيادة القدرة على النفاذ إلى أسواق مختلفة. وبالتالي تسعى الدول العربية إلى تطوير أسواق أدوات الدين بشقيها الأولي والثانوي، بهدف تعميق أسواق الأوراق المالية الحكومية وتعزيز درجة السيولة فيها، من خلال تنويع الأدوات التمويلية ذاتها متضمناً ذلك أدوات التمويل المتوافقة مع الشريعة، كالصكوك السيادية، وسندات تمويل المشروعات أو السندات الإبرادية، وتنويع قاعدة المستثمرين لاستيعاب الزيادة في المعروض من أدوات الدين المطروحة.

هذا، ويوضح الشكل التالي زيادة إصدارات السندات الحكومية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للدول المستجيبة للاستبيان، والتي توضح بشكل عام التوجه لإصدار السندات وأدوات التمويل الحكومية لسد الفجوة التمويلية لتعبئة التمويل سواء للأنشطة الجارية أو الاستثمارية (الكويت، لبنان، مصر، والمغرب) فيما عدا الأردن التي تستهدف خفض معدلات الدين ضمن استراتيجية الدين متوسطة الأجل.

الشكل رقم (11)

تطور إصدارات أدوات التمويل كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: صندوق النقد العربي 2019، نتائج استبيان "دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية".

ثانياً: إحتياجات تمويل البنية التحتية

تتضمن البنية التحتية عدة قطاعات: قطاعات اقتصادية، قطاعات اجتماعية وقطاعات إدارية. ويندرج تحت القطاعات الاقتصادية (الاتصالات، الكهرباء، الطرق، النقل البحري، النقل الجوي، السكك الحديدية، الخدمات البلدية، المياه، الصرف الصحي)، وتتكون القطاعات الاجتماعية من قطاعين رئيسيين وهما التعليم والصحة، أما القطاعات الإدارية فتشمل الأجهزة الإدارية للدولة⁶.

⁶ / الاتفاق على البنية التحتية – بين الوضع الراهن والمأمول، 2019. المركز المصري لدراسات السياسات العامة.

واتجهت بعض الدول في العقود الماضية لتفعيل دور القطاع الخاص في تمويل مشاريع البنية التحتية إما بالمشاركة أو التخصيص، ولا نستطيع أن نغفل نجاح القطاع العام وأقباله على تنفيذ هذه المشاريع، وذلك لعدة أسباب، منها: الأهمية الاقتصادية والسياسية للبنية التحتية، وأنها مشاريع تنسم بالمخاطرة.

هذا، وتتمثل الأهمية الاقتصادية والسياسية للبنية التحتية في زيادة الناتج المحلي الإجمالي للدولة، من خلال زيادة فعالية ونتاجية رأس المال، فضلاً عن توفير البيئة المناسبة لجذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية. وتنسم هذه المشروعات بالمخاطرة لأنها مشاريع ذات أحجام كبيرة، بالتالي تتطلب رؤوس أموال ضخمة، وتكون إيراداتها ضئيلة في السنوات الأولى، وبالمقابل إن فترات استرداد رؤوس الأموال تكون طويلة، مما يجعلها غير جاذبة للقطاع الخاص.⁷

كما يمثل الإنفاق الحكومي للدولة على مشاريع البنية التحتية، أداة مهمة من أدوات السياسة المالية لتفعيل الحوافز الاقتصادية لعمليات التنمية، ويعد التخطيط لهذه المشاريع نقطة انطلاق لتنمية الدول لاسيما النامية منها، وترشيد استغلال الموارد الاقتصادية، بالإضافة إلى رفع مستوى اقتصادها ومعيشتها، وتحسين نوعية الحياة لمواطنيها، وتتبع أهميتها بأنها تعمل على تزويد المشروعات الإنتاجية بالخدمات التي تحتاجها، لكي تحقق الدولة الفائدة القصوى من إنشاء مشروعات البنية التحتية فلا بد من أن تُقام بجانبها مشروعات إنتاجية.⁸

⁷ / الحسني، 2012.

⁸ / عقيل 2014. واقع البنية التحتية في العراق وإمكانات تطويرها، مجلة المثني للعلوم الداربية والاقتصادية المجلد (4)، العدد (8) صفحة 105 - 121.

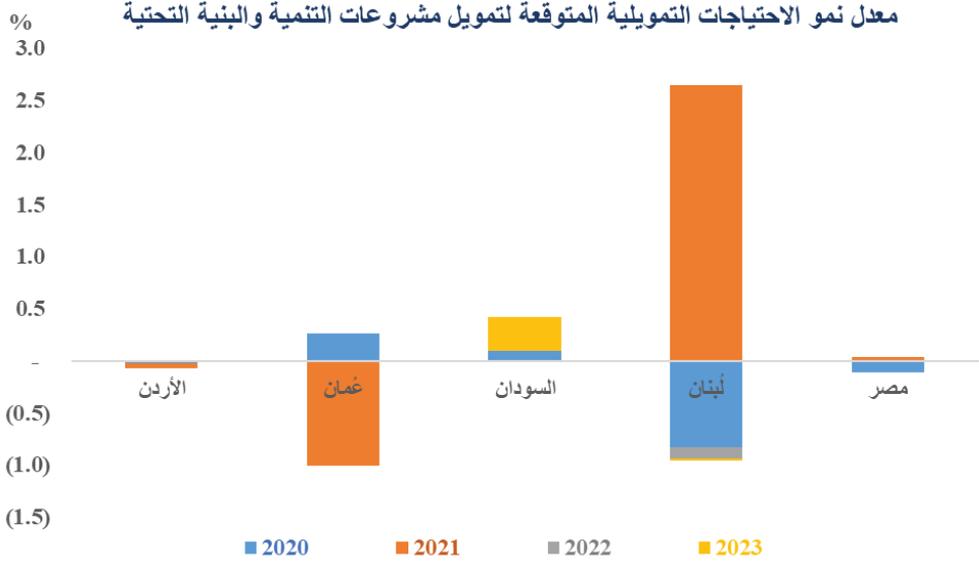
وقد أشارت التقارير الدولية (البنك الدولي، 2019)⁹ إلى تزايد الاحتياجات التمويلية للإستثمار في البنية التحتية للإقتصادات الناشئة يتعدى المليار (103) دولار أمريكي سنوياً، كما توقع البنك الدولي في تقرير آخر أن مع استثمار مليار دولار في البنية التحتية تزداد الفرصة في خلق 110 ألف وظيفة على مستوى الدول المستوردة للنفط و 26 ألف فرصة عمل في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ونحو 49 ألف فرصة عمل في الدول النامية الأخرى المُصدرة للنفط. أيضاً أشار البنك الدولي في أبريل 2019، أن العالم بأكمله يواجه فجوة تمويلية تقدر بحوالي 15 ترليون دولار أمريكي بحلول عام 2040 لتمويل البنية التحتية¹⁰.

وتتسجم هذه الادعاءات مع البيانات التي تشير إلى معدل نمو الاحتياجات التمويلية المتوقعة للبنية التحتية ومشروعات التنمية من واقع استبيان "دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية" الذي استجابت له ثمانية دول عربية، من بينهم الدول الخمس المُشار إليها في الشكل رقم (12) أدناه. حيث هناك زيادة في معدل نمو الاحتياجات التمويلية للبنية التحتية ومشروعات التنمية خلال عام 2020 لكل من عُمان والسودان، و عام 2021 لكل من لبنان ومصر، في حين تبلغ ذروة الاحتياجات التمويلية للتنمية والبنية التحتية في السودان خلال عام 2023.

⁹ / WB, 2019. Infrastructure Finance, Septembre, 2019.
<https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/infrastructure-finance>

¹⁰/ WB, 2019. How can we bridge the gap between projected investments in infrastructure and what we actually need?

الشكل رقم (12)



المصدر: صندوق النقد العربي 2019، نتائج استبيان "دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية".

هذا، ويُلقب الجدول رقم (2) الضوء على أهم مؤشرات محفظة الأوراق المالية الحكومية من حيث عُمر الأوراق المالية المطروحة، والتي تعكس مخاطر إعادة التمويل والتمويل بأسعار مرتفعة، ومدى تركيز حيازة الأوراق المالية الحكومية المطروحة لدى فئات بعينها من المستثمرين، حيث تشير هذه النسبة إلى مدى تنوع قاعدة المستثمرين والتي تؤدي بدورها إلى خفض تكلفة الإصدار وعدم التحكم في أسعار الأوراق المالية المطروحة لوجودها في يد فئة قليلة من المستثمرين، وهو ما يساهم أيضاً في خلق السيولة في جانب الطلب. كذلك نسبة الدين العام بالعملة الأجنبية إلى إجمالي الدين العام والتي تعكس مدى تعرض الاقتصاد للإستدانة بالعملة الأجنبية. أيضاً اتجاهات أسعار العائد على الأوراق المالية

الحكومية المطروحة، والتي من المفترض أن تخضع تحركاتها لعوامل عدة مختلفة تعكس أوضاع الاقتصاد الكلية وسياسات المالية العامة ومستوى تنمية وعمق الأسواق المالية. أما بالنسبة للعائد على الأوراق المالية المطروحة في الأسواق الدولية، فتخضع للأوضاع الاقتصادية والسياسية والأمنية ورغبة المستثمرين في الشراء، والتي تتأثر بكل العوامل سالفة الذكر. هذا بالإضافة إلى دورية الإصدارات في الأسواق الدولية ومدى اعتياد المستثمرين الدوليين على ظروف المصدر، إضافة إلى الاسترشاد بأسعار مبادلات مخاطر الديون للأجل (5 و 10 سنوات) المقاربة للأوراق المالية المطروحة. أيضاً يلعب التصنيف الائتماني للدولة دوراً في أسعار العائد على الأوراق المطروحة، حيث يتأثر التصنيف الائتماني للدولة صعوداً وهبوطاً بالعوامل المذكورة سالفاً.

الجول (2): مؤشرات مخاطر محافظة الأوراق المالية الحكومية

التصنيف الائتماني وأسعار مبادرات مخاطر الديون لمدة خمس سنوات	محل ارتفاع العائد على الأوزان المالية الحكومية	تركز حصة الأوراق المالية الحكومية (القطاع المصرفي)	نسبة الدين العام بالعملة الأجنبية إلى إجمالي الدين العام	متوسط عسر المالية الحكومية	المؤشرات الوية
منه BBB إلى B خلال الفترة 2019-2014	شهد متوسط معدلات العائد على الأوراق المالية الحكومية ارتفاعاً من 4.1% في 2018 إلى 4.6% في يونيو 2019.	تبلغ نسبة حصة القطاع المصرفي في الرصيد القائم للأوراق المالية الحكومية نسبة 50% في المتوسط، تليها صناديق التقاعد والمعاملات بقيمة 39% في المائة.	أخاه تصاعدي، ازدياد حصة الدين العام بالعملة الأجنبية إلى الدين العام، حيث ارتفعت من مستوى 38 في المائة خلال 2014-2015 لتبلغ حوالي 80 في المائة في يونيو 2019.	بلغ متوسط عسر الأوراق المالية الحكومية 4.1 عام خلال الخمس سنوات الأخيرة، نتيجة سياسة الإصدار المتوازنة بين الأجيال المختلفة له واستهداف الأجيال مؤسسية إلى طويلة الأجل	الأردن
	ارتفع متوسط سعر العائد على الأوراق المالية المحلية من 4.1% في 2018 إلى 4.6% في يونيو 2019.	تصاعدت حصة القطاع المصرفي على الأوراق المالية الحكومية، لتصل إلى 60 في المائة في يونيو 2019 مقارنة في 45 في المائة في 2014، يليه صناديق التقاعد والمعاملات بقيمة 30%.		يبلغ متوسط عسر المسكوكات المصدر وما بين خمس و عشر سنوات	السودان
					عمان

<p>تتراوح أسعار سندات مخاطر الثور لمدة خمس سنوات خلال الفترة من 2014 إلى 2019 بين 309 و 399 نقطة أساس</p>	<p>الاتجاه تصاعدي لتوسط أسعار العائد على الأوراق المالية الحكومية المحلية منذ يونيو 2014، حيث بلغت نسبة 10 في المئة، تليها ذروة الارتفاع في 14.8 في المئة، ثم تزايد النسبة الارتفاع في الارتفاع 14.4 في المئة في يوليو 2019 (ذلك بعد خصم ضريبة الجزوة التي تبلغ 20%).</p>	<p>يسيطر القطاع المصرفي على نسبة 70 في المئة في الأوراق المالية الحكومية خلال الفترة (2014-2019)</p>	<p>تزايد معدلات الدين العام بالمملكة الأجنبية إلى إجمالي الدين العام نتيجة لإزالة السندات المطروحة في الأسواق الأوروبية Eurobonds منذ عام 2016.</p>	<p>تنتهج مصر سياسة إصدار مؤازرة لإزالة عوائق الدين العام مع مراعاة ما تسمح به القدرة الاستيعابية للسوق المحلي وبالتالي فقد ارتفع متوسط عمر الأوراق المالية الحكومية من 1.75 سنة في يونيو 2014 إلى 3.3 سنة في يوليو 2019.</p>	<p>مصر</p>
<p>السعر التصنيف الائتماني عند BBB- مع انخفاض خلال الفترة لأسعار سندات مخاطر الثور لمدة خمس سنوات من 183 نقطة أساس في 2014 إلى 111 خلال 2019</p>	<p>هناك انخفاض كبير لتوزيع متوسط معدلات القرض على الأوراق المالية الحكومية في السوق المحلي خلال الخمس سنوات الأخيرة فمن 4.9 في المئة إلى 4.3 في المئة في يونيو 2019.</p>	<p>تتسم شمس الترخ المستثمرين في الأوراق المالية الحكومية بالتوازن في المغرب، حيث لا تعنى ملكية القطاع المصرفي نسبة 25 في المئة من الأوراق المالية الحكومية، مع وجود شرائح أخرى مثل صناديق الاستثمار والتقاعد والمؤسسات وشركات التأمين.</p>	<p>عادت المغرب على خفض نسبة الدين العام بالمملكة الأجنبية إلى إجمالي الدين العام من 24.1 في المئة في 2014 إلى 20.9 في المئة في يوليو 2019، من أجل خفض التعرض للمخاطر الأجنبية.</p>	<p>استقر ان متوسط عمر الأوراق المالية الحكومية عند مستوى 6.5 خلال الخمس سنوات (2014-2019) نتيجة سياسة إصدار المغرب التي تتسم بطرح أدلة حكومية إلى طرية الأجل</p>	<p>المغرب</p>

المصدر: صندوق النقد العربي 2019؛ نتائج السنتين "أور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية".

ثالثاً: الشراكة بين القطاعين العام والخاص في الدول العربية

واستناداً لما سبق، برز اتجاه حديث في الدول العربية من أجل تعزيز شراكة القطاع الخاص مع القطاع الحكومي (PPP) فيما يتعلق بتنفيذ وإدارة بعض المشاريع والمرافق والأعمال، من أجل تخفيف العبء المالي عن الموازنة والإبقاء على مستويات ومعدلات الاستثمار التي تحفز النمو الاقتصادي. في هذا السياق، يعمل عدد من الدول العربية على استكمال الأطر القانونية اللازمة متضمناً ذلك إجراءات إصدار قانون الشراكة بين القطاع العام والخاص، لتفعيل وتمكين مبادرات القطاع الخاص في هذا المجال.

تحمل مبادرات الشراكة مع القطاع الخاص فرصاً عديدة لتعزيز تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية أهمها كفاءة إدارة القطاع الخاص للمشروعات، ومشاركة الدولة في مخاطر بناء وصيانة مشروعات البنية التحتية، مع الاستفادة من الشراكة مع القطاع الخاص في وضع آلية التسعير وتكلفة الاقتراض.

أيضاً يوجد العديد من التحديات التي يجب مواجهتها على صعيد نجاح الشراكة مع القطاع الخاص في تحقيق الأهداف المرجوة منها، على سبيل المثال توفير البنية التشريعية والمؤسسية اللازمة لإبرام وتنفيذ العقود مع القطاع الخاص، ووضوح النصوص التعاقدية مع القطاع الخاص، على سبيل المثال حالات النزاع وإنهاء العلاقة التعاقدية. إضافة إلى هيكل الحوكمة الملزم بين الجهات ذات العلاقة، مما يفسح المجال لمشاركة القطاع الخاص في المشروعات مع مساهمة الحكومة وهيئاتها في دعم تسهيل تلك المشروعات، والشفافية والإفصاح عن المخاطر.

ايضاً يشير الشكل (13) أدناه إلى حجم استثمارات القطاع الخاص في أهم قطاعات البنية التحتية على مستوى الدول العربية، حيث يستحوذ قطاع الكهرباء على نسبة 55 في المائة من مساهمة القطاع الخاص، يليه قطاع الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات بنسبة 16 في المائة ثم قطاع الموانئ بنسبة تبلغ 9 في المائة ثم قطاع الغاز الطبيعي بنسبة 8 في المائة يليه قطاع المياه والصرف الصحي بنسبة تبلغ 7 في المائة.

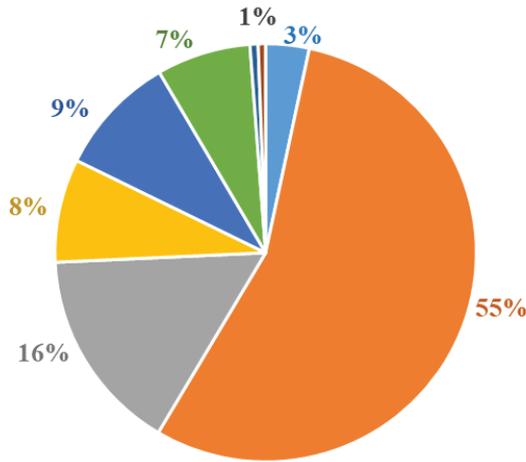
أما عن ترتيب الدول العربية من حيث مساهمات القطاع الخاص في الاستثمارات الموجهة لتمويل البنية التحتية، فكما هو موضح في الشكل رقم (14) أدناه، تأتي المغرب في المرتبة الأولى يليها كل من الأردن ومصر والجزائر في مراتب متقاربة، ثم تونس والعراق والسودان على التوالي، ثم لبنان بنسبة مساهمة محدودة للقطاع الخاص في تمويل مشروعات البنية التحتية.

وقد استفادت العديد من الدول العربية من مشروعات الشراكة بين القطاعين العام والخاص، ومن الأمثلة الناجعة على استخدام هذا النسق في التمويل، مطار الملكة علياء في الأردن، ومحطة إدارة النفايات الصلبة في فلسطين، ذلك بالإضافة إلى الإصلاحات التشريعية والمؤسسية للشراكة بين القطاعين العام والخاص في كل من مصر والكويت.

الشكل رقم (13)

حجم الاستثمارات في القطاعات المختلفة (بالمليون دولار أمريكي)

- المطارات
- الكهرباء
- تكنولوجيا المعلومات والاتصالات
- الغاز الطبيعي
- الموانئ
- المياه والصرف الصحي
- المعالجة والتخلص
- السكك الحديدية

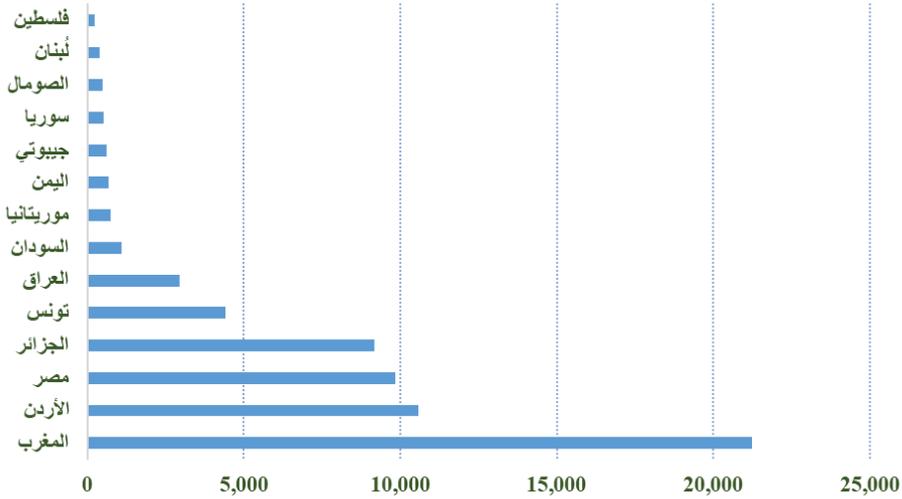


المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي، أكتوبر 2019، (Private Participation in

.Infrastructure (PPI

الشكل رقم (14)

حجم الاستثمارات الخاصة في المشروعات (بالمليون دولار أمريكي)



المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي، أكتوبر 2019، (Private Participation in Infrastructure) (PPI).

رابعاً: دور الأسواق المالية في تمويل البنية التحتية :

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في تمويل التنمية والبنية التحتية، حيث أنها توفر قنوات تمويل أطول عمراً لتعبئة الموارد المالية اللازمة لتمويل التنمية، وبأسعار تنافسية إضافة إلى النفاذ إلى قاعدة عريضة من المستثمرين مما يخفض من تكلفة الحصول على التمويل. كما توفر أسواق المال فرصاً لتمويل أنشطة ذات درجات مخاطرة أعلى من التي يقدم عليها القطاع المصرفي. أيضاً توفر أسواق المال الدولية فرص كبيرة في الوصول للتمويل بتكلفة أقل والنفاذ لشرائح من المستثمرين التي تستهدف الأدوات المالية الأطول عمراً إضافة إلى المستثمرين المتخصصين في تمويل البنية التحتية.

أيضاً توفر أسواق التمويل المحلية المزيد من الفرص لتمويل مشروعات البنية التحتية مما يستلزم تنميتها، ذلك على سبيل تعبئة التمويل بالعملية المحلية وبالتالي إدارة مخاطر العملة وإدارة أفضل للتضخم. كما أن التمويل عن طريق الأسواق المحلية يناسب الدول التي ترغب في الاعتماد على المصادر المحلية في تمويل التنمية. أيضاً تمثل أسواق التمويل المحلية فرصاً استثمارية جاذبة لكل من المدخرين والمستثمرين على السواء، حيث أنها توفر عوائد على الاستثمارات أفضل من الودائع المصرفية، أخذاً بالاعتبار منظومة المخاطر وإحتياجات السيولة. وبتنوع الأدوات المالية الموجودة في السوق، تساعد الأسواق المالية المستثمرين على تنويع المحافظ وإدارة المخاطر، وخصوصاً المستثمرين من المؤسسات المالية مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين.

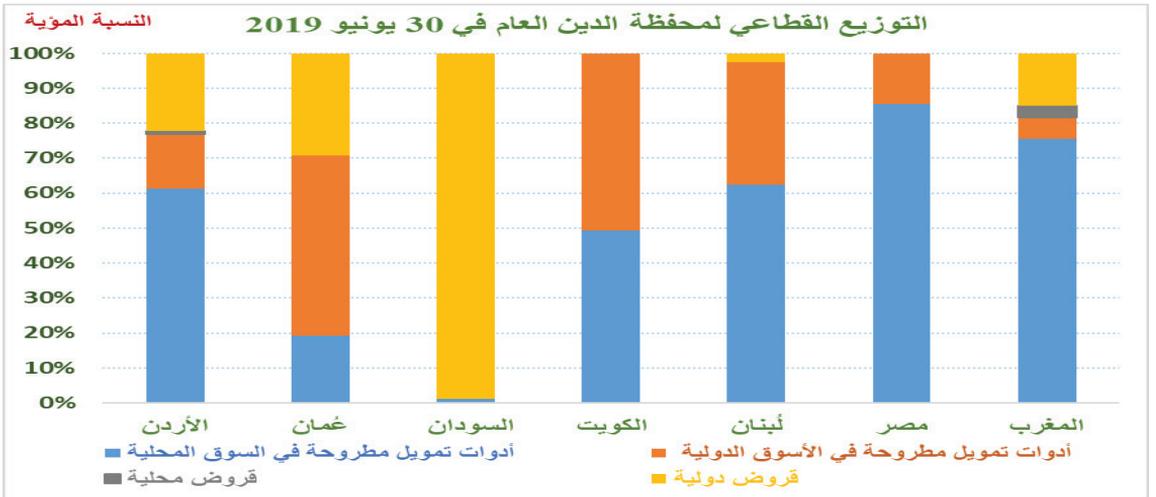
وبناءً عليه، توفر أسواق المال قنوات تمويل طويلة الأجل وذات مخاطرة أعلى من التي توفرها البنوك التجارية مما يستلزم تنمية أسواق التمويل المحلية. وبالتالي لجأت العديد من الدول العربية لإنتهاج سياسات من شأنها اللجوء إلى الأسواق المالية لسد الفجوات التمويلية، وتنمية أسواق التمويل المحلية، منها:

○ اللجوء إلى الاقتراض من الأسواق بدلاً من الاقتراض المباشر، حيث يوضح الشكل رقم (15) التوجه المتنامي نحو التمويل من الأسواق في مقابل الاقتراض المباشر.

○ اللجوء إلى الاقتراض من الأسواق المحلية، في مقابل الأسواق الدولية، و/أو الموائمة بينهم، (البحرين، السعودية) وبالتالي العمل على تنظيم وتعميق أسواق التمويل المحلية من خلال مجموعة من الاستراتيجيات.

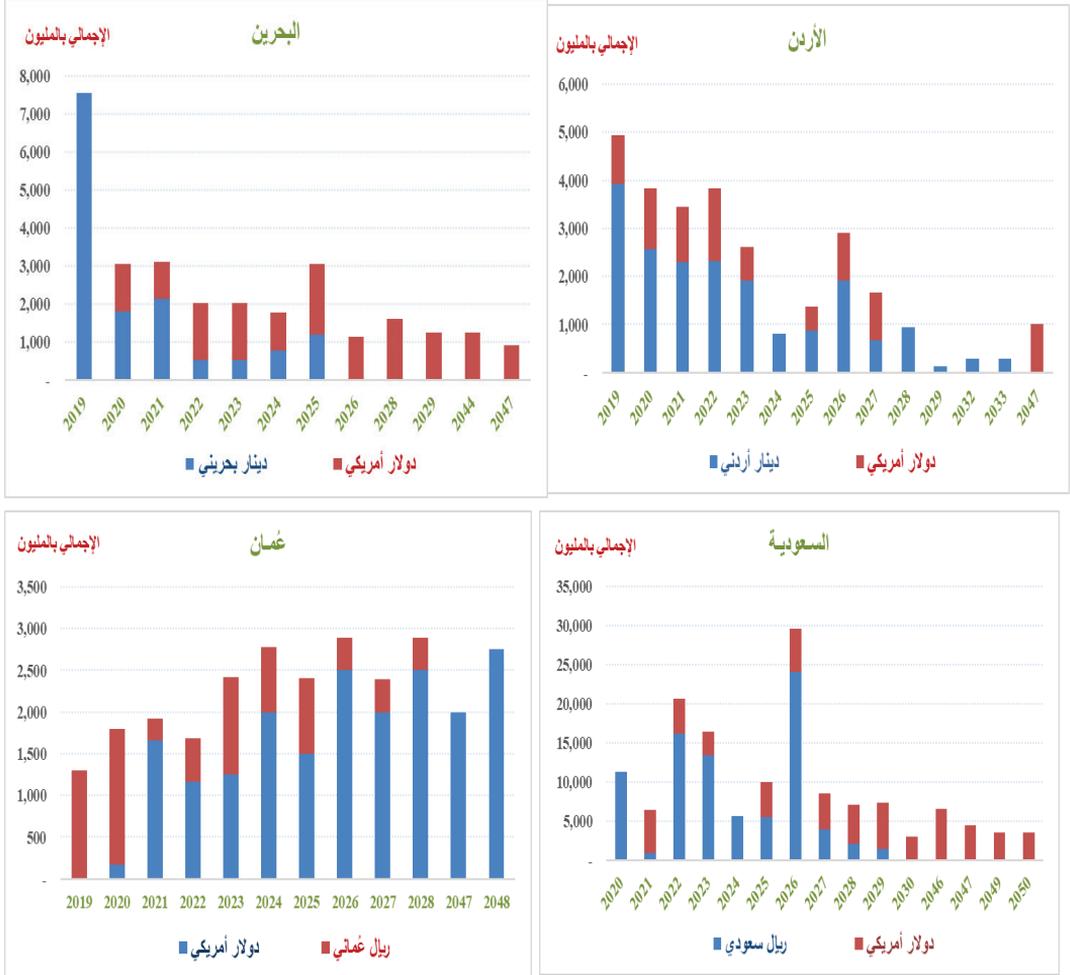
- تنوع أدوات الإصدار بين السندات والصكوك على المستويين المحلي والدولي بحسب القدرة الاستيعابية للأسواق المحلية ومدى عمقها وتنوع قاعدة المستثمرين بها، إضافة إلى إقبال المستثمرين في الأسواق الدولية ومدى دورية تلك الإصدارات وإعتياد السواق عليها.

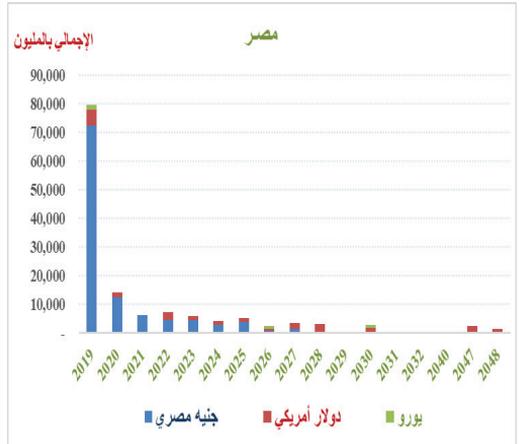
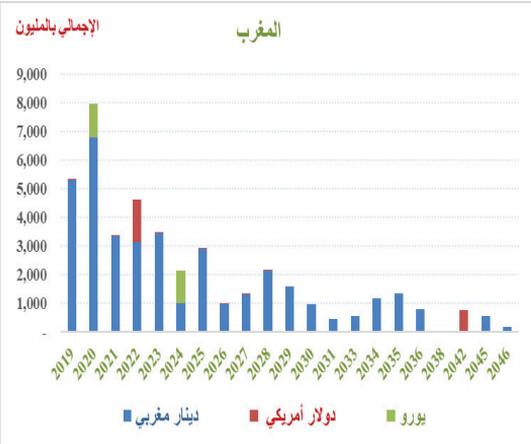
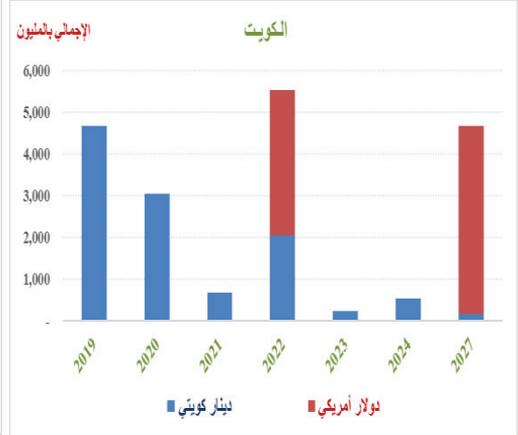
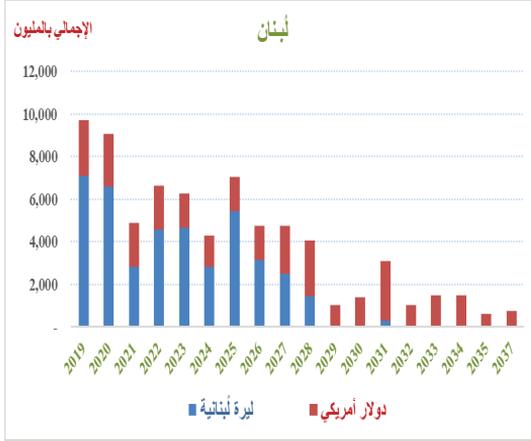
الشكل رقم (15)



المصدر: صندوق النقد العربي 2019، نتائج استبيان "دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية".

الشكل رقم (16) هيكل استحقاقات الأوراق المالية المُصدرة





المصدر: شبكة بلومبرغ.

أ. أدوات التمويل:

السندات: سندات الخزانة، سندات المشروعات أو السندات الإيرادية: يتم استخدام السندات التي تطرحها الخزانة العامة للدولة في تمويل الاحتياجات التمويلية للخزانة العامة بشكل عام. كما يتم استخدام السندات الإيرادية أو سندات المشروعات لتمويل مشروعات بعينها، حيث يتم استخدام حصيلة إصدار السندات الإيرادية لتمويل مشروعات التنمية أو البنية التحتية التي أصدرت من أجل تمويلها، وهي بطبيعتها أطول عمراً من سندات الخزانة. ويرتبط العائد على السندات الإيرادية بالعائد المُحقق من المشروع، ويكون مبلغ استحقاق السندات مدعوماً بعائد مشروعات البنية التحتية. وهي في تصميمها تقوم على فكرة التوريق من حيث أنها تحتاج لوجود شركة ذات طابع خاص Special Purpose Vehicle (SPV) والتي تعمل كقناة لمرور كلاً من الأوراق المالية وحصيلة إصدار السندات والمدفوعات الدورية ومبلغ الاستحقاق من وإلى المكتتبين في السندات. أيضاً تتمثل الأطراف الرئيسية لسندات المشروعات أو السندات الإيرادية في الجهة الطالبة للتمويل Project Sponsor والجهة الحكومية أو الهيئة العامة ذات العلاقة في القطاع الذي تم إصدار السندات من أجل تمويله ومدير المشروع والممولين (المكتتبين في السندات). وبوجه عام، يستدعي إصدار سندات المشروعات أو السندات الإيرادية وجود التشريعات الداعمة لتمويل المشروعات Project Finance والهيكلية المالية Structured Finance، لإعتبرات الإصدار من خلال الشركة ذات الطابع الخاص، إضافة إلى الشراكة مع القطاع الخاص PPPs. وهو ما يستلزم أيضاً تحديد المخاطر والافصاح عنها المحيطة لما تحتويه تلك المخاطر من زيادة تكاليف والجدول الزمني لتنفيذ المشروعات.

أما عن التحديات التي تواجه إصدار سندات المشروعات، فقد تتمثل في عدم استقرار التشريعات التي من شأنها التأثير على تنفيذ وإدارة المشروعات، واستكمال واستدامة المشروعات حيث تحتوي مشروعات البنية التحتية على مخاطر استكمال المشروعات بنجاح ومخاطر التشغيل ومخاطر إدرار العائد للجهات الممولة. هذا بالإضافة إلى مخاطر عدم الإفصاح عن المخاطر المحيطة بالمشروع والإفصاح عن كافة المعلومات اللازمة الخاصة بالمشروع وتدفعاته النقدية، وهو ما يعيق اتخاذ القرارات الاستثمارية الأفضل للمشروع. أيضاً يلعب مدى عمق ونمو أسواق التمويل المحلية دوراً مهماً في إمكانية إصدار سندات المشروعات، من حيث وجود البنية التحتية المالية اللازمة، عدم وجود منحى عائد للسندات الحكومية والتي تُمكن من تسعير سندات المشروعات، إضافة إلى محدودية جانبي الطلب والعرض على السندات، ومدى تنوع قاعدة المستثمرين وخاصة وجود المستثمرين الذين يستهدفون الاستثمار في الأدوات طويلة الأجل ومشروعات البنية التحتية مثل صناديق التقاعد والمعاشات وشركات وصناديق التأمين والصناديق السيادية.

هذا، ويوضح الجدول التالي أهم سندات المشروعات التي تم إصدارها على نطاق الدول العربية لتمويل المشروعات:
جدول رقم (3)

الإصدارات	سنة وحجم الإصدار	الدولة	الأجل	الإدراج والتخصيص
ACWA Power Bond	2017، 814 مليون دولار أمريكي	السعودية	22 عام- 2039	مدرجة في بورصة أيرلندا Irish Stock Exchange (ISE).
Ruwais Power Company	2013، 0.825 مليار دولار أمريكي	الإمارات	23 عام- 2036	تم تخصيص 56% من الإصدار لقطاع التأمين، و 41% للصناديق و 1% للبنوك. 72% من المستثمرين من الولايات المتحدة الأمريكية و 1% من الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.
Sadara Petrochemical Company	2013، 7.5 مليار ريال سعودي	السعودية	16 عام- 2029	إصدار صكوك بالعملة المحلية لتمويل المشروع المشترك بين شركة أرامكو و Dow Chemicals
Dolphin Energy	2012، مليار دولار أمريكي	الإمارات	9 سنوات- 2021	
Ras Laffan Liquefied Natural Gas	2006 \$1.55 billion	قطر	استحقاق 2016 و 2027	

الصكوك: الصكوك الحكومية وشبه الحكومية:

تتجه الدول لإصدار الصكوك لعدة أسباب من أهمها تعبئة تمويل مشاريع التنمية والبنية التحتية، مع تنويع وزيادة موارد الدولة، بإستقطاب شريحة إضافية من المستثمرين فضلاً عن دور الصكوك كأداة مالية لتوفير الاحتياجات الرسمية بمختلف أنواعها نظراً لإختلاف أنواع الصكوك وتركيباتها.

إلا أنه في المقابل توجد بعض التحديات التي تقف عائقاً أمام انتشار الصكوك كأداة تمويلية منها: ضعف الإطار التشريعي الواضح والمُنظم لعملية إصدار وإدارة الصكوك، أو غموض النصوص النظامية المتعلقة بالصكوك. الحاجة إلى تنميط العقود والعمليات الخاصة بالصكوك ذلك بالتناسق مع المعايير الشرعية الدولية، إضافة إلى محدودية سوق الصكوك وافتقارها إلى مؤسسات بنية تحتية مساندة وكوادر بشرية مؤهلة للعمل في هذه الصناعة. أيضاً تواجه الصكوك العديد من المخاطر الائتمانية والتسويقية والتشغيلية من شأنها الحد من الإعتماد عليها مستقبلاً ما لم تؤخذ هذه المخاطر في الاعتبار ضمن هيكله الصكوك المُصدرة.

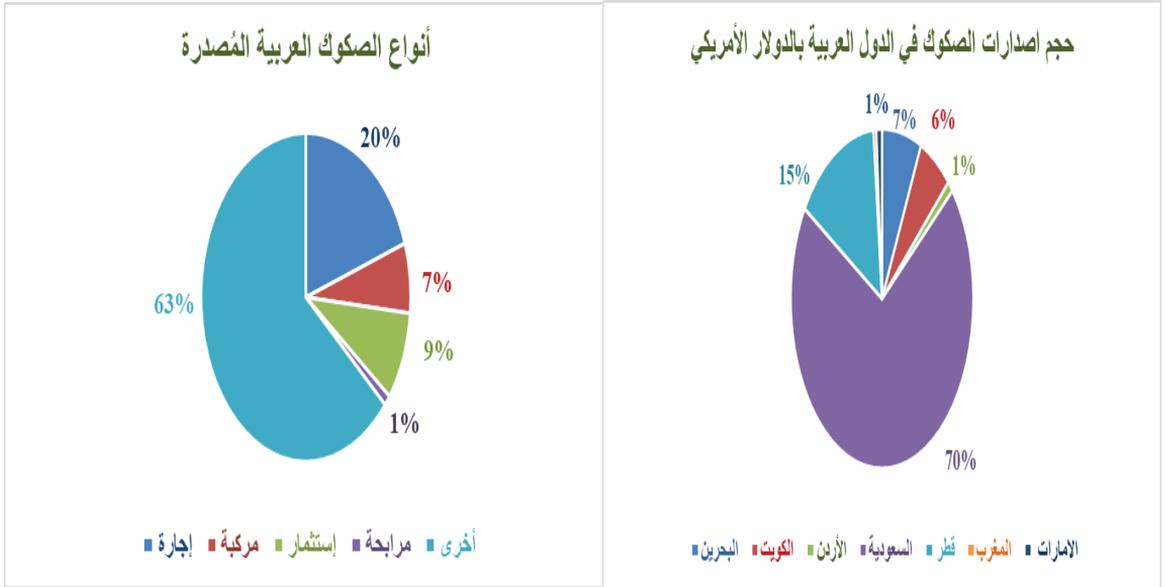
هذا، ويُمكن الاستفادة من الصكوك في مجالات لتمويل التنمية والبنية التحتية على حسب هيكلتها، فعلى سبيل المثال، يُمكن الاستفادة بصكوك الإجارة بأنواعها المختلفة في اقتناء الأصول لمشاريع التنمية أو تمويل مشاريع البنية التحتية مثل المباني والجسور والمعدات، كذلك من خلال صكوك إجارة الأعيان، يمكن الاستفادة من صكوك إجارة الخدمات في تمويل المشاريع الإنمائية ذات الأجل المتوسط و الطويلة، مثل قطاع التعليم والصحة والنقل والاتصالات، أيضاً صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية. أيضاً يُمكن الاستفادة من صكوك السلم في مجال النفط والغاز والثروة المعدنية والحيوانية والزراعية إذ يُمكن للحكومة الاستفادة منها في عدم الموازنة العامة أو دعم المشاريع التنموية، بإصدار صكوك سلم بصفتها منتجة وقادرة على تسليم سلعة استراتيجية وتعبئة الموارد المالية في المقابل من خلال بيع الصكوك للجمهور. أما صكوك المرابحة، فيمكن استخدامها لتوفير احتياجات القطاعات الإنتاجية والسلع الوسيطة والمواد الخام من خلال شراء السلع وإعادة بيعها بعقود المرابحة. كما يمكن لأي حكومة أن تصدر صكوك مشاركة بهدف تعبئة الموارد المالية لإنشاء مرافق عامة مثل الموانئ والمطارات والجامعات، والقطاع الخيري. أما صكوك الاستصناع فيمكن الاستفادة منها في مجالات إنشاء المباني أو الطرق أو السفن أو المصانع. كما يمكن استخدام هياكل مركبة عند إصدار الصكوك مثل الاجارة والاستصناع، وهكذا.

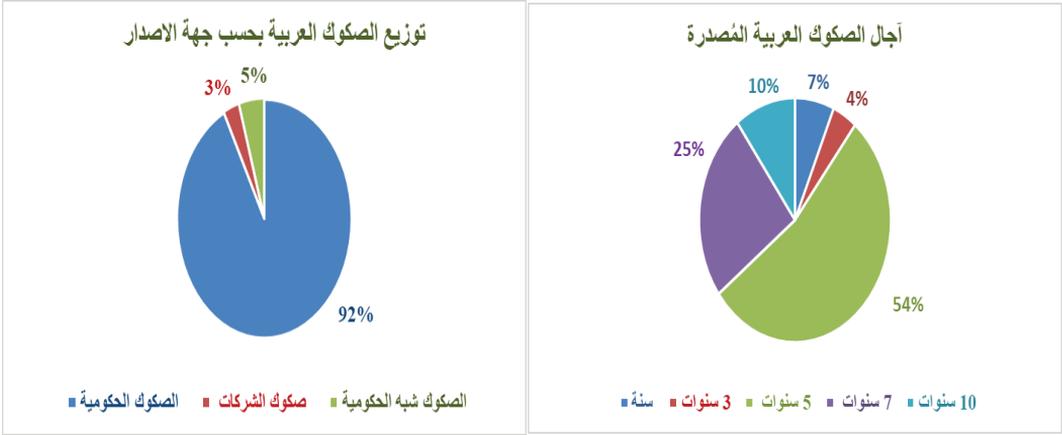
وعليه، تلعب الصكوك، كأداة تمويلية، دوراً مهماً في تمويل مشاريع تحسين البنية التحتية، فقد استخدمتها ماليزيا لتطوير المطارات والموانئ البحرية والطرق. أما عن الأمثلة من الدول العربية، مطار الملكة علياء الدولي في الأردن وصالة الحجاج في مشروع مطار الملك عبد العزيز الدولي في المملكة العربية السعودية، وهي أمثلة على الشراكة بين القطاعين العام والخاص باستخدام أدوات التمويل المتوافقة مع الشريعة. ونظراً لخاصية تقاسم المخاطر التي تنسم بها الصكوك كأداة مالية، تتوفر لهذا الأدوات ميزة كأداة لتمويل مشاريع البنية التحتية. هذا بالإضافة إلى أن الصكوك تؤهل الدول للاستفادة من قاعدة عالمية متنامية ومتنوعة من المستثمرين وسد فجوات تمويل البنية التحتية. ويتوقع أن تستمر سوق الصكوك في التوسع، وسيتيح تطورها للبنوك الإسلامية القدرة على النفاذ إلى الأصول السائلة مرتفعة الجودة اللازمة للامتثال لمعايير السيولة الدولية. ويتطلب تعميق هذه السوق تطوير الإطار القانوني والتنظيمي، وتعزيز البنية التحتية، وزيادة إصدار الأدوات السيادية ذات آجال الاستحقاق المتنوعة لإدارة الدين العام ضمن إطار قوي لإدارة المالية العامة، كما يتطلب تطوير الأسواق الثانوية. وتمثل المعايير الدولية للمحاسبة والمعالجة الإحصائية للصكوك عنصراً أساسياً أيضاً. وبالتالي الاستفادة من الصكوك في تمويل البنية التحتية، إذا ما توافرت السياسات الداعمة في الاعتبار.

وبالنظر إلى إصدارات الدول العربية من الصكوك خلال عام 2018، نجد أن المملكة العربية السعودية تحتل المركز الأول في إصدار الصكوك على مدار العام بنسبة 70 في المائة، تليها كل من قطر والبحرين والكويت، ثم كل من الامارات والمغرب بنسب 15 و7 و6 و1 في المائة على التوالي.

كما تستحوذ الصكوك الحكومية على نسبة 92 في المائة من إصدارات الصكوك خلال العام المنصرم، مما يشير إلى أهمتها للدول كأداة لتوفير الاحتياجات التمويلية المطلوبة، يليها الصكوك الشبه الحكومية وصكوك الشركات بنسب تُقدر بحوالي 5 وفي المائة على التوالي. هذا، وتمثل صكوك الإجارة أعلى نسبة (20 في المائة) من الصكوك المُصدرة. كما تسيطر الصكوك متوسطة الأجل، لمدة 5 سنوات على 54 في المائة من إصدارات الصكوك في الدول العربية.

الشكل رقم (17) حجم وأنواع وأجال الصكوك المُصدرة في الدول العربية





خامساً: إعتبرات الإصدار في الأسواق المالية:

تستغرق عمليات إصدار أدوات الدين المُهيكلَة من قبيل سندات المشروعات أو الصكوك عدة أشهر أحياناً في الإعتبار مراحل الأصدار المختلفة، من إعداد نشرة الإصدار وعملية التسجيل في الأسواق المالية سواء المحلية أو الدولية وتخطيط والقيام بالجولة الترويجية في حالة الإصدارات الدولية، وإعتماد الوثائق النهائية للعملية، بالإضافة إلى متطلبات العناية الواجبة اللازمة Due Diligence Requirements.

أ. آليات إصدار أدوات الدين المُهيكلَة:

تختلف أدوات الدين المُهيكلَة، مثل سندات المشروعات والصكوك، في عملية إصدارها عن سندات الخزنة التي تصدر في الأسواق المحلية أو السندات الدولية التي تصدر في الأسواق الدولية. حيث تعتمد الأولى على آلية التوريق في إصدار أدوات التمويل، وهي وجود شركة ذات طابع خاص تقوم بالإصدار، والحصول على كل الموافقات لإصدار الأوراق المالية والامتثال مع القواعد التنظيمية في الأسواق التي سيتم فيها إصدار الأوراق المالية، سواء المحلية أو الدولية. وهو ما يستلزم تعيين عدد من المؤسسات كاستشاريين لعملة

الطرح، من بينهم بنوك الإستثمار "مديري الطرح"، ومكتب محاسبة دولي وآخر محلي واستشاري للمشروع ذاته.

وبالتالي يمكن ترتيب مراحل التحضير لإصدار الأوراق المالية الحكومية المهيكلة لتمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية كالتالي:

1. إختيار وتعيين المشاركين في عملية الاصدار من قبيل بنوك الاستثمار، ومكاتب المحاسبة الدولية والمحلية، واستشاري المشروع Project Advisor، وبالتالي إعداد الجدول الزمني للإصدار وتكلفة عملية الاصدار.
2. هيكله الأوراق المالية المُصدرة، وا إذا تضمنت ضمانات أو ضمانات تعزيز الائتمان Credit Enhancement.
3. القيام بإجراءات العناية الواجبة Due Diligence ومراجعة التصنيف الائتماني.
4. الترويج للمستثمرين سواء في الأسواق المحلية، أو الإعداد والقيام بالرحلة الترويجية في المناطق الجغرافية المُستهدفة حول العالم بمساعدة مستشاري الطرح من بنوك الاستثمار المُعينين.
5. استكمال كل المستندات اللازمة للتسجيل في الأسواق المالية، سواء المحلية أو الدولية، والتي تختلف في متطلباتها في حالتها الطرح الخاص أو الإدراج في جداول البورصة.

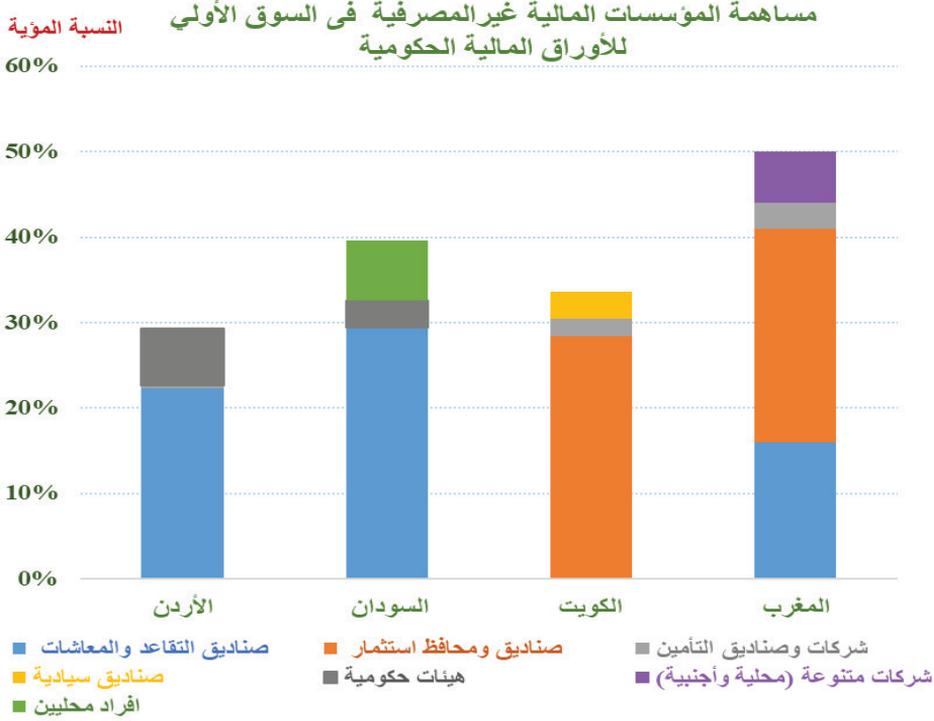
ب. التسويق، التسعير، الإصدار:

تمثل نشرة الاصدار المُعدة بشأن أدوات التمويل المهيكلة (صكوك وسندات المشروعات) أو السندات الدولية وثيقة الترويج للإصدار، ذلك لإحتوائها عن كافة المعلومات التي تخص الاقتصاد والمشروع ذاته وشركة الإصدار وتوقعات تدفقاته النقدية وكل المعلومات التي تهم

المستثمرين وتساعدهم على اتخاذ قرارات استثمارية مُستنيرة. وبذلك تمثل نشرة الإصدار مسؤولية الجهة المُصدرة عن صحة ودقة كل ما جاء فيها من معلومات وبيانات. أيضاً تحتاج الجهة المُصدرة القيام بالترويج للمستثمرين والقيام بجولة ترويجية للمستثمرين الأجانب للتعريف بالمشروع موضوع الإصدار، ذلك بمساعدة مديري الطرح من بنوك الاستثمار، علماً أنه في حالة الطرح الخاص، يتم استهداف فئات مُحددة من المستثمرين على عكس حالة الاكتتاب العام والتي يتم استهداف جميع فئات المستثمرين.

وفي سياق أدوات الخزانة التي تطرحها الدولة في الأسواق المحلية، يوضح الشكل التالي رقم (18) مساهمة المؤسسات المالية غير المصرفية في الأسواق الأولية للإصدار. حيث توضح بيانات كل من الأردن والسودان مشاركة صناديق التقاعد والمعاشات في السوق الأولي بنسب 23 و29 في المائة على التوالي، وهو ما يعكس القدرة على إصدار أدوات تمويل أطول عمراً. بينما يظهر التوزيع أكثر تنوعاً للمغرب من حيث اشتراك صناديق التقاعد والمعاشات وصناديق ومحافظ الاستثمار وشركات وصناديق التأمين والشركات الأخرى المتنوعة، وهو ما يساعد على تنوع أدوات الدين المُصدرة. فيما يعتمد التخصيص في السوق الأولي للأدوات المالية الحكومية المُصدرة محلياً في الكويت على صناديق ومحافظ الاستثمار بالإضافة إلى الصناديق السيادية وشركات وصناديق التأمين.

الشكل رقم (18)

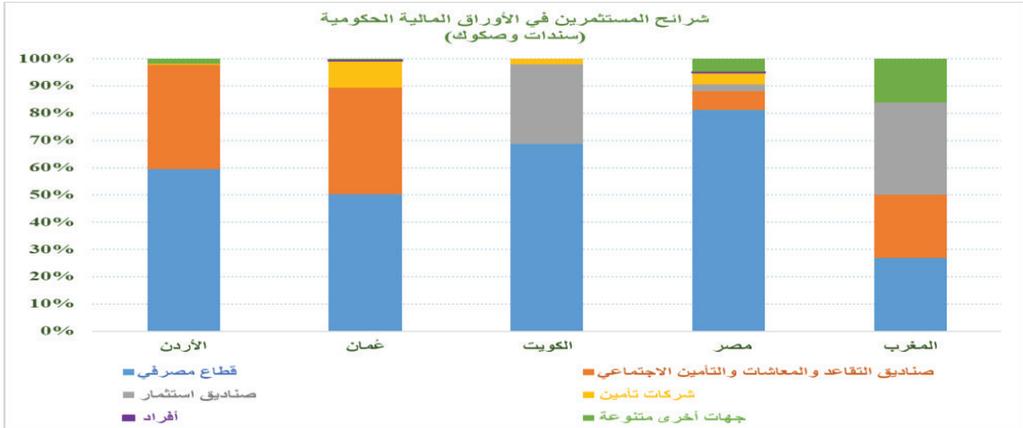


المصدر: صندوق النقد العربي 2019. نتائج استبيان "دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية".

ج. قاعدة المستثمرين: تعاني الأسواق المالية في الدول العربية من تركيز قاعدة المستثمرين في القطاع المصرفي، حيث بالرجوع إلى شرائح المستثمرين في الأدوات التي تطرحها الحكومة، وبالأخص السندات والصكوك، نجد أن المصارف التجارية تستحوذ على نسبة لا تقل عن 55 في المائة في المتوسط، وهي نفس النسبة لمتوسط الدول العربية المُستجيبة للاستبيان، فيما عدا المملكة المغربية التي تبلغ نسبة مساهمة القطاع المصرفي في أوراق الدين المطروحة حوالي 26 في المائة، وهي التشكيلة الأكثر توازناً. وهو ما يلقي بظلاله على قدرة

الدولة من طرح أدوات مالية طويلة الأجل لاستحواذ المصارف التجارية على هذه الأوراق، ذلك أن المؤسسات المصرفية بطبيعة الحال تميل إلى الاستثمار قصير الأجل لمقابلة التزاماتها قصيرة الأجل. أما صناديق التقاعد والمعاشات وشركات التأمين، فهي تمثل شريحة المستثمرين الباحثين عن أدوات مالية طويلة الأجل لمقابلة التزاماتهم، وهي أكثر شرائح المستثمرين اهتماماً بتمويل البنية التحتية. ومن المناسب أيضاً وجود الأفراد من المستثمرين في سوق الأوراق المالية الحكومية وكذلك وجود المستثمرين الذين يبحثون عن الأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حال طرح الدولة لمثل هذه الأدوات، ذلك أنه كلما تعددت شرائح المستثمرين انخفضت تكلفة طرح الأدوات المالية الحكومية وتقلص تركزها في حوزة شريحة بعينها مما يؤدي إلى تلاعب تلك الشريحة بأسعار الأدوات المالية التي يتم طرحها.

الشكل رقم (19)



المصدر: صندوق النقد العربي 2019، نتائج استبيان "دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية".

د. **تطوير أسواق التمويل المحلية:** يلعب مدى تطور أسواق التمويل المحلية وعمقها دوراً محورياً في تكلفة وتركيبه محفظة الأوراق المالية الحكومية، ومن أهم هذه العوامل البنية التحتية للأسواق، وعمليات سوق الإصدارات الأولية وشفافية ونشر الأسعار والسيولة في الأسواق الثانوية، ومدى انتظام إصدارات الأوراق المالية الحكومية. حيث تؤثر نظم التسوية والحفظ والمدفوعات والتكامل بين البنية التحتية المالية لأسواق أدوات التمويل الحكومي بشكل كبير على سلامة ونزاهة الأسواق وتكاملها وبالتالي اقبال مختلف شرائح المستثمرين على شراء وتداول الأوراق المالية الحكومية.

أيضاً من المهم تنظيم سوق الإصدارات الأولية من حيث أيام العطاءات، وتنظيم إصدار الأوراق المالية الحكومية ومراعاة عدم التضاحم أو التنافس بين الأدوات الحكومية المختلفة، أو بين أنون الخزنة والأدوات قصيرة الأجل التي تطرحها وزارة المالية وبين الأدوات الأخرى التي يصدرها المصرف المركزي كأدوات ضبط السيولة، وبالتالي التنسيق في هذا الشأن بين مصدر الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية، والمصرف المركزي.

من جهة أخرى، يسمح الإعلان عن خطة الإصدار بشكل مسبق للمستثمرين بتخصيص محافظهم من الأوراق المالية الحكومية بعناية وبوقت كافيين، والالتزام قدر المستطاع بجداول الإصدارات المُعلنة، سواء جداول الإصدار الربع سنوية أو جداول سنوية ويتم إعادة النظر فيها بشكل ربع سنوي، بهدف بناء الثقة لدى المستثمرين والصورة الإيجابية عن الالتزام بخطة الإصدار. هذا بالإضافة إلى مراعاة بناء منحنى عائد عند تصميم جدول الإصدارات، بخلق نقاط مرجعية على

منحى الأوراق المالية الحكومية من الإصدارات الرئيسية وتغذية هذه الأجل المرجعية بكميات من الأوراق المالية المُصدرة تسمح بسيولة التداول والتعامل عليها في الأسواق. كما يلعب وجود منحى عائد دوراً بارزاً في تسعير الأدوات المالية الحكومية وبالتالي تسعير أدوات التمويل المُشابهة التي يطرحها القطاع الخاص من شركات ومصارف.

ومن المعروف أن وجود نقاط مرجعية على منحى عائد الأوراق المالية الحكومية يُسهل من عملية إصدارات أدوات التمويل الحكومية في السوق الأولي كما يؤدي إلى تيسير التداول في الأسواق الثانوية لوجود معروض من تلك الأوراق وتسعير لها، وبالتالي يعزز من سيولتها. هذا بالإضافة إلى نشر المعلومات عن أسعار الأوراق المالية الحكومية سواء بعد انعقاد عطاءات السوق الأولي مباشرةً أو نشر أسعار عمليات السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية أولاً بأول.

أيضاً يلعب وجود نُخبة من المؤسسات المتخصصة، مثل المتعاملين الرئيسيين "Primary Dealers"، في شراء الأوراق المالية الحكومية المطروحة دوراً مهماً في تغطية المعروض من أدوات التمويل الحكومية ودعم كفاءة الأسواق، إلا أن وجود هذه النخبة بحاجة لتنظيم عملها والتوافق مع متخذي القرار على واجباتها تجاه الأسواق الأولية والثانوية للأوراق المالية التي تطرحها الدولة والمُميزات التي تحصل عليها تلك المؤسسات. ذلك مع مراعاة وجود نشاط صانعي السوق في الأسواق الثانوية وتوفير التشريعات لتنظيم ذلك النشاط من أجل توفير السيولة في أسواق الأوراق المالية

الحكومية وبالتالي انخفاض تكلفة إصدارها، بانخفاض مقدار علاوة السيولة المطلوب عند الإصدار.

هـ. **التصنيف الائتماني:** يعكس التصنيف الائتماني للدولة نظرة مؤسسات التصنيف الائتماني للمخاطر التي قد تحيط باقتصاد الدول، وأوضاع السيولة، وقدرته على الوفاء بالتزاماته، وهو ما يزيد من تكلفة طرح أدوات الدين في الأسواق الدولية. كما يمثل عدم وجود مؤسسات التصنيف الائتماني المحلية عائقاً أمام طرح سندات المشروعات والصكوك في الأسواق المحلية. أيضاً تتأثر تكلفة طرح الأوراق المالية الحكومية في الأسواق الدولية بتطور أسعار هوامش مبادلات مخاطر الائتمان (Credit Default Swaps- CDS) من حيث تحسن أو تراجع الأسعار وقت الإصدار.

سادساً: الخلاصة والتوصيات

يُعد وجود البنية التحتية من المتطلبات الرئيسة لتحقيق النمو والتنمية الاقتصادية للدول وبالأخص الاقتصادات الناشئة والدول النامية. وبالتالي أصبح لزاماً توفير قنوات متنوعة لتعبئة المصادر اللازمة لتمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية، فتبذل الدول جهوداً في تنمية أسواق التمويل المحلية لتوفير تمويل التنمية والبنية التحتية. وبناءً عليه، يكون من المناسب التوجه نحو تعميق الأسواق المالية المحلية، وتنويع أدوات التمويل لتعبئة الموارد المالية اللازمة للقيام بمشروعات التنمية والبنية التحتية، فيتم طرح الأدوات المالية المختلفة في الأسواق المحلية، من قبيل الصكوك وسندات المشروعات أو السندات الإبرادية.

أما عن مؤشرات المخاطر في محفظة الأوراق المالية الحكومية للدولة، والتي تتناول المعايير الكمية التي يستهدفها المعنيين بعمليات إصدار أدوات التمويل بغرض الاقتراض بشكل يحقق التوازن بين عناصر التكلفة والمخاطر، فتتمثل في طرح أدوات تمويل أطول عمراً لتخفيض مخاطر إعادة التمويل، وتهيئة الأسواق لإستقبال الأدوات طويلة الأجل التي تصدر لتمويل التنمية والبنية التحتية. أيضاً النظر إلى نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي الدين العام، فيتم تحديد مدى الاعتماد على الإصدارات الدولية في مقابل الإصدارات المحلية، طبقاً لمدى القدرة على مقابلة الالتزامات الخارجية.

أيضاً يلعب مدى عمق ونمو أسواق التمويل المحلية دوراً مهماً في إمكانية إصدار سندات المشروعات أو السندات الأيرادية، من حيث وجود البنية التحتية المالية اللازمة، ووجود منحى عائد للسندات الحكومية والتي تُمكن من تسعير سندات المشروعات، إضافة إلى محدودية حجم جانبي الطلب والعرض في سوق السندات، ومدى تنوع قاعدة المستثمرين وخاصة وجود المستثمرين الذين يستهدفون الاستثمار في الأدوات طويلة الأجل ومشروعات البنية التحتية مثل صناديق التقاعد والمعاشات وشركات التأمين والصناديق السيادية وصناديق البنية التحتية. كما تتمثل تحديات إصدار سندات المشروعات في عدم استقرار التشريعات التي من شأنها التأثير على تنفيذ وإدارة المشروعات، واستكمال واستدامة المشروعات ومخاطر التشغيل ومخاطر تحقيق العائد للجهات الممولة، إضافة إلى مخاطر عدم الإفصاح عن المخاطر المحيطة بالمشروع والإفصاح عن كافة المعلومات اللازمة الخاصة بالمشروع وتدقيقاته النقدية، وهو ما يعيق اتخاذ القرارات الاستثمارية الأفضل للمشروع.

كما توفر الصكوك حلولاً متنوعة للتمويل وبالأخص تمويل مشروعات البنية التحتية ومشروعات التنمية بسبب تعدد هياكل إصدارها. وقد يكون من المناسب للإستفادة من الصكوك كأداة تمويلية توفير البنية التشريعية المنظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها، وكذا تنمية سوق ثانوية تتداول فيها هذه الصكوك.

في ذات السياق، من المهم بذل المزيد من الجهود نحو توحيد المعايير وتنميط العقود لتنمية وتطوير سوق الصكوك بما يجعلها أكثر استخداماً لمختلف القطاعات الاقتصادية. ذلك مع ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وزيادة عدد مؤتمرات وندوات وحلقات نقاش لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق الصكوك وبالذات في الجهات الحكومية التي تعمل على إصدار وإدارة الصكوك. أيضاً استمرار الحكومات في تشجيع الإعتماد على الصكوك في تعبئة وتوظيف الموارد المالية. حت البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية على استحداث أوعية ادخارية متوسطة وطويلة الأجل، ومن ثم توجيه تلك المدخرات نحو الإستثمار المباشر في مشروعات التنمية والبنية التحتية.

أيضاً من المهم استكمال جهود الدول العربية نحو تطوير وتنمية أسواق التمويل المحلية من حيث تنظيم الإصدارات الحكومية ومراعاة خلق منحى عائد ودعم أنشطة صانعي السوق وتعزيز شفافية ونشر أسعار الأدوات المالية الحكومية، ذلك كله سيؤدي بدوره إلى تعزيز السيولة في الأسواق وبالتالي خفض تكلفة إصدارات الأوراق المالية الحكومية وبالأخص طويلة الأجل.

أخيراً، من الأهمية العمل على الزيادة التدريجية في المؤسسات المالية غير المصرفية في مقابل القطاع المصرفي، ليتم تخفيض مساهمتها تدريجياً من مستوى 75 في المائة في المتوسط إلى مستويات أدنى، لمراعاة وجود المستثمرين الذين يستهدفون الأدوات طويلة الأجل مثل صناديق التقاعد والمعاشات وشركات التأمين والصناديق السيادية وصناديق الاستثمار في البنية التحتية، إضافة إلى التنوع من المؤسسات المالية غير المصرفية مثل صناديق الاستثمار والشركات والأفراد.

أيضاً من المهم الأخذ في الاعتبار تعزيز الشراكة بين القطاعين العام والخاص للإستفادة من قنوات تمويل القطاع الخاص لمشروعات التنمية والبنية التحتية وكفاءة الإدارة، وعليه، يتعين توفير الإطار التشريعي والمؤسسي الملائم لإدارة المشروعات بين القطاعين العام والخاص والعلاقة التعاقدية بينهم، وتنفيذ تلك المشروعات وتسليمها. إلا أنه قد يكون من المناسب دراسة تكاليف إدراج القطاع الخاص في مشروعات البنية التحتية، حيث قد تكون أكثر كلفة على الدولة على المدى البعيد.



ملحق

استبيان حول
دور الأسواق المالية في تمويل التنمية
ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية

قسم الأسواق المالية
الدائرة الاقتصادية والفنية
صندوق النقد العربي

يوليو – 2019

دور الأسواق المالية في تمويل التنمية
ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية
في إطار مبادرة تطوير أسواق الدين في الدول العربية

على ضوء تنامي الحاجة لتمويل أنشطة التنمية ومشروعات البنية التحتية في الدول العربية وزيادة الفجوة التمويلية المطلوبة، مصحوبة بارتفاع الإنفاق الجاري على حساب الإنفاق الرأسمالي في معظم الدول العربية، ذلك بالتزامن مع النمو الملموس في إصدارات الدول العربية من الأوراق المالية الحكومية سواء المحلية أو من خلال الأسواق الدولية، وعلى صعيد الأدوات التقليدية أو الصكوك. أعد صندوق النقد العربي الاستبيان المرفق، حيث يُبرز أهمية دور الأسواق المالية، بالذات المحلية، في تمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية بالتالي مساندة تحقيق أهداف التنمية المستدامة.

يتكون الاستبيان من أربعة محاور رئيسة، حيث يُلقي المحور الأول منها الضوء على أبعاد تنامي الحاجة إلى تمويل البنية التحتية، ومدى تطور حجم الفجوة التمويلية، ومدى وجود حيز مالي يُتيح للدول الإنفاق على الأنشطة الاستثمارية. كما يتناول المحور الثاني متطلبات تمويل أنشطة التنمية ومشروعات البنية التحتية من خلال الأسواق المالية، من حيث الإطار التشريعي والمؤسسي وتنوع الأدوات المالية المُتاحة ومدى توافر قاعدة المستثمرين اللازمة. كذلك يتعرض الاستبيان في المحور الثالث للتحديات التي تواجهها الدول العربية للتوجه للأسواق لتعبئة الموارد اللازمة لتمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية.

أخيراً يلقي الاستبيان الضوء على بعض التوصيات التي من شأنها مجابهة تحديات تعبئة التمويل طويل الأجل من الأسواق المحلية، على سبيل المثال تطوير الأسواق المحلية، وتعزيز قاعدة المستثمرين المُستهدفة ومدى مساهمتها في التمويل طويل الأجل وتنوع الأدوات المالية.

أولاً: تنامي الاحتياجات التمويلية للتنمية ومشروعات البنية التحتية:

يهدف هذا المحور إلى إلقاء الضوء على تطور الاحتياجات التمويلية لتمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية خلال السنوات الخمس الماضية، وقياس مدى فجوة التمويل الحالية والمتوقعة واستشراف مدى الحيز المالي لتمويل الأنشطة الاستثمارية. كما ستساعد الإحصاءات في تقدير مدى الاعتماد على أسواق التمويل المحلية في تمويل احتياجات الأنشطة التنموية ومدى عمق تلك الأسواق.

1. يُرجى إيضاح تطور الاحتياجات التمويلية منذ عام 2014 وحتى يونيو 2019.

تطور الاحتياجات التمويلية (بالمليون دولار أمريكي)

يونيو 2019	2018	2017	2016	2015	2014	
						الاحتياجات التمويلية
						نمو الاحتياجات التمويلية (% من الناتج المحلي الإجمالي)

2. يُرجى إيضاح الاحتياجات التمويلية المتوقعة لتمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية خلال الفترة 2019 –

2023 (بالدولار الأمريكي)، ونسبتها من الناتج المحلي الإجمالي.

الاحتياجات التمويلية المتوقعة لتمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية (بالدولار الأمريكي)

2023	2022	2021	2020	2019	
					الاحتياجات التمويلية المتوقعة (بالدولار الأمريكي)
					نمو الاحتياجات التمويلية المتوقعة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (%)

3. يُرجى تحديد حجم كل من الإنفاق الجاري والاستثماري خلال الأربع سنوات الماضية والمُتوقعة لتقدير تطور الحيز المالي المُتاح لتمويل الأنشطة الاستثمارية.

حجم الإنفاق الجاري إلى الاستثماري سنوياً (بالدولار الأمريكي)

الإنفاق المُتوقع				الإنفاق الحالي				
2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
								الإنفاق الجاري
								الإنفاق الاستثماري

4. يُرجى إيضاح حجم التمويل المُحقق من خلال إصدارات الأسواق المالية لتمويل و/أو تشغيل مشروعات التنمية والبنية التحتية، سواء إصدارات سندات/صكوك حكومية (الحكومة المركزية والهيئات الحكومية) أو شبه حكومية (هيئات شبه حكومية)، وإصدارات سندات/صكوك للشركات، ذلك على صعيد الأسواق الدولية والمحلية خلال الفترة من 2014 وحتى يونيو 2019.

حجم التمويل المُحقق من خلال أسواق التمويل المحلية

حجم التمويل من الأسواق المالية المحلية (بالعملة المحلية)	حجم التمويل من الأسواق المالية الدولية (بالدولار الأمريكي)	اسم الجهات (الحكومة، الهيئات والشركات) التي قامت بتعبئة التمويل من خلال الأسواق المالية	
			خلال عام 2015
			خلال عام 2016
			خلال عام 2017

			خلال عام 2018
			بنهاية يونيو 2019
			إجمالي الاصدارات

5. يُرجى إيضاح حجم الاصدارات من السندات/ الصكوك بالدولة وتوزيعه بين إصدارات سندات / صكوك للحكومة وشبه حكومية، وإصدارات سندات/ صكوك للشركات خلال الفترة من 2014 وحتى يونيو 2019.

إجمالي إصدارات السندات إلى الناتج المحلي الإجمالي (نسبة مئوية)

يونيو 2019	2018	2017	2016	2015	2014	
						إصدارات السندات الحكومية
						إصدارات الصكوك الحكومية
						إصدارات سندات الهيئات الحكومية وشبه الحكومية
						إصدارات صكوك الهيئات الحكومية وشبه الحكومية
						إصدارات سندات شركات القطاع الخاص
						إجمالي الاصدارات

ثانياً: الإطار التشريعي والقانوني

يلقي هذا المحور الضوء على التشريعات والقواعد المنظمة لعمليات الاقتراض من الأسواق المالية لتمويل التنمية ومشروعات البنية التحتية.

6. ما القانون/ مجموعة القوانين التي تنظم أعمال التمويل الحكومي من الأسواق المالية؟

.....
.....

7. هل هناك نصوص تشريعية تفرض سقف على عمليات الاستدانة؟
إذا كانت الإجابة "نعم"، ما السقف المسموح به.

نعم لا

.....
.....

8. هل يحدد أو ينظم الإطار القانوني حجم الاقتراض لتمويل الاستثمارات و/أو البنية التحتية ومشروعات التنمية؟

نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، يُرجى التوضيح.

.....
.....
.....
.....

هل يحدد أو ينظم الإطار القانوني حجم استثمارات الأجانب في سوق الأوراق المالية الحكومية وسوق رأس المال؟

نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، يُرجى التوضيح.

.....
.....
.....

هل ينظم الإطار القانوني ويشمل نصوصاً لحماية المستثمرين في كلٍ من سوق الأوراق المالية الحكومية وسوق رأس المال؟

نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، يُرجى التوضيح.

.....

.....

.....

.....

.....

ثالثاً: تحليل محفظة الأوراق المالية الحكومية:

9. ما التوزيع القطاعي لمحفظة الأوراق المالية الحكومية في دولتكم؟ على سبيل المثال كل من الأوراق المالية التي تصدرها الدولة محلياً ودولياً، والقروض المحلية، والقروض الخارجية، والضمانات إلخ، إلى إجمالي الدين العام.

التوزيع القطاعي لمحفظة الدين العام في 30 يونيو 2019

المبالغ بالمليون دولار الأمريكي	التوزيع القطاعي لمحفظة الدين العام
	أوراق في السوق المحلي
	أوراق في الأسواق الدولية
	قروض محلية
	قروض دولية
	إجمالي الدين العام
	الالتزامات المُحتَملة (الضمانات) ¹

تطور مؤشرات مخاطر محفظة الأوراق المالية الحكومية

¹ / الالتزامات المُحتَملة هي التزامات لا تنشأ إلا في حالة وقوع أحداث معينة في المستقبل، ولا تدرج الالتزامات المُحتَملة، كحالة معظم الضمانات، ضمن دين الضامن، ويبقى الدين منسوباً إلى المدين، وليس الضامن، ما لم وإلى حين سداد الضمان. ويوجه عام، لا تدرج الالتزامات المُحتَملة كخصوم في الإحصاءات الاقتصادية الكلية حتى يتم تحقيقها (دليل إحصاءات دين القطاع العام الصادر عن صندوق النقد الدولي، 2011).

يونيو 2019	2018	2017	2016	2015	2014	المؤشرات
					1.5 سنة مثلاً	متوسط عُمر الأوراق المالية الحكومية (بعدها السنوات)
						نسبة الدين العام بالعملة الأجنبية إلى إجمالي الدين العام
						نسبة حيازة القطاع المصرفي للأوراق المالية الحكومية من إجمالي الأوراق المالية الحكومية
						متوسط سعر الفائدة على الدين العام المحلي
						سعر الفائدة الحقيقي
						معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي
						التصنيف السيادي للدولة
						أسعار مبادلات مخاطر الديون لمدة خمس سنوات (5 years Credit Default Swaps)

i. ما المتوسط الحالي لفترة الاستحقاق (بعدها السنوات) للرصيد القائم من الأوراق المالية الحكومية؟ يُرجى توفير هذا المتوسط خلال الفترة من 2014 إلى يونيو 2019.

.....

متوسط فترة الاستحقاق للرصيد القائم من الأوراق المالية الحكومية

يونيو 2019	2018	2017	2016	2015	2014	عُمر الأوراق المالية الحكومية (بعد السنوات)
					0.3 سنة (مثلاً)	أذون الخزانة
						سندات الخزانة
						صكوك
						أدوات أخرى (1)
						أدوات أخرى (2)
						أدوات أخرى (3)

ii. هل لديكم توقعات مستقبلية حول اتجاهات تلك المتوسطات؟

في حالة الاجابة بنعم يُرجى التوضيح. لا نعم

.....

.....

.....

.....

.....

رابعاً: الإطار المؤسسي:

يتناول هذا المحور الإطار المؤسسي الذي يحكم عملية إصدار الأوراق المالية الحكومية، من حيث المؤسسات والجهات المشاركة في عمليات إصدار أدوات الدين والقروض والضمانات، والتنسيق بينها.

11. هل تراعي عمليات إصدار الأوراق المالية الحكومية أوضاع السيولة المحلية؟ لا نعم

إذا كانت الإجابة "نعم"، هل يتم ذلك في إطار التنسيق مع المصرف المركزي؟ لا نعم

12. ما الجهات المخول لها إصدار ضمانات القروض؟

.....

13. هل يتم التنسيق بين مديونية المستفيدين من ضمانات القروض ومديونية الحكومة المركزية؟

نعم لا في حالة الإجابة بنعم، كيف يتم ذلك؟

.....

.....

خامساً: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية:

يتكون هذا المحور من عدة أجزاء تستعرض مختلف الجوانب التي تساهم في تعميق الأسواق، بما يشمل تنوع الأدوات، وتنظيم السوق الأولية، وقاعدة المستثمرين ودور "المتعاملون الرئيسيون" وصانعي السوق، وتعميق السوق الثانوية، وقضايا السيولة، والشفافية ونشر المعلومات.

أ. الأدوات المالية: يستعرض هذا الجزء من الاستبيان، أنواع الأدوات المالية التي تُصدرها الدولة لتمويل احتياجاتها وكيفية اختيارها للأدوات ومكونات المحفظة الحالية للأوراق المالية الحكومية وتوزيع هيكل الاستحقاق.

14. ما الأدوات المالية التي يتم استخدامها لتمويل عجز الموازنة العامة؟

أ. أدون خزانة

ب. سندات خزانة

ج. صكوك

د. أدوات أخرى - يُرجى ذكرها

.....

.....

15. هل يُمكن للمستثمرين الأجانب أو غير المقيمين شراء الأوراق المالية الحكومية سواءً في السوق الأولي أو

الثانوي؟ نعم لا

i. هل هناك متطلبات إبلاغ أو تقارير من المستثمرين الأجانب أو غير المقيمين أو ضرائب أو قيود مفروضة على استرداد قيمة استثماراتهم؟ نعم لا في حالة الإجابة بنعم، يُرجى التوضيح.

.....
.....
.....
.....

16. يُرجى توضيح كيفية نشر نتائج العطاءات الأولية للأوراق المالية الحكومية وتوقيت الاعلان عن النتائج، وكيفية وصول النتائج للسوق.

.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....

17. يُرجى ذكر شرائح مستثمري مختلف الأوراق المالية الحكومية من حيث القطاعات المختلفة مثل المصارف والمؤسسات المالية غير المصرفية وأنواعها والشركات والأفراد والمستثمرين الأجانب.
الوزن النسبي لشرائح مستثمري الأوراق المالية الحكومية

المؤسسات	نسبة مشاركتها في إجمالي الرصيد القائم (%)
مصارف	
صناديق تقاعد ومعاشات	
صناديق سيادية	
صناديق استثمار	
صناديق تأمين	
شركات تأمين	
صناديق بنية تحتية	
هيئات حكومية	
مؤسسات أجنبية	
أفراد أجانب	
أفراد محليين	
جهات أخرى متنوعة	

18. يُرجى إيضاح نسبة مساهمة المستثمرين الأجانب في الأدوات المالية المشار إليها أدناه في الأسواق المحلية.

مساهمة المستثمرين الأجانب في الأدوات المالية المحلية

المستثمرين الأجانب	نسبة مشاركتهم في الأوراق المالية في الأسواق المحلية
الأسهم	
سندات الشركات	
صكوك الشركات	
سندات حكومية	
صكوك حكومية	
سندات هيئات شبه حكومية	
صكوك هيئات شبه حكومية	

ب. أسواق الإصدارات الأولية: يناقش هذا الجزء عملية إصدار الأوراق المالية الحكومية والتفاصيل الخاصة بمزادات السوق الأولي، ومدى وجود سياسة واضحة للإصدار وتفاصيلها والالتزام بها، وآليات التسعير والفوز في المزادات الأولية. كذلك يتناول سياسة الإعلان عن الإصدارات الأولية ونتائج المزادات وشفافية أسعار العائد الأولية. كما يشمل معرفة التوزيع القطاعي لشرائح المستثمرين في السوق الأولي للأوراق المالية الحكومية.

19. برجاء عرض المزيد من التفاصيل عن مزادات السوق الأولي للأوراق المالية الحكومية والتي توضح التالي:

i. من له الحق في التقدم لمزادات السوق الأولي لأنون وسندات الخزنة؟

.....

.....

.....

.....

ii. مادور "المتعاملون الرئيسيون"، حال وجودهم، في سوق المزادات الأولية؟

.....
.....
.....

.iii هل هناك آلية لطرح سندات الخزانة يتم استخدامها بخلاف المزادات مثل البيع عبر المفاوضات المجمعة (Syndications) أو البيع المستمر (Tap or Continuous Sale) نعم لا

إذا كانت الإجابة بنعم، يُرجى ذكر الحالات أو الشروط التي يتم فيها ذلك؟

.....
.....
.....
.....

.iv هل يتم التخصيص لمزادات غير تنافسية (Non Competitive Bids) نعم لا

ج. المتعاملون الرئيسيون أو "صانعي السوق": يتناول هذا الجزء دور المتعاملون الرئيسيون حال وجودهم، ومعايير اختيارهم والتزاماتهم وكيفية تقييم أدائهم وهل من محفزات للأداء الجيد، والأطراف الأخرى المشاركة في سوق الإصدارات الأولية.

20. هل هناك مؤسسات أخرى بخلاف "المتعاملون الرئيسيون" تشترك في مزادات السوق الأولية للأوراق المالية الحكومية؟ نعم لا

في حال الإجابة بنعم، يُرجى ذكرها.

.....
.....
.....
.....

د. الأسواق الثانوية: يتناول هذا المحور القواعد والأنظمة التي تحكم عمليات السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية وعمليات السوق المفتوحة، والإطار التشريعي والتنظيمي لها، وكيفية تسعير أوراق الدين في السوق الثانوية والقواعد الحاكمة لها. إضافة إلى التعرف على عمليات التسوية وتداول أوراق الدين، وأحجام التداول، وهل يتم التداول من خلال السوق المنظمة أم خارجها أم الاثنين معاً. كذلك يشمل التعرف على كيفية التواصل مع المتعاملين في السوق الثانوي، وقواعد تسعير الأوراق المالية الحكومية.

21. يرجى عرض عمليات السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية/الشركات متضمنة أحجام التداول لكل من الصكوك والسندات (الحكومية والشركات) مقارنةً بحجم الإصدارات، خلال 2014 - يونيو 2019.

عمليات السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية

يونيو 2019	2018	2017	2016	2015	2014	حجم التداول في السوق الثانوي إلى الإصدارات الأولية (%)
						نسبة تداول سندات الخزانة إلى إجمالي إصدارات السندات القابلة للتداول
						نسبة تداول الصكوك إلى إجمالي إصدارات الصكوك القابلة للتداول
						نسبة تداول سندات الشركات إلى إجمالي إصدارات سندات الشركات القابلة للتداول
						نسبة تداول صكوك الشركات إلى إجمالي إصدارات صكوك الشركات القابلة للتداول

22. ما الفترة الزمنية لتسوية الأوراق المالية الحكومية (T+?)؟

الأوراق المالية الحكومية	فترة التسوية (باليوم)
سندات الخزانة	
سندات الشركات	
الصكوك الحكومية	
صكوك الشركات	
أدوات أخرى	

23. ما العوامل التي تعوق تنمية السوق الثانوي لسندات/صكوك الخزانة من وجهة نظركم؟

.....
.....
.....
.....

24. ما العوامل التي تعوق تنمية السوق الثانوي لسندات/صكوك الشركات من وجهة نظركم؟

.....
.....
.....
.....

25. هل هناك نظام حفظ و/أو تسوية مركزي؟ نعم لا
في حالة الإجابة بنعم، هل تتم التسوية بنظام الدفع مقابل التسليم DVP؟ نعم لا

26. هل يتم الإفصاح عن معدل العائد أو الفائدة قبل الطرح؟ نعم لا
في حالة الإجابة بنعم، كيف يتم ذلك؟

.....
.....
.....
.....

i. كيف يتم التواصل مع المتعاملين في السوق حول المعلومات التي تخص الأدوات المالية والأجال والمبالغ؟

.....
.....
.....
.....

ii. ما أسلوب البيع والشراء (مزاد أو أي أسلوب آخر)؟

.....
.....
.....

هـ: **صناديق وبرامج الاستثمار المشترك:** على ضوء أهمية صناعة إدارة الأصول وبرامج الاستثمار المشترك في أسواق الأوراق المالية الحكومية، يركز هذا الجزء من الاستبيان على التعرف على حجم ونشاط تلك الصناديق، ورصد التحديات التي تواجه تلك الصناعة، وتحديد فئات المستثمرين وأنواع الصناديق النشطة.

27. يُرجى إيضاح حجم مساهمة المؤسسات المالية غير المصرفية (حسب نوعها) في مزادات السوق الأولي وعمليات تداول السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية (سندات خزانة و صكوك حكومية).

مساهمة المؤسسات المالية غير المصرفية في السوق الأولي والسوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية

المساهمة في مزادات السوق الأولي للأوراق المالية الحكومية (%)	المساهمة في حجم تداول السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية (%)	المؤسسات المالية غير المصرفية
		صناديق التقاعد والمعاشات
		صناديق سيادية
		صناديق التأمين
		شركات التأمين
		صناديق ومحافظ استثمار
		صناديق بنية تحتية
		صناديق أجنبية (متنوعة)
		شركات متنوعة (محلية و/أو أجنبية)
		هيئات حكومية
		أخرى (يرجى ذكرها)

28. يرجى إيضاح حجم نشاط الوساطة في سوق الأوراق المالية الحكومية، مع ذكر التحديات التي تواجهه؟

.....

.....

.....

.....

.....
.....

سادساً: السياسة الضريبية:

يلقي هذا الجزء الضوء على تفاصيل النظام الضريبي الذي تخضع له عمليات الأوراق المالية الحكومية (سندات وصكوك) في الدولة والشركات، وتحديد كافة الضرائب التي تخضع لها، والضرائب على حيازة الأوراق المالية (Withholding Tax)، وأي حوافز ضريبية إن وجدت.

29. يرجى إيضاح تفاصيل النظام الضريبي لعمليات الأوراق المالية (الحكومية والشركات) في دولتكم، متضمناً كافة الضرائب التي تخضع لها تلك الأوراق ونسب هذه الضرائب، والضرائب على حيازتها (Withholding Tax) وأي حوافز ضريبية إن وجدت.

.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....

30. هل هناك أي حوافز ضريبية لتعاملات الأوراق المالية في دولتكم؟ يرجى ذكرها؟

.....
.....
.....
.....
.....

سابعاً: هل لديكم أية مقترحات أو إضافات أخرى لم يتطرق إليها الاستبيان في سبيل تمويل مشروعات البنية التحتية من خلال الأسواق المالية؟ يرجى الإشارة لها.

.....
.....

.....
.....
.....
.....
.....

ثامناً: الإجابة على الاستبيان

الرجاء استيفاء الاستبيان وإعادة إرساله لصندوق النقد العربي في موعد أقصاه 31 يوليو 2019. للاستفسار، يُرجى التواصل مع الدكتورة نوران يوسف عبر البريد الإلكتروني أو الهاتف:

Emails: financeministers@amf.org.ae; and nouran.youssef@amf.org.ae

Telephone: +971 2 6061477 / 574; Fax: +971 2 6391255

كما يُرجى إمداد المعلومات الاحصائية على شكل ملفات Excel، أو كما هو مرفق في ملف Word.

وفي حالة الرغبة بتوفير مستندات ذات علاقة، يُرجى إمدادنا بها سواء عن طريق رابط إلكتروني إن وجد، أو إرسالها بالبريد الإلكتروني للعنوانين المذكورين أعلاه.

كما يُرجى إمدادنا بالمستندات التالية:

- برنامج إصدارات الأوراق المالية الحكومية (أذون وسندات خزانة، وأي أدوات أخرى مثل الصكوك).
- دليل إجراءات المتعاملين في السوق الأولي والثانوي.

نشكر لكم حسن تعاونكم على تعبئة الاستبيان

صندوق النقد العربي

للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي
يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818

أبوظبي - الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم: 6215000 (+9712)

فاكس رقم: 6326454 (+9712)

البريد الإلكتروني: centralmail@amfad.org.ae

موقع الصندوق على الإنترنت: <http://www.amf.org.ae>



<http://www.amf.org.ae>



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND



مجلس وزراء المالية العرب
COUNCIL FOR ARAB FINANCE MINISTERS