



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

موجز سياسات: العدد (27)
أبريل 2022
إعداد:
د. عبد الكريم أحمد قندوز

استخدام الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية بالدول العربية

- تنامي فجوة تمويل البنية التحتية يستلزم البحث الدائم والمستمر عن مصادر تمويل جديدة ومبتكرة.
- عرفت أسواق رأس المال الإسلامية نمواً مطرداً خلال السنوات القليلة الماضية، بشكل خاص بالدول العربية، وتعتبر أسرع قطاع التمويل المتوافق مع الشريعة نمواً.
- يمكن للصكوك أن تقدم خيارات إضافية لصانعي القرار بالدول العربية في مجال تمويل مشروعات البنية التحتية.
- يوجد بعض التحديات التي تواجه استخدام الصكوك في تمويل مشروعات البنية التحتية، أهمها عدم توافق بين هيكل التدفقات النقدية للصكوك والتدفقات النقدية لمشروعات البنية التحتية.
- على الرغم من محدودية استخدام الصكوك حالياً في تمويل البنية التحتية، إلا أن هناك فرص لاستفادة الدول العربية من بعض التجارب العالمية المميزة في هذا المجال.
- هناك حاجة للمزيد من البحث عن هيكل صكوك مبتكرة مُعدة خصيصاً لتمويل مشروعات البنية التحتية، بما يخدم التنمية الاقتصادية بالدول العربية.

1. مقدمة:

يحتاج تمويل البنية التحتية إلى حشد أموال ضخمة، تفوق في الغالب قدرة الدول، فالتمويل المتاح للبنية التحتية أقل بكثير من احتياجات الاستثمار، خاصة مع القيود المالية المتعلقة بالميزانية، ما يسفر عن ظهور فجوة استثمار تتسع باستمرار، بشكل خاص في الدول النامية.

تتحمل الدولة النسبة الأكبر من مسؤولية التعامل مع التحديات المتعلقة بتطوير البنية التحتية، ومع ذلك، تسعى الدول لإشراك القطاعات الاقتصادية الأخرى في تمويل مشروعات البنية التحتية. لذلك ظهرت فكرة مشاريع الشراكة بين القطاعين العام والخاص [Public Private Partnership (PPP)] القائمة على تعاون متبادل ما بين الحكومات والقطاع الخاص يتم تنفيذه وفق أشكال تعاقدية بينهما لتنفيذ مشاريع لتقديم الخدمات العامة. كذلك، تسعى الحكومات من جانب آخر إلى البحث عن آليات وطرق مبتكرة وجديدة تسمح لها بتمويل البنية التحتية التي تشتد الحاجة إليها، دون زيادة الضرائب أو زيادة أعباء الدين العام.

تسهم البنية التحتية بشكل فاعل في دعم النمو الاقتصادي، والحد من الفقر وعدم المساواة، وخلق فرص العمل، وضمان الاستدامة البيئية، كما تولد عائدات اجتماعية وتسهم في تعزيز مستويات الرفاه الاقتصادي. تتحمل الحكومات عادةً مسؤولية تقديم الخدمات العامة وتعمل على توفير البنية التحتية اللازمة لدعم النمو والتنمية الاقتصادية، وغالباً ما يكون الاستثمار في البنية التحتية جزءاً من العقد الاجتماعي بين الحكومة ومواطنيها.

تكبح البنية التحتية الضعيفة أو المتهالكة النمو الاقتصادي، وتؤثر على جودة الحياة، كما يؤدي تجاوز الطلب على خدمات البنية التحتية لمستويات العرض المتوفر منها (نتيجة قلة الاستثمارات في البنية التحتية مثلاً)، أو عند حدوث تقنين في الخدمة، إلى تراجع جودة تلك الخدمات، ومن ثم يُصبح من الصعوبة وصول جميع السكان وفي كل المناطق إلى خدمات البنية التحتية الجيدة، بل قد تعجز الحكومات عن تقديمها في بعض الأحيان.

في ظل هذه الظروف، تكتسب دراسة هيكل وآليات التمويل غير التقليدية لمشروعات البنية التحتية أهمية متزايدة لصانعي السياسات في الدول النامية لاسيما في الدول العربية.

وفي الوقت الذي تعرف فيه الصناعة المالية الإسلامية زخماً متزايداً بالدول العربية، وما تشهده أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة من نمو متسارع، وبشكل خاص قطاع الصكوك، فإن الاستفادة من إصدار الصكوك كآلية تمويلية لمشروعات البنية التحتية، يتيح خيارات إضافية لصانعي السياسات في تمويل البنية التحتية وتقليل فجوة الاستثمار فيها، خاصة في ظل القيود المالية التي فرضتها جائحة كوفيد-19 وما تبعها من تحديات كبرى.

2. فجوة تمويل البنية التحتية بالدول العربية:

1.2. طبيعة البنية التحتية وأهميتها في الاقتصاد والتنمية:

تعتبر البنية التحتية أحد المقومات الرئيسة في النجاح الاقتصادي لأية دولة، إذ تمثل مجموعة الوسائل التي تُستخدم لتوفير الخدمات الأساسية التي يحتاجها المجتمع ولا يستطيع التخلي عنها، وتشمل على سبيل المثال لا الحصر شبكات مياه الشرب والري، وأنظمة الصرف الصحي، والطرق والجسور التي توفر الوصول إلى الأسواق، والمطارات، والموانئ، ومحطات الطاقة الكهربائية، وشبكات الاتصالات والهواتف الثابتة والنقالة، والمدارس، والجامعات، والمستشفيات، وغيرها. وتعود أهميتها لما لها من انعكاسات اجتماعية واقتصادية كبيرة، حيث إن أي اختلال يصيبها يعني زيادة معاناة المجتمع بشكل كبير.

تؤثر مشروعات البنية التحتية على النمو الاقتصادي، وتسهم في التنمية من خلال عدة قنوات، أهمها الوفورات الخارجية الإيجابية لاستثمارات البنية التحتية (*Positive externalities*)، حيث تسهم بشكل كبير في خفض كلفة الإنتاج والأسعار، وزيادة مستوى أرباح الشركات، ما يزيد من ثقة المستثمرين، وبالتالي خلق مزيد من فرص العمل وزيادة معدل النمو الاقتصادي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

على سبيل المثال، يُفيد بناء الطرق الريفية قطاع الزراعة حيث يستطيع المزارعون بيع منتجاتهم في المدن والحصول على أسعار مجزية، إلى جانب حصولهم على مدخلات العملية الزراعية (أسمدة ومبيدات الآفات والمنتجات الصناعية الأخرى) بأسعار أرخص نسبياً حيث تنخفض تكاليف النقل بسبب تحسين بنية النقل. ونظراً لكون البنية التحتية تتطلب

استثمارات كبيرة، فهي تساهم في الإنتاج، وتحقق وفورات حجم معتبرة في معظمها.

كما يؤدي توافر بنية تحتية جيدة إلى رفع مستويات الإنتاجية في الاقتصاد وخفض تكاليف المؤسسات، كما يساعد على توسيع التجارة ليس فقط داخل البلد المعني من خلال تحسين مرافق النقل، ولكن أيضاً تعزيز التجارة الخارجية من خلال تحسين الموانئ والمطارات. كما أنه يساعد على تنويع الإنتاج من قبل الشركات التي باتت قادرة على الحصول على الإمدادات المطلوبة من المواد الخام والمدخلات الأخرى من الأماكن التي تتوفر فيها بكثرة. علاوةً على ذلك، يمكن للشركات إنتاج السلع وفقاً للمتطلبات اللازمة بحسب المناطق والبلدان المختلفة.

إن البنية التحتية عالية الجودة مهمة ليس فقط لتحقيق نمو اقتصادي أسرع، ولكن أيضاً لضمان النمو الشامل الذي يتم تقاسم فوائده من قبل غالبية السكان، بالتالي يؤدي إلى التخفيف من حدة الفقر، والحد من عدم المساواة في الدخل.

إضافةً للتأثيرات الاقتصادية، تمتد تأثيرات البنية التحتية لتشمل الجوانب الاجتماعية، حيث إن الافتقار إلى البنية التحتية الملائمة يتسبب في تكاليف إضافية من حيث الوقت والجهد والمال للوصول إلى الخدمات الاجتماعية الأساسية، مثل الرعاية الصحية والتعليم.

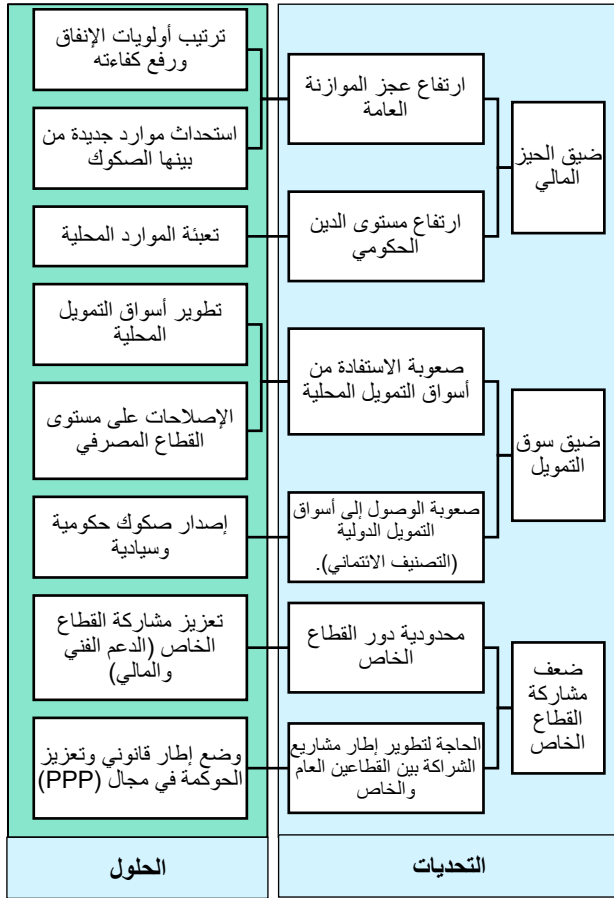
2.2. التحديات التي تواجه تمويل وتطوير البنية التحتية:

هناك مجموعة من القضايا المتعلقة بتطوير البنية التحتية في أي اقتصاد، حيث تتجاذب مجموعة من العناصر المتداخلة والمتنافرة أحياناً، ما يجعل التعامل مع الموضوع من أعقد القضايا بالنسبة لصانعي السياسات الاقتصادية ومتخذي القرار.

لا يشكل الوصول للتمويل التحدي الوحيد للحكومات فيما يتعلق بالاستثمار في البنية التحتية، بل تتضمن كذلك التحديات الاعتبارية ذات الصلة بحوكمة العلاقات التعاقدية في إطار هذه المشروعات أو ما يعرف بـ (مشكلة الوكالة)، وقيود الموازنة العامة للدولة، والحاجة إلى الصيانة الدائمة للبنية التحتية القائمة للحفاظ عليها.

تشمل مشكلة الوكالة (*Agency Problem*) جهات فاعلة عديدة (الدولة، القطاع المالي، قطاع الإنشاءات والمقاولات...إلخ)، كما تتخذ أشكالاً مختلفة خلال دورة المشروع، وتتطلب ترتيبات حوكمة معقدة، وتتفاقم مشكلة الوكالة بسبب حقيقة أن مشاريع البنية التحتية تنطوي عادة على مبالغ مالية كبيرة، ما يجعلها عرضة للفساد والرشوة. كذلك يترتب عن سوء إدارة مشكلة الوكالة (خلال دورة حياة

شكل 2. تحديات تمويل مشروعات البنية التحتية



المصدر: المؤلف بناءً على الأدبيات

يمكن أن يساعد إصدار الصكوك في التغلب على بعض هذه التحديات. فمثلاً في ظل ظروف مواتية لبيئة التمويل الإسلامي، يمكن للصكوك تعبئة مصادر إضافية لتمويل البنية التحتية. نظراً لكون الصكوك تقوم على أسس تجارية وفي الغالب غير قائمة على أسلوب الدين، فإن الممولين لا يوجهون أموالهم إلا للمشروعات التي تتمتع بالكفاءة، وبالتالي يمكن للتمويل بالصكوك أن يشكل اختباراً لجاذبية مشروعات البنية التحتية وجدواها (الاقتصادية والاجتماعية)، واختيار المشاريع المناسبة.

ولأن الصكوك مثلها مثل الأساليب الأخرى التي تُشرك الخواص (مثل الشراكة مع القطاع الخاص)، فإنها تمكّن من ربط مصالح الجهات الحكومية (الدولة) بمجموعة من الحوافز المقدمة للقطاع الخاص، ويكون ذلك من خلال ربط إيرادات المشغل الخاص بمجموعة من مؤشرات الأداء المتفق عليها مسبقاً، وعن طريق مطالبة القطاع الخاص باستثمار رأس مال كبير وطويل الأجل.

إنجاز مشروع البنية التحتية (الفشل في الوفاء بالجدول الزمني للإنجاز، وفي الميزانية، وأحياناً في تقديم الخدمة ذاتها، ولهذا تعتبر مشكلة الوكالة أحد الأسباب الرئيسة وراء فشل مشاريع البنية التحتية).

من جانب آخر، لا تنفق معظم البلدان ما يكفي لتوفير البنية التحتية اللازمة لتحقيق أهداف التنمية المستدامة [Sustainable Development (SDGs) Goals] على النحو المحدد من قبل الأمم المتحدة. علاوة على ذلك، فإن جودة تسليم البنية التحتية غالباً ما تكون مخيبة للآمال، كما أن تشييد الأصول الجديدة يكلف وقتاً أطول من المتوقع. أخيراً، غالباً ما تكون أصول البنية التحتية سيئة الصيانة، مما يؤدي إلى زيادة التكاليف وتقليل الفوائد (Castalia Strategic Advisors, 2014). في هذا السياق، يوضح الشكل (1) أهم القضايا التي يحاول صانعو السياسة الإجابة عنها لتحديد شكل البنية التحتية بالبلد ودورها في الاقتصاد وحجم الموارد الواجب تخصيصها:

شكل 1. القضايا الأساسية في مجال تطوير البنية التحتية

ما الطرق الأكثر فاعلية للتمويل؟	إسهامها في تنمية الاقتصاد.	ما هو النطاق المناسب؟
ما أفضل سياسة للتسعير؟	كيف يمكن قياس ذلك؟	ما هو العمر المناسب؟
ما دور القطاع الخاص؟	كيف تكون كفاءة؟	ما دورها في المجتمع؟

المصدر: المؤلف استناداً إلى الأدبيات

وكما يظهر من الشكل (1)، فإن التمويل يعتبر من القضايا الكبرى التي تواجه صانعو السياسات في التخطيط للبنية التحتية للاقتصاد. بل إن قضية التمويل قد تكون أهم عامل محدد لشكل البنية التحتية بالبلد، ذلك أن تحديد خصائص البنية التحتية قد يكون متفائلاً، كما يمكن وضع خطط طموحة حيال دور البنية التحتية في الاقتصاد وقياس كفاءتها، غير أن كل ذلك يصطدم مع تحديات الوصول إلى التمويل.

يوضح الشكل (2) بعض التفاصيل لأهم العناصر المتعلقة بتحديات تمويل البنية التحتية بشكل خاص بالدول النامية:

من جانب آخر، يعتبر الطلب على البنية التحتية غير مرناً بشكل كبير، حيث إن أية تغيرات مرتبطة بالبنية التحتية (مثلاً سعرها، أو جودتها، أو انتشارها... إلخ) لا يترتب عنها أي تغيير في الطلب أو -إن حصل- فهو تغيير طفيف، بل إن أصول البنية التحتية ذات ارتباط ضعيف بأنواع الأصول الأخرى التقليدية (أدوات الدين وأدوات الملكية، وصناديق الاستثمار)، وكذلك بأداء الاقتصاد الكلي العام.

تمتاز البنية التحتية بكونها محصنةً ضد أخطار التضخم، فهي متحوطة بشكل طبيعي ضده. على سبيل المثال، بحسب تقرير (First State Investment, 2018)، فقد أثبتت البنية التحتية العالمية قدرتها على تحقيق عوائد تتجاوز التضخم، وخلال الفترة (2002-2017)، حققت البنية التحتية عوائد إجمالية بنحو 12.2 بالمائة سنوياً، أي ما يعادل الرقم القياسي لأسعار المستهلك زائد 10.1 بالمائة.

هناك سمة مميزة للبنية التحتية، ففي حين يمكن سد فجوة العرض والطلب فيما يخص أية احتياجات أخرى (غذائية أو صناعية مثلاً) من خلال الاستيراد، فإنه لا يمكن تعويض نقص البنية التحتية من خلال الواردات، بل يجب بناؤها في الاقتصاد المحلي، حتى لو كان ذلك يتم باستخدام يد عاملة أو موارد خارجية.

2.3.2. التدفقات النقدية لمشروعات البنية التحتية:

تتمثل أهم الفروقات الأساسية بين المشروعات الاستثمارية (التجارية) ومشروعات البنية التحتية في طبيعة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من كلا النوعين. ترجع أهم تلك الفروق إلى أن استثمارات البنية التحتية تتطلب وفقاً استثمارياً طويلاً الأجل، ما يجعل هذا النوع من الاستثمارات يواجه أنواعاً مختلفة من المخاطر في مراحل مختلفة، ونظراً لاختلاف أنواع المخاطر في كل مرحلة، فإنه من المناسب توفير أنواع مختلفة من التمويل لكل مرحلة.

على سبيل المثال، يتم تمويل المرحلة الأولى في المشروعات التجارية من قبل المساهمين، وداعمي المشروع، وفي مرحلة البناء أو الإنجاز، يتم تمويل المشروع من قبل المساهمين والقروض المجمععة، ولا يمكن استخدام أدوات الدين إلا في مراحل متأخرة (بعد مرحلة الإنجاز).

كما تختلف مراحل تطوير وتمويل مشروعات البنية التحتية عن المشروعات التجارية. في هذا الإطار، يوضح الشكل (3) المراحل الرئيسية لدورة حياة مشروع البنية التحتية، واتجاه

وحيث أن الدولة لا يمكنها تولي مسؤولية البنية التحتية بالكامل، فإن وجود أية بدائل أخرى خاصة منها تلك التي تشرك القطاع الخاص والأفراد يعتبر أمراً مرغوباً فيه، حيث يضمن ذلك في أقل الأحوال تقديم الخدمة ولو بتكلفة أعلى، وهو أفضل في كل الأحوال من عدم تقديمها مطلقاً.

ويُتوقع أن يساهم تمويل مشروعات البنية التحتية باستخدام الصكوك في إدارة عملية التشييد (وإدارة الأصول لاحقاً) بشكل أفضل نسبياً من إسنادها إلى القطاع العام، في ظل الحرص على الإنجاز في المواعيد المحددة، وحصافة الإنفاق.

3.2. كيف يختلف تمويل البنية التحتية عن تمويل القطاعات الأخرى؟

1.3.2. خصائص مشروعات البنية التحتية:

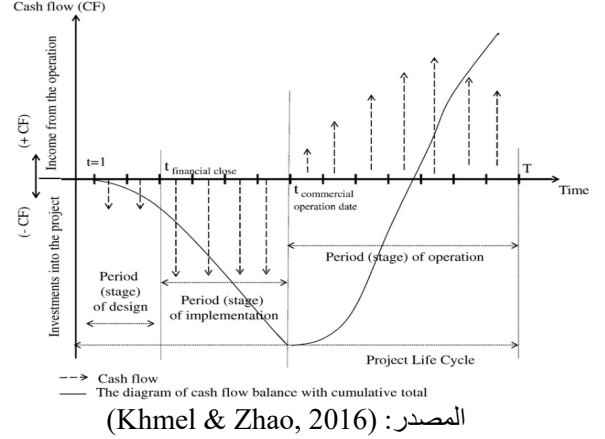
تتميز مشروعات البنية التحتية بكونها تقوم على تأسيس أصول طويلة الأجل، وذات عمر اقتصادي طويل جداً، حيث قد يمتد أجلها إلى عدة عقود من الزمن. في الغالب تستهدف هذه المشروعات تقديم سلع وخدمات عامة، ما يترتب عنه بعض التحديات المتعلقة بشكل خاص بسياسات التسعير التي يجب أن تراعي متطلبات المجتمع، ووصول تلك السلع والخدمات لكل السكان، دون إغفال متطلبات الاستمرارية والصيانة الدورية، وغيرها. كذلك، تتميز مشروعات البنية التحتية بأنها تنطوي على أخطار تقنية منخفضة، بسبب وضعها الاحتكاري وصعوبة تطبيق المبتكرات الجديدة التي قد تحتاج وقتاً طويلاً لبنائها في هذه المشروعات.

إذا تم النظر إلى قطاع البنية التحتية كسوق، فإنه يعتبر بامتياز سوق احتكار طبيعي أو في أقل الأحوال سوقاً شبه احتكاري، ويرجع هذا بدوره لوجود حواجز دخول عالية، ما يجعل المستثمرين في القطاع ومقدمي خدماته محدوداً جداً (على سبيل المثال نجد أن عدد مقدمي خدمات الاتصال في أي بلد لا يكاد يتجاوز خمسة مزودين ونفس الأمر ينطبق على شركات الكهرباء وغيرها).

وإذا كانت معظم القطاعات الاقتصادية في البلد خاضعة لمبادئ السوق في إدارتها وتخصيص خدماتها، فإن أصول قطاع البنية التحتية تخضع لقوانين صارمة وتنظيمات قوية، ولا تخضع لقوانين العرض والطلب. وتتدخل الدولة بترسانتها الاقتصادية والقانونية لتحديد طرق تقديم الخدمات والسلع وآليات التوزيع ونوعية المستفيدين ومُددها وغيرها من التفاصيل.

التدفقات النقدية وميزان التدفق النقدي والإجمالي التراكمي للمشروع طوال دورة حياته

شكل 3. التدفقات النقدية لمشروع بنية تحتية



مالية، لا يمكن للمشروع أن يدر إيرادات أو تدفقات نقدية داخلية خلال مرحلة البناء.

- **مرحلة التشغيل:** عند البدء بتشغيل المرفق تُسَدَّد التدفقات النقدية الناتجة عن المشروع الديون وتولد الإيرادات. إضافةً لما سبق، ينطوي تمويل مشروعات البنية التحتية على أخطار تختلف بحسب المراحل، وذلك على النحو التالي:

جدول (1): مخاطر تمويل مشروعات البنية الأساسية بحسب المراحل المختلفة

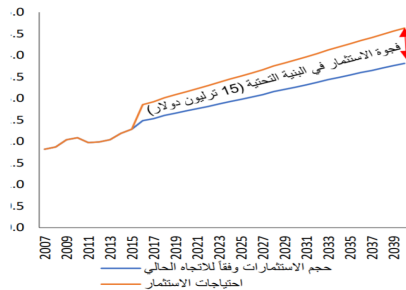
أخطار الاقتصاد الكلي	المرحلة الأولى: (الإعداد)
الأخطار السياسية والتنظيمية	
أخطار التخطيط	
الأخطار البيئية	المرحلة الثانية: (البناء)
أخطار الاقتصاد الكلي	
الأخطار السياسية والتنظيمية	
أخطار التشغيلية المتعلقة بالبناء	المرحلة الثالثة: التشغيل
أخطار الاقتصاد الكلي	
أخطار الطلب والسوق	
أخطار التشغيل	

المصدر: الباحث.

4.2. فجوة تمويل البنية التحتية في الدول العربية:

هناك تحد يواجهه صانعي السياسات يتمثل في فجوة تمويل البنية التحتية. تظهر التجارب أنه يكاد يستحيل تغطية تمويل البنية التحتية، حيث الاستثمارات اللازمة أكبر دوماً من التمويل المتوفر أو الممكن تخصيصه لمشروعات البنية التحتية. يظهر الشكل (4) حجم فجوة الاستثمار في مشروعات البنية التحتية على المستوى العالمي، والتي من المتوقع أن تصل 15 تريليون دولار أمريكي في عام 2040، كما يظهر بشكل جلي تزايد حجم تلك الفجوة سنة بعد الأخرى.

شكل 4. فجوة الاستثمار في البنية التحتية عالمياً



المصدر: (طلحة وإسماعيل، 2021) عن (Global Infrastructure Outlook, 2017)

وكما يظهر من الشكل (3)، يمر أي مشروع بنية تحتية مهما كان نوعه بمراحل معينة هي: مرحلة التصميم (Design Period)، ثم مرحلة التنفيذ (Implementation)، وأخيراً مرحلة التشغيل (Operation). كل مرحلة لها أهدافها، وتتطلب أموالاً لتنفيذها. يجب أن توفر الإستراتيجية المالية القائمة على دورة حياة المشروع رأس المال والأدوات المالية المناسبة لكل مرحلة بما يساهم في تحقيق الغرض من كل مرحلة من تلك المراحل.

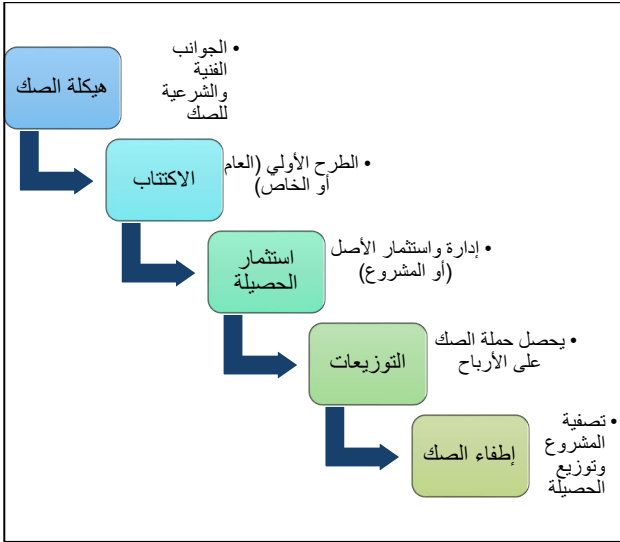
على غرار المشروعات التجارية، تحتاج مشروعات البنية التحتية تطوير استراتيجية تمويل للمشروع ووضعها حيز التنفيذ. تمثل إستراتيجية التمويل خطة مالية طويلة الأجل لتنظيم التدفق النقدي، وتوزيعه بحسب مراحل المشروع، وضمان توافق مراحل الإنجاز مع التدفقات النقدية المطلوبة، وضمان توفير تلك التدفقات، فضلاً عن تحديد هيكلها الأمثل. يوضح تحليل دورة حياة المشروع (شكل 3) مجموعة العناصر التالية:

- **مرحلة التصميم:** يحتاج مشروع البنية التحتية توفير مبلغ مالي معين في مرحلة التصميم (تظهر التدفقات النقدية سالبة أي أدنى المحور الأفقي). لا توجد نسبة محددة لتكاليف هذه المرحلة، وهي تشمل تكاليف تطوير المشروع، وتمثل في المتوسط بين 10 و5 في المائة من تكلفة المشروع.
- **مرحلة التنفيذ:** في هذه المرحلة يتم رفع قدرة رأس المال بشكل سريع وفعال، لذا تظهر القيم التراكمية السالبة بشكل واضح. يصل حجم الاستثمارات التي تم جذبها بإجمالي تراكمي إلى الحد الأقصى في وقت بدء التشغيل. من وجهة نظر اقتصادية، لا يولد المشروع في هذه المرحلة أية إيرادات بعد، ويتم تكبد التكاليف ودفعها على مدى عدة سنوات ورسمتها في تكلفة البناء. من وجهة نظر

يتّضح من هذا التوصيف الصعوبات التطبيقية التي يمكن أن ينطوي عليها استخدام الصكوك في تمويل مشروعات البنية التحتية. فالصك يوفّر رأس المال اللازم للمشروع دفعةً واحدةً عند قفل باب الاكتتاب، في حين يحتاج مشروع البنية التحتية (كما سبق الإشارة إليه) أن يتم تقسيم التمويل بين مرحلتي التصميم والتنفيذ.

بعد قفل باب الاكتتاب في الصكوك، يتم استثمار حصيلة الصكوك في المشروع. هذا يعني أن المشروع يجب أن يدر عوائد خلال فترة وجيزة (ما بين سنة مثلاً و5 سنوات)، ليضمن المستثمرون (حملة الصكوك) الحصول على توزيعات دورية، ثم في نهاية حياة الصك، يتم تصفية الصك، ويسترد المستثمرون القيمة السوقية (لا الإسمية) للصكوك.

شكل 6. دورة حياة الصكوك



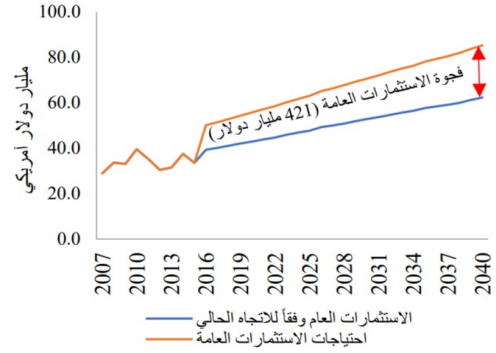
المصدر: المؤلف

2.3. تطبيق الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية:

تتضافر مجموعة من الدوافع لتبني الصكوك لغرض تمويل مشروعات البنية التحتية. أولاً: تلك الأسباب هو فجوة تمويل الاستثمار في البنية التحتية، وهو تحدٍ متأصل في مجال تمويل البنية التحتية (كما سبق الإشارة إليه)، وإذا أرادت الدول تضييق فجوة الاستثمار في البنية التحتية -خاصةً في ظل قيود الموازنة العامة للدولة-، فإن البحث عن الوسائل الكفيلة بحشد الأموال لصالح مشروعات البنية التحتية، هو أمر مرغوب.

تتزايد فجوة البنية التحتية في الدول العربية سنوياً، وبحسب دراسة (طلحة و إسماعيل، 2021)، فإن فجوة الاستثمار في البنية التحتية في الدول العربية يُتوقع أن تصل إلى حوالي 421 مليار دولار أمريكي في عام 2040 كما يوضحه الشكل (5).

شكل 5. فجوة الاستثمار في البنية التحتية عربياً



المصدر: (طلحة و إسماعيل، 2021)

3. استخدام الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية:

1.3. الصكوك وهيكلية التدفقات النقدية:

الصكوك هي وثائق (أوراق مالية) متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعةً في ملكية أصول، أو أعيان، أو منافع، أو خدمات، أو ديون، أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2003). تطرح هذه الأوراق للاكتتاب وفق شروط معينة، وتقوم العلاقة التعاقدية بين مصدر الورقة وحاملها على نوع الصك (سوق دبي المالي، 2018). تصدر الصكوك عادةً بأسماء مالكيها مقابل ما يقدمون من أموال لتنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق العائد لمدة تحدد في نشرة الإصدار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها. (قانون صكوك التمويل الإسلامي، 2012)

ولأغراض التحليل، يظهر الشكل (6) مراحل حياة الصك، ما يمكن من فهم التدفقات النقدية للصك. بعد دراسة جدوى المشروع الممول بالصكوك، يتم تحديد الهيكلية المناسبة للصك (مثلاً صكوك مرابحة، أو مضاربة، أو إجارة، أو صكوك هجينة...)، ثم يتم طرحها للاكتتاب، ولا تأخذ هذه الأداة المالية حكم الصك، إلا بعد أن يتم إقفال باب الاكتتاب بالكامل، ما يمكن من استخدام الأموال المكتتب فيها في الغرض الذي وُجدت من أجله الصكوك.

إلى إنفاق 300 مليون دولار في السنة الأولى من البناء، و3.4 مليار دولاراً في السنة الثانية، و100 مليون في السنة الثالثة والباقي في السنة الرابعة.

يُعرف هذا النمط من الإنفاق الرأسمالي باسم منحى S (S-Curve)، ومع ذلك ونظراً لديناميكية المشروع، يمكن أن يتغير المنحى لأي عوامل أو ظروف قد تطرأ خلال مرحلة الإنشاء.

ونظراً لاختلاف نمط التدفقات النقدية للصكوك التي لا تتوافق إطلافاً مع منحى الانفاق الرأسمالي (S-Curve)، يشكل هذا الجانب من مشاريع البنية التحتية الجديدة تحدياً فريداً لاستخدام الصكوك خلال مرحلة البناء (The World Bank & Islamic Development Bank, 2019) تتيح الصكوك إمكانية حشد الموارد المالية من خلال عملية اكتتاب في السوق. يتم جمع التمويل بالكامل في اليوم الأول من الاكتتاب لتحقيق الإغلاق المالي، بينما يتم تحرير الأموال على مدى فترة زمنية طويلة نسبياً خلال مدة حياة الصكوك. يؤدي هذا إلى عدم الكفاءة المالية حيث تبدأ الأموال التي يتم جمعها في مراكمة الأرباح على الفور، والذي يكون عبئاً مالياً إضافياً على المشروع.

هذا التحدي في موافقة هيكل الصكوك مع المشروع الممول، المعروفة باسم "تكلفة الترحيل" (cost of carry)، ليس مرتبطاً فقط بالصكوك، ولكنه شائع أيضاً في سندات المشروعات التقليدية، وهو يفسر سبب استخدام الصكوك وسندات المشاريع بشكل أقل في كثير من الأحيان لتمويل الشراكات بين القطاعين العام والخاص في البنية التحتية التأسيسية، ومع ذلك نظراً لإمكانية التركيب بين العقود واستخدام هياكل هجينة للصكوك، يمكن ابتكار هياكل مصممة خصيصاً لتمويل مشروعات البنية التحتية.

4. دراسات حالة لاستخدام الصكوك في تمويل مشروعات البنية التحتية:

تهيمن المملكة العربية السعودية وماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية عالمياً منذ سنوات. مع نهاية عام 2020، بلغت قيمة الصكوك التي لم يحن أجل استحقاقها بعد في ماليزيا أكثر من 281 مليار دولار أمريكي، وأكثر من 142 مليار دولار أمريكي بالمملكة العربية السعودية، وهما تمثلان مجتمعين أكثر من 65 بالمائة من حجم سوق الصكوك العالمية (International Islamic Financial Market, 2021). وبالرغم من أن هناك تجارب مميزة لاستخدام الصكوك في تمويل مشروعات البنية التحتية في العديد من الدول كالإمارات

ثانياً: بالرغم من الدور المهم والأساسي للبنوك في الاقتصاد، إلا أنها تحجم عن تمويل مشروعات البنية التحتية، ولذلك مبرراته. فمن جهة، تعتبر متطلبات الجهات الرقابية حيال رأس المال وطبيعة المشروعات الممولة عائقاً أمام تمويل مشروعات البنية التحتية من خلال البنوك التي تمول توظيفات قصيرة الأجل في الأغلب، ومن جهة أخرى، يحتاج التمويل الدخول في ترتيبات قد تكون مجهددة، على سبيل المثال الدخول في ترتيبات تمويل مُجمع بين مجموعة بنوك (Syndication)، ما يقلل الحوافز لديها.

أخيراً: نمو صناعة التمويل الإسلامي، وبشكل خاص أسواق رأس المال ومنها الصكوك، وما عرفته خلال السنوات القليلة الماضية من زخم، يجعل الاستفادة منها أمراً في غاية الأهمية، خاصةً مع ما تمتاز به الصكوك من مرونة وقدرة على تمويل مختلف أنواع المشروعات. تعتبر العوامل المذكورة أعلاه، بمثابة الدوافع العامة لاستخدام الصكوك. لكن ماذا عن الصك ذاته؟ ما الخصائص التي يمكن أن تجعله مؤهلاً لتمويل مشروعات البنية التحتية؟

في الحقيقة هناك مبررات كثيرة، فالصكوك (مثل الكثير من عقود التمويل الإسلامي) بطبيعتها تستند إلى أصول، وتعتبر البنية التحتية وهي في الغالب أصول مدمجة فئة مناسبة ليتم تمويلها باستخدام الصكوك. كذلك، تعتبر الصكوك أداة لتقاسم المخاطر من خلال مساهمة فئات متنوعة من الممولين (الأفراد والمستثمرين المؤسسيين) في تمويل مشروعات البنية التحتية بدلاً من تركيزها على البنوك مثلاً.

وبرغم التحديات التي قد ينطوي عليها تطبيق الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية، إلا أن الهياكل المرنة الممكنة التطبيق في إصدار الصكوك، تتيح فرص تمويل مراحل مختلفة من مشاريع البنية التحتية، بل تتيح أيضاً إمكانية حشد الأموال لتمويل رأس المال العامل والاحتياجات المالية الأخرى. ولأن فئات المستثمرين تختلف، يتيح استخدام الصكوك إدراج قاعدة مستثمرين جديدة من غير المستثمرين التقليديين.

3.3. تحديات استخدام الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية:

مشاريع البنية التحتية لها فترات طويلة من البناء/الإنشاء يمكن أن تستمر من سنة إلى أربع سنوات أو قد تمتد إلى 12 سنة (أو حتى أكثر للمشاريع الكبرى مثل مشاريع التعدين/الطاقة أو السدود المائية). وكما سبق عرضه، تحتاج هذه المشاريع إلى ضخ أموال في أوقات مختلفة طوال فترات بنائها. على سبيل المثال، قد يحتاج مشروع مدته 4 سنوات بقيمة 5 مليار دولار

العربية المتحدة، وقطر، وتركيا، إلا أننا سنتناول تجربتين من راآدي أسواق الصكوك العالمية: المملكة العربية السعودية وماليزيا.

1.4. صكوك المملكة العربية السعودية:

1.1.4. بيان طبيعة المشروع الممول:

في أبريل 2017، قامت وزارة المالية بالمملكة العربية السعودية (من خلال المركز الوطني لإدارة الدين) بإنشاء برنامج لإصدار صكوك هجينة (مضاربة/مربحة) بغرض تمويل مجموعة من مشروعات البنية التحتية، نتج عنه أحد أنجح إصدارات الصكوك، وأكبرها حجماً بقيمة 9 مليارات دولار أمريكي. كان طرح الصكوك ناجحاً لدرجة أن دفتر أوامر المستثمرين للصكوك تجاوز 33 مليار دولار أمريكي. كلفت الوزارة شركة لاثام آند واتكينز (Latham & Watkins) كجهة استشارية، كما عمل بنك سيتي جروب (Citigroup) وإتش.إس.بي.سي (HSBC) وجي.بي. مورجان (J.P. Morgan) كمنظمين (arrangers) ووسطاء في البرنامج، وعمل كل من بي إن بي باريا (BNP Paribas) ودويتشه بنك (Deutsche Bank) وأهلي كابيتال كوسطاء.

بناءً عليه، تأسست شركة الصكوك السعودية المحدودة (KSA Sukuk Limited) (شركة ذات غرض خاص كوسيط مالي لإصدار الصكوك والعمل كأمين استثمار لصالح حملة الصكوك (المستثمرين)).

2.1.4. وصف الصك وهيكل الإصدار:

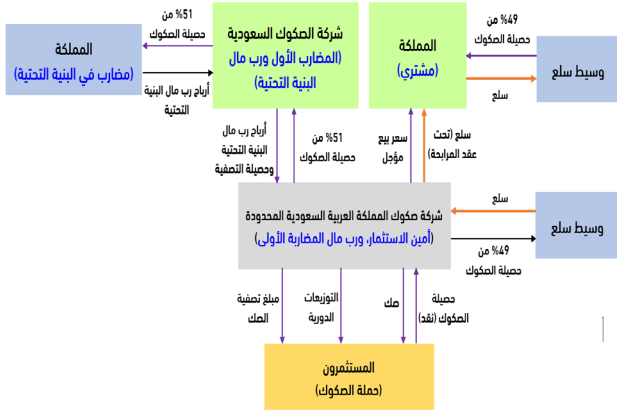
هيكل الصك	الجمع بين المضاربة والمربحة، بحيث لا يزيد إجمالي مبلغ المربحة المؤجل في أي وقت عن 85 في المائة من المبلغ المتبقي من القيمة الاسمية للصكوك.
استثمار المضاربة	يستثمر وكيل حملة الصكوك (بصفته رب المال) ما لا يقل عن ثلثي متحصلات إصدار الصكوك في استثمارات المضاربة، وذلك في أصول ومشاريع (مشاريع البنية التحتية وغيرها)، ويكون المصدر (الحكومة) مضارباً.
ربح المضاربة	اقتسام الربح يكون حسب الاتفاق، أما الخسارة فيتحملها رب المال، على أن يفصح المضارب بشكل دوري عن ربح (وخسارة) المضاربة.
عقد المربحة	يستخدم وكيل حملة الصكوك (أمين الاستثمار) ما لا يزيد عن ثلث متحصلات الصكوك في شراء سلع بواسطة وكيل شراء، ويبيعها مربحة للمصدر.
مبلغ المربحة	إذا كان أجل سداد دين المربحة قبل أجل انتهاء مدة الصكوك، فيمكن سداد دين المربحة والدخول في عقد المربحة آخر، على ألا يزيد إجمالي مبلغ المربحة المؤجل في أي وقت عن 85 في المائة من المتبقي من القيمة الاسمية للصكوك.

الربح الدوري	تستخدم المبالغ المحصلة من عوائد المضاربة والمربحة في توزيع الدوري للعوائد على المستثمرين (حملة الصكوك) وفق مؤشر معين، ويعاد استثمار الفائض بعد دفع مبلغ لتوزيع الدوري في كل فترة في أصول المضاربة لصالح حملة الصكوك.
التصفية	تستخدم المبالغ المتحصلة من المربحة والمضاربة لدفع حقوق حملة الصكوك، وفي حال وجود أية مبالغ فائضة فهي تعتبر مملوكة لحملة الصكوك، ولهم الحق في التنازل عنها أو عن بعضها للمضارب كحافز.

المصدر: (KSA Sukuk Limited - Prospectus, 2017).

يوضح الشكل (7) هيكل إصدار صكوك المملكة لتمويل البنية التحتية:

شكل 7. هيكل إصدار صكوك المضاربة-المربحة



المصدر: (LATHAM & WATKINS LLP, 2019)

3.1.4. معاملات وعقود هيكل الصكوك:

على نحو ما يوضحه الشكل (7)، يتكون هيكل صكوك المضاربة والمربحة من مجموع المعاملات التالية:

- إصدار الصكوك: في تاريخ إصدار الصكوك، دفع المستثمرون سعر الإصدار لشركة الصكوك السعودية المحدودة (KSA Sukuk Limited)، وهي شركة ذات أغراض خاصة تأسست لأغراض إصدار وإدارة الصكوك. أعلنت شركة الصكوك السعودية المحدودة عن توكيلها كأمين استثمار لصالح المستثمرين على عائدات إصدار الصكوك وبعض الحقوق الأخرى، وبصفتها الأمين (الوصي)، قامت بإصدار الصكوك للمستثمرين.

- عقد المربحة: استخدم أمين الاستثمار مبلغاً لا يزيد عن 49 بالمائة من حصيلة إصدار الصكوك لشراء سلع معينة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من خلال وسيط

الاستثمار (صاحب المال في المضاربة الأساسية) ما يمكنه من سداد التوزيعات الدورية للمستثمرين حملة الصكوك.

2.4. دراسة حالة صكوك (Kimanis) للحكومة الماليزية

1.2.4. وصف مشروع (KPSB)

مشروع (Kimanis) مشترك بنسبة 60:40 بين شركة بتروناس الماليزية (Petronas Gas)، وكيان مملوك للدولة هو (NRG Consortium (Sabah)). يتمثل النشاط الأساسي لمؤسسة (KPSB) في القيام بأعمال توليد الكهرباء وبيعها.

تخطط الشركة (KPSB) لتصميم وإنشاء وامتلاك وتشغيل وصيانة منشأة لتوليد الكهرباء بطاقة تبلغ 285 ميغاوات تقع في مدينة (Kimanis)، مقاطعة (Papar Sabah). في فبراير 2012، دخلت (KPSB) في اتفاقية شراء الطاقة مع (Sabah Electricity Sdn Bhd (SESB)) لمدة 256 شهراً (21.3 عاماً) من تاريخ التشغيل التجاري (Commercial Operation Date COD) الخاص بمجموعة التوليد الأولى. تم الاتفاق على هيكل محطة الطاقة كمنتج طاقة مستقل، يتم تطويره على أساس عقد البناء، والتشغيل، والتحويل (BOOT). بناءً على الاتفاقية، فإن لشركة الكهرباء (SESB) الحق (وليس الإلزام) في أن تمتلك المرافق في نهاية مدة اتفاقية شراء الطاقة (PPA).

سيتم نقل مرافق الربط البيني على الفور (SESB) عند الانتهاء من تشييد محطة توليد الكهرباء. تواريخ التشغيل التجاري لكل كتلة لتوليد الطاقة:

- قطاع التوليد الأول: 1 ديسمبر 2013
 - قطاع التوليد الثاني: 1 فبراير 2014
 - قطاع التوليد الثالث: 1 أبريل 2014
- بدأت عملية التشييد في أبريل 2011.

2.2.4. لماذا تم اختيار الصكوك لتمويل المشروع؟

بالنسبة للقائمين على المشروع، فقد تضافرت العديد من العوامل لجعل الصكوك الخيار الأفضل لتمويله. كانت الفترة التي بدأ فيها التخطيط للمشروع هي المرحلة الذهبية لنمو سوق الصكوك بماليزيا. على سبيل المثال، كانت سجلت الإصدارات الجديدة من الصكوك في ماليزيا عام 2012 رقماً غير مسبوق (اقترب من 150 مليار دولار)، وكسبت سوق الصكوك زخماً كبيراً، ليس فقط في ماليزيا، بل في الكثير من دول العالم (الدول العربية، بريطانيا، إندونيسيا...). وكانت الشركة مشروعاً مشتركاً تم تأسيسه بهدف تمويل مشروع محدد، وبعده دين ضئيل، ما جعل هياكل الصكوك (على اختلاف أنواعها) ملائمة للمشروع، كما تستفيد الصكوك من كون أحد الشركاء في

سلع. قام أمين الاستثمار بصفته بائعاً ببيع هذه السلع إلى وزارة المالية بصفقتها مشترياً، على أساس الدفع المؤجل وفقاً لمعاملة مرابحة أولية ومعاملة مرابحة لاحقة.

يكون سعر البيع الآجل بموجب معاملة المرابحة الأولية ومعاملة المرابحة اللاحقة مبلغاً مساوياً لمجموع:

- (1) المبلغ الإجمالي للصكوك،
- (2) مبالغ التوزيع الدورية التي يدفعها أمين الاستثمار على الصكوك.

في تاريخ التصفية، تصبح أسعار البيع الآجل المستحقة بموجب معاملة المرابحة الأولية، ومعاملة المرابحة اللاحقة مستحقة وواجبة السداد على الفور، مما سيسمح بسداد رأس مال المستثمرين (حملة الصكوك) وأية مبالغ توزيعات دورية قائمة.

- عقد المضاربة: في هذه المرحلة يتم:
- تقديم المبلغ الباقي من حصيلة الصكوك (وهو مبلغ لا يقل عن 51 بالمائة من حصيلة إصدار الصكوك) من قبل أمين الاستثمار بصفته صاحب المال إلى شركة الصكوك العربية السعودية المحلية (Saudi Arabian Sukuk Company)، وهي شركة ذات مسؤولية محدودة أسستها المملكة العربية السعودية، باعتبارها المضارب الأساسي.
- يستخدم المضارب الأساسي (Saudi Arabian Sukuk Company) مبلغ استثمار المضاربة (الأساسية) (بحسب عقد المضاربة الأساسي) في مضاربة أخرى (مضاربة ثانية) تديرها المملكة، بصفقتها مضارب بنية تحتية، وبموجبه تستثمر أموال المضاربة في مشاريع بنية تحتية تتولاها المملكة العربية السعودية (من خلال وزارة المالية).

- في كل تاريخ توزيع دوري و / أو تاريخ الحل (حسب الاقتضاء)، إذا كانت المبالغ المحصلة من سداد قيمة البيع الآجل لسلعة المرابحة غير كافية لدفع قيمة التوزيع (أو قيمة الحل) لصالح حملة الصكوك، يجب على المملكة (وزارة المالية)، بصفقتها مضارب (في المضاربة اللاحقة)، أن تدفع لشركة الصكوك العربية السعودية المحلية (Saudi Arabian Sukuk Company) بصفقتها صاحب المال (في المضاربة اللاحقة) مبالغ تسمح لها بأن تدفع (باعتبارها مضارباً بموجب عقد المضاربة الأساسية) لأمين

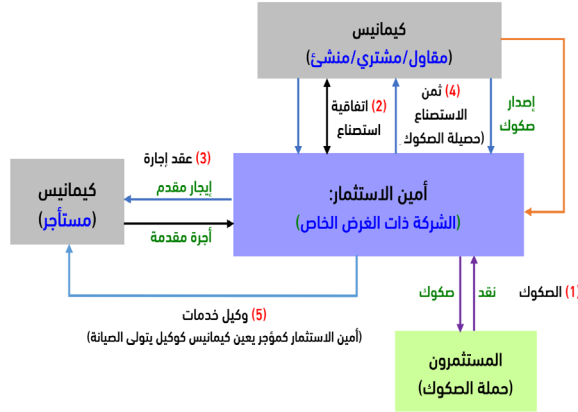
- اتفاقية توريد نواتج التقطير مع بتروناس داغانغان بيرهاد (PDB)،
- اتفاقية خطوط الأنابيب مع مقاول خطوط الأنابيب.
- في المرحلة الثانية من صفقة الصكوك، بعد تسليم المحطات وفقاً لاتفاقية الاستصناع، سيبدأ العمل باتفاقية الإجارة.

المشروع شركة النفط الماليزية (بتروناس) ذات التصنيف الائتماني المرتفع جداً (مصنفة A1 من طرف وكالة موديز) وقتها، ما يمكن من تسعير جيد للصكوك، ويوفر فرصة للوصول إلى مجموعة واسعة من المستثمرين المؤسسيين.

وصف الصكوك وهيكلتها:

يوضح الجدول (2) وصف الصك:

شكل 8. هيكل الصك الأول: في البداية وأثناء التشييد



المصدر: (Kimanis Sukuk, 2008).

(1) أمين الاستثمار:

نيابة عن حملة الصكوك لجميع سلاسل الصكوك، يرم أمين الاستثمار الاتفاقيات التالية: (1) عقد استصناع، (2) عقد إجارة، (3) عقد وكالة خدمات، (4) تعهد شراء.

(2) عقد الاستصناع:

- يقوم المقاول بتشديد وتسليم محطة توليد الكهرباء (الأصول) لحملة الصكوك مقابل سعر الاستصناع الذي يعادل إجمالي العائدات المحصلة من جميع سلاسل صكوك كيمانيس.
- يجوز للمقاول تعيين مقاول من الباطن لبناء وتسليم الأصل.
- يُحدّد سعر الاستصناع قبل إصدار المجموعة الأولى من الصكوك، ويُدفع على أقساط.
- يجب أن يكون سعر الاستصناع متوافقاً مع متطلبات تسعير الأصول المنصوص عليها في إرشادات الأوراق المالية الإسلامية الصادرة عن لجنة الأوراق المالية.

جدول 2. وصف صك كيمانيس

المصدر	شركة الطاقة (KPSB)
صك الإصدار	استصناع وإجارة
حجم الإصدار	1.16 مليار رينجت ماليزي
الأصل محل التصكيك	محطة توليد طاقة توربينية غازية - 285 ميغاوات
تصنيف المصدر	(AA) بحسب تصنيف الوكالة الماليزية للتصنيف
العائد	بين 4.25% و 5.5% (متوقع)

المصدر: الباحث استناداً إلى (Kimanis Sukuk, 2008)

هناك هيكلان أساسيان داخل الهيكل الكلي للصكوك. يستهدف الهيكل الأول بناء وترتيب العلاقات التعاقدية قبل إنشاء محطة الطاقة، أما الثاني فهو هيكل ما بعد البناء.

في المرحلة الأولى من صفقة الصكوك، أبرم أمين الاستثمار، نيابة عن حاملي الصكوك، ثلاث اتفاقيات مع كيمانيس وهي:

- **اتفاقية الاستصناع:** لاستكمال مولدات الكهرباء في الموعد المحدد سلفاً.
- **اتفاقية الإجارة:** إجارة موصوفة في الذمة تخوّل كيمانيس تشغيل المحطة بعد اكتمالها.
- **اتفاقية وكالة الخدمة:** يتم بموجبها تكليف شركة كيمانيس بمسؤولية اتخاذ ترتيبات الصيانة اللازمة ودفع التكاليف المتعلقة بالملكية نيابة عن حاملي الصكوك.

أبرمت كيمانيس الاتفاقيات التالية مع أطراف مختلفة:

- اتفاقية شراء الطاقة مع (SESB)،
- اتفاقية إجارة فرعي مع Yayasan Sabah
- عقد الهندسة والمشتريات والبناء (EPC) مع مقاول EPC؛
- اتفاقية توريد الغاز (OMA) مع المشغل.
- اتفاقية توريد الغاز (GSA) مع بتروناس،
- اتفاقية الخدمة التعاقدية (CSA) مع اتحاد جنرال إلكتريك،

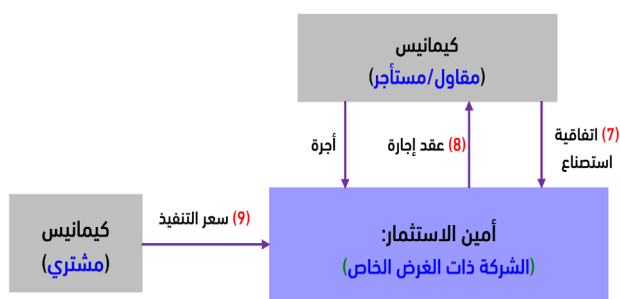
(3) عقد الإجارة

- يوافق أمين الاستثمار (بصفته "المؤجر") على الإيجار ويوافق المصدر (بصفته "المستأجر") على أخذ عقد إيجار الأصل على أساس نسبي غير مقسم. (إجارة موصوفة في الذمة، أي إيجار مؤجل).
- يمنح أمين الاستثمار المستأجر عقد إيجار آجل فيما يتعلق بالأصل الذي سيتم إكماله وتسليمه على أساس نسبي غير مقسم. يجب على المستأجر دفع إيجار مقدماً بمبلغ إيجار محدد مسبقاً ("الإيجار المسبق") في مثل هذه الأوقات وبالطريقة المنصوص عليها في اتفاقية الإجارة.
- يجب أن يكون الإيجار المسبق معادلاً لمبالغ التوزيع الدوري بما يتناسب مع حقوق الصكوك قبل الانتهاء من بناء الأصل.

(6) دفعات الشراء:

- يمنح المصدر (بصفته "المشتري") تعهد الشراء لأمين الاستثمار.
- يتعهد المشتري بشكل غير قابل للنقض بشراء الملكية النسبية غير المقسمة للأصل من أمين الاستثمار للشريحة ذات الصلة من الصكوك عند وقوع أحداث معينة؛
 - "أحداث الحل" (تصفية المشروع) (باستثناء حدث الحل بسبب حدث خسارة إجمالي) أو
 - استحقاق كل شريحة الصكوك، أيهما أسبق
- يتم الشراء بسعر التنفيذ، مع مراعاة استكمال الأصل وتسليمه إلى أمين الاستثمار (نيابة عن حملة الصكوك) بموجب اتفاقية الاستصناع.

شكل 9. هيكل صكوك II - بعد الانتهاء وعند الاستحقاق



المصدر: (Kimanis Sukuk, 2008)

(4) ثمن الاستصناع:

- يُصدر المصدر الصكوك التي تمثل مصالح حاملي الصكوك وحقوقهم واستحقاقاتهم بموجب أصول الأمانة، بما في ذلك الملكية غير المقسمة النسبية للأصل عند إتمامه وتسليمه.
- يتم استخدام عائدات الصكوك لدفع ثمن الاستصناع للمصدر (بصفته المقاول) بموجب اتفاقية الاستصناع.
- يتم دفع سعر الاستصناع وفقاً لإصدار المجموعة الأولى والمجموعة الثانية من الصكوك.

(5) اتفاقية وكالة خدمات:

- يجب على أمين الاستثمار (بصفته وكيلاً لحملة الصكوك) تعيين المصدر كوكيل خدمات طوال فترة الإيجار.
- يجب على وكيل الخدمة إجراء جميع الإصلاحات والاستبدال والأعمال والصيانة ودفع نفقات الملكية فيما يتعلق بالأصل ("نفقات الملكية") خلال فترة الإيجار.
- يتم إجراء مقاصة بين مصاريف الملكية، وسعر التنفيذ (الممارسة) الذي يدفعه المصدر بموجب تعهد الشراء عند انتهاء اتفاقية الإجارة.
- يكون وكيل الخدمة مسؤولاً عن شراء التكافل/التأمين الذي يوفر عائدات كافية لاسترداد الصكوك في إطار حدث خسارة كاملة.

(7) اتفاقية استصناع:

- عند الانتهاء من تشييد الأصول وتسليمها، يقوم المقاول بإخطار أمين الاستثمار بإكمال وتسليم الأصل.
- بعد ذلك، تكتمل اتفاقية الاستصناع وفقاً لشروطها.

(8) اتفاقية الإجارة:

- عند استكمال وتسليم الأصل حتى استحقاق عقد الإيجار (المقابل لتاريخ استحقاق آخر شريحة معلقة من الصكوك) ("فترة الإيجار")، يدفع المستأجر مبالغ الإيجار المحددة مسبقاً ("دفعات الإيجار").
- يجب أن تكون الإيجارات لكل شريحة معادلة لمبالغ التوزيع الدورية التي سيتم تحويلها إلى حملة الصكوك كتوزيعات دورية بما يتناسب مع حيازاتهم من الصكوك.

9) سعر التنفيذ:

نمطية لمشروعات البنية التحتية، وكانت معظم أنواع التمويل الخارجي المفضلة هي القروض المُجمعة والسندات. ومع ذلك، فإن التغير في ديناميكيات الأسواق والاقتصاديات، جعل من الصعب استمرارية الاعتماد على الأساليب التقليدية.

يتيح التمويل الإسلامي بعض الخيارات أمام واضعي السياسات في مجال البنية التحتية، ومن أهم الأدوات الممكنة الاستخدام في هذا الإطار إصدار الصكوك. نظرًا لطبيعتها المدعومة بالأصول والتي تعزز تقاسم المخاطر، تعد الصكوك بديلاً قابلاً للتطبيق لدعم خطط تمويل الاستثمار في البنية التحتية على نطاق واسع.

يمكن استخدام الصكوك في تمويل مشاريع البنية التحتية، بما في ذلك مشاريع الشراكة بين القطاعين العام والخاص، بفضل هيكلها المرنة التي تتيح اعتمادها وفقاً لمراحل مختلفة من مشاريع البنية التحتية.

باعتبارهما أكثر أسواق الصكوك تطوراً وأكبرها حجماً، تضم كل من المملكة العربية السعودية وماليزيا بعض الحالات الجيدة لصكوك البنية التحتية، ومع ذلك توجد تجارب أخرى جيدة في كل من الإمارات العربية المتحدة، وقطر، والبحرين، والسودان، وغيرها.

لن تؤدي زيادة مثل هذه الحالات إلى زيادة الوعي بالفرص الكامنة في أسواق الصكوك لتعبئة الأموال لمشاريع البنية التحتية فحسب، بل توفر أيضاً مساراً بديلاً لتمويل التنمية المستدامة في الأسواق الناشئة، والأسواق العربية على وجه الخصوص.

مع ذلك، يتطلب تطوير سوق صكوك البنية التحتية بعض المتطلبات الأساسية على الجانب التنظيمي والضريبي جنباً إلى جنب مع الترتيبات الخاصة بالتصنيف الائتماني للمصدرين، وتطوير أسواق المال والثانوية، وتطوير قاعدة المستثمرين المحليين والدوليين.

يُتوقع أن يسهم تطوير أدوات التمويل الإسلامي بالدول العربية، وتوجيه استخدامها لأغراض البنية التحتية، في تحقيق عدة أهداف من أهداف التنمية المستدامة منها القضاء على الفقر، والصحة الجيدة والرفاه، والعمل اللائق ونمو الاقتصاد.

- في تاريخ استحقاق كل شريحة من الصكوك أو عند الإعلان عن حدث حل، يجب على أمين الاستثمار الذي يتصرف نيابة عن حملة الصكوك الاحتجاج بتعهد الشراء الذي سيشتري بموجبه المشتري ملكية الأصل المكتمل من أمين الاستثمار، بسعر التنفيذ، من خلال الدخول في اتفاقية بيع.
- عند الاحتجاج بتعهد الشراء عند استحقاق شريحة الصكوك من خلال الدخول في اتفاقية بيع، يتم نقل الملكية في الأصل المكتمل الذي تتعلق به هذه الشريحة إلى المصدر حيث يكون المصدر مالاً مشاركاً للأصل مع حملة الصكوك

3.4. النتائج المتحققة، وهل يمكن تعميم التجربة؟

تظهر التجريبتان اللتان تم استعراضهما (من المملكة العربية السعودية، وماليزيا)، وتجارب في دول أخرى أن استخدام الصكوك لمشروعات البنية التحتية ممكن، بل هو أفضل من استخدام أدوات الدين (سواءً البنوك أو السندات). ومع أن هناك العديد من التجارب الأخرى، إلا أن التجريبتين تتميزان بحجمهما الكبير نسبياً، وأيضاً كونهما استخدمتا لتغطية كامل تكلفة مشروع البنية التحتية.

تظهر التجريبتان كذلك، أنه يصعب استخدام الصكوك (البسيطة) القائمة على عقد واحد لغرض تمويل هذا النوع من الأصول، بل يحتاج تطبيقها استخدام صكوك هجينة مكونة من أكثر من عقد، مثلاً: صكوك (مرابحة/مضاربة)، أو صكوك (استصناع/إجارة).

في حالة المملكة العربية السعودية، تم استخدام هيكل صكوك هجينة مكونة من عقدين متزامنين أحدهما عقد المرابحة والآخر عقد المضاربة، في حين تم استخدام نوعين من الصكوك بحسب آجال تصميم وتنفيذ المشروع في تجربة صكوك كيمايس بماليزيا، حيث تم استخدام صكوك استصناع في مرحلة التشييد، ثم صكوك إجارة عند التشغيل. توضح التجريبتان المرونة التي تتميز بها الصكوك، ما يمكن من تخصيصها وهيكلتها لتمويل مختلف أنواع مشروعات البنية التحتية.

5. خاتمة:

بالنظر إلى الاحتياجات المتزايدة للاستثمار في البنية التحتية في كل من الأسواق المتقدمة والناشئة، هناك حاجة كبيرة لآليات تمويل بديلة. عرفت العقود الثلاثة الماضية نمو أدوات تمويل

قائمة المصادر:

- Castalia Strategic Advisors. (2014). " *Barriers to Infrastructure Service Delivery in Sub-Saharan Africa and South Asia*". UK Department for International Development .
- First State Investment. (2018)". *Infrstructure as a Hedge to Inflation*". Retrieved from <https://www.firstsentierinvestors.com//emea/articles-uk-documentation/GLIS%20Infrastructure%20hedge%20to%20inflation.pdf>
- "Global Infrastructure Outlook." (2017). Oxford Economics.
- International Islamic Financial Market. (2021). "*IIFM Sukuk Report*." Bahrain.
- Khmel, V., & Zhao, S. (2016). "Arrangement of financing for highway infrastructure projects under the conditions of Public-Private Partnership." *IATSS Research*, 39(2), 138-145. doi:<https://doi.org/10.1016/j.iatssr.2015.05.002>
- Kimanis Sukuk. (2008). Kuala Lumpur. Retrieved from <https://fast.bnm.gov.my/fastweb/public/PublicInfoServlet.do?fileId=201200000055&fileName=Kimanis%20-%20Revised%20PTC%20%28clean%29.pdf&mode=DOWNLOAD&dITbl=m&module=Facility>
- KSA Sukuk Limited - Prospectus. (2017). Kingdom of Saudi Arabia.
- LATHAM & WATKINS LLP. (2019). *The Sukuk Handbook: A Guide To Strucruting Sukuk*.
- The World Bank, & Islamic Development Bank. (2019). "*Reference Guide: Islamic Finance For Infrastructure PPP Projects*." Washington DC: The World Bank.
- الوليد طلحة، و طارق إسماعيل. " (2021). *تمويل البنية التحتية في الدول العربية: التحديات والخيارات*. أبوظبي: صندوق النقد العربي.
- سوق دبي المالي. (2018). " *معايير سوق دبي المالي المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية: المعيار رقم 2 لإصدار وتملك وتداول الصكوك*." دبي: سوق دبي المالي.
- قانون رقم 30 لسنة 2012: قانون صكوك التمويل الإسلامي، الأردن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2003). "*المعيار الشرعي رقم 17: صكوك الاستثمار*."

- العدد الخامس والعشرون: "سياسات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في أعقاب جائحة كوفيد-19" (يناير 2022).
- العدد السادس والعشرون: "تحديات وخيارات السياسة المالية في الدول العربية في مرحلة ما بعد جائحة كوفيد-19" (فبراير 2022).
- العدد السابع والعشرون: "استخدام الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية بالدول العربية" (أبريل 2022).

للاطلاع على الإصدارات الأخرى من هذه السلسلة يمكن زيارة الموقع الإلكتروني لصندوق النقد العربي من خلال الرابط التالي:

www.amf.org.ae

- صدر من هذه السلسلة الأعداد التالية :
- العدد الأول: النهوض بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية من خلال زيادة فرص نفاذها إلى التمويل (مارس 2019).
- العدد الثاني: رقمنة المالية العامة (أبريل 2019).
- العدد الثالث: العدالة الضريبية (مايو 2019).
- العدد الرابع: أمن الفضاء السيبراني (يونيو 2019).
- العدد الخامس: المدن الذكية في الدول العربية: دروس مستوحاة من التجارب العالمية (يوليو 2019).
- العدد السادس: استقلالية البنوك المركزية (سبتمبر 2019).
- العدد السابع: الاندماج في سلاسل القيمة العالمية (أكتوبر 2019).
- العدد الثامن: الاستثمار المؤثر (نوفمبر 2019).
- العدد التاسع: العبء الضريبي (ديسمبر 2019).
- العدد العاشر: الشراكة بين القطاع الخاص والعام في الدول العربية (يناير 2020).
- العدد الحادي عشر: واقع وآفاق إصدار العملات الرقمية في الدول العربية (فبراير 2020).
- العدد الثاني عشر: حزم التحفيز المتبناة في مواجهة تداعيات فيروس كورونا المستجد (أبريل 2020).
- العدد الثالث عشر: تداعيات أزمة فيروس كورونا المستجد على قطاع الطيران وسياسات دعم التعافي في الدول العربية (مايو 2020).
- العدد الرابع عشر: مخاطر الدين العام في ظل أزمة فيروس كورونا المستجد (يونيو 2020).
- العدد الخامس عشر: تداعيات أزمة فيروس كورونا المستجد على قطاع السياحة في الدول العربية وسياسات دعم التعافي (يوليو 2020).
- العدد السادس عشر: حيز السياسات المتاحة لدعم التعافي الاقتصادي من جائحة فيروس كورونا المستجد في الدول العربية (سبتمبر 2020).
- العدد السابع عشر: الشمول المالي الرقمي (ديسمبر 2020).
- العدد الثامن عشر: دور الشمول المالي في تمكين المرأة (يناير 2021).
- العدد التاسع عشر: استخدام الاقتصاد السلوكي في دعم عملية صنع السياسات الاقتصادية: تجارب إقليمية ودولية (أبريل 2021).
- العدد العشرون: نحو عقد اجتماعي جديد في الدول العربية: دور المالية العامة (يونيو 2021).
- العدد الحادي والعشرون: تحديات وخيارات تمويل البنية التحتية في الدول العربية (أغسطس 2021).
- العدد الثاني والعشرون: "اقتصاديات جانب العرض، أثر لآفر، ومبدأ "الضريبة تقتل الضريبة": مدخل للإصلاحات الضريبية بالدول العربية (سبتمبر 2021).
- العدد الثالث والعشرون: "واقع وآفاق القطاع غير المصرفي في الدول العربية: قطاع التأمين" (أكتوبر 2021)
- العدد الرابع والعشرون: الموجة التضخمية العالمية: المسببات والآثار والانعكاسات على الاقتصادات العربية" (نوفمبر 2021).