



عدسة اقتصادية

العدد 23
23 أغسطس 2026

© 2026 المركز المصري للدراستات الاقتصادية (ECES). جميع الحقوق محفوظة.

لا يجوز إعادة إنتاج أي جزء من هذه الدراسة أو حفظها في نظام لاسترجاع المعلومات أو نقلها بأي شكل أو بأي وسيلة سواء كانت ميكانيكية أو إلكترونية أو من خلال النسخ أو التسجيل أو غير ذلك. دون إذن كتابي مسبق من المركز المصري للدراستات الاقتصادية.



الصكوك الضريبية: تمويل بلا دين، أم دين بلا اسم؟



لماذا هذا الموضوع الآن؟

في العاشر من أغسطس 2026 وافق رئيس الجمهورية على مقترح إصدار «صكوك ضريبية يتم تمويلها من جانب الممولين وتُخصم من التزاماتهم الضريبية المستقبلية، على أن يكون العائد عليها بسعر جيد ومناسب، وبما يساهم في خفض الاحتياجات التمويلية ومن ثم فاتورة خدمة الدين».¹

وفي طرحها على هذا النحو أكثر من موضع يستوقف.

أولها أنها طُرحت في إطار الدَّين، لا في إطار الضريبة. فالصياغة الرسمية نفسها تنتهي إلى خفض الاحتياجات التمويلية وفاتورة خدمة الدَّين، لا إلى غايةٍ ضريبيةٍ تنظيمية. وتلا الإعلان حديثٌ واسع عن الأداة بوصفها مخرجاً سريعاً من ضغط الدَّين.

ويزيد ذلك أهمية أن الدَّين نفسه كان في قلب نقاشٍ واسع في الأسابيع ذاتها. فجدول استحقاقات الدَّين الخارجي المنشور لدى البنك الدولي يُظهر أن على الاقتصاد المصري سداد نحو 62.8 مليار دولار أقساطاً وفوائد خلال اثني عشر شهراً تمتد من أبريل 2026 إلى مارس 2027، منها سبعة مليارات فوائد.² وردَّ وزير المالية بأن أكثر من ثلثي هذا المبلغ ودائعٌ لدولٍ عربية يوجد اتفاقٌ على تجديدها، وأن المستحق على أجهزة الموازنة بكافة جهاتها خلال عام 2026 يبلغ 9.5 مليارات دولار.³

وثانيها أن الفكرة ليست جديدة على التشريع الضريبي المصري. فقانون الضريبة على الدخل يتضمن منذ عام 2005 نصاً يجيز إصدار صكوك يكتب فيها الممولون، وتُستخدم قيمتها وعائدها في سداد ضرائب مستحقة أو مستقبليّة. فالجديد إذن هو التفعيل، لا الفكرة.

وثالثها أن هذا التفعيل جاء منفصلاً عن مساره التشريعي. فقانون الضريبة على الدخل نفسه كان قد صدر تعديلاً له نُشر في الجريدة الرسمية في الثامن والعشرين من يوليو 2026.⁴ ثم صدر قرارُ الصكوك بعده بثلاثة عشر يوماً -

¹ رئاسة جمهورية مصر العربية، بيان المتحدث الرسمي، 10 أغسطس 2026.

² قاعدة بيانات الدَّين الخارجي ربع السنوية (QEDS) المشتركة بين البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، الجدول 3: مدفوعات خدمة الدَّين على الدَّين الخارجي القائم في نهاية الفترة - الربع الأول من 2026.

³ تصريحات وزير المالية المنشورة في 15 أغسطس 2026.

⁴ القانون رقم 151 لسنة 2026 بتعديل بعض أحكام قانون الضريبة على الدخل الصادر بالقانون رقم 91 لسنة 2005، الجريدة الرسمية، العدد 30 مكرر (أ)، 28 يوليو 2026.

منفرداً، لا ضمن ذلك التعديل. وأن يُعَدَّل القانون ثم يُفَعَّل نصُّ فيه من خارج التعديل بعد أسبوعين، يستدعي السؤال عن أثر ذلك في وضوح القواعد ومعلومية الالتزام.

وهذه المواضع مجتمعة هي ما يستدعي الوقوف عند الأداة. وللمركز المصري للدراسات الاقتصادية فيها اهتمامٌ مستقر: فقد ظلَّ الأسلوب الرشيد في إدارة سياسات المالية العامة محورياً في أعماله وندواته، وانتهى في تقييمه لبرنامج الإصلاح الاقتصادي إلى أن الإصلاح المؤسسي هو الأساس الذي لا يُغني عنه إجراء⁵ كما كانت مسألة الدَّين وسبل الخروج منها موضوعاً متكرراً في إصداراته: من تحليل ملف خدمة الدَّين الخارجي، إلى قراءة الموقف الخارجي للاقتصاد، إلى بحث جدوى إعادة الهيكلة.⁶

ولهذا نقف عندها فيما يلي بثلاثة أسئلة: هل تستوفي مبادئ السياسة العامة السليمة؟ وماذا تقول تجارب الدول؟ وأخيراً، هل هذا هو الحلُّ لمشكلة الدَّين؟

إلى أي مدى تستوفي السياسة المقترحة للصكوك مبادئ السياسة العامة السليمة؟

نُقاس السياسة العامة السليمة بأربعة مبادئ: الكفاءة الاقتصادية، وحقوق الأجيال القادمة، والعدالة الاجتماعية، والقبول المجتمعي. وفي كلٍّ منها لا يزال مطروحاً أكثر من تساؤل.

○ **أما عن الكفاءة الاقتصادية**، فأول ما يُسأل عنه هو الأساس الذي قام عليه تقدير الحاجة. فقد استند تخفيف العبء الخارجي إلى أن الجزء الأكبر من المستحق ودائع يوجد اتفاقاً على تجديدها. والوديعة التي يُتَوَقَّع تجديدها لا تخرج من الاقتصاد ما دامت تُجَدَّد. غير أن التجديد قرارٌ بيد صاحب الوديعة لا بيد الدولة، ويتكرَّر عند كل أجل؛ فالاطمئنان إليه تَوَقَّع لا ضمانه. وأن يُبنى تقدير الاحتياج على تَوَقَّع، أمرٌ يختلف عن أن يُبنى على ضمانه.

والأداة في جوهرها بيعٌ مسبق لجزءٍ من حصيلة عامٍ قادم بسعرٍ يُحدَّد اليوم. وهي في ذلك أشبه بفلاحٍ يقبض ثمن محصوله قبل أن يزرعه، على أن يسلم عند الحصاد مقداراً متفقاً عليه سلفاً؛ فإن جاء الموسم وفيراً كان ما سلَّمه جزءاً يسيراً مما جناه، وإن جاء شحيحاً ذهب معظم الجني في الوفاء بما التزم. والخزانة تفعل بحصيلتها الشيء نفسه: تقبض اليوم مبلغاً، وتتعهد بأن تتخلَّى عند حلول الأجل عن مبلغٍ أكبر منه من ضرائبها. والفارق بين المبلغين هو ثمن التعجيل، وهو ثابتٌ لا يتغيَّر مهما جرى؛ أما الحصيلة التي سيُقتطع منها فليست ثابتة - تكبر إن نمت الأسعار والنشاط، وتتغرَّر إن لم ينمؤا. فإن نمت أسرع من ثمن التعجيل كانت الصفقة رابحةً للخزانة، وإن نمت أبطأ كانت خاسرة. وجدواها إذن لا تُعرف يوم الإصدار. ويبقى أن العائد، أيَّ كان مقداره، ذو وجهين بالضرورة: فهو ميزةٌ في يد المكتتب وبنءٍ تكلفةٍ في دفتر الخزانة - والرقم واحد.

○ **وأما عن المستقبل**، وهو مبدأ حقوق الأجيال القادمة، فلا يتغيَّر بهذه الأداة مقدارٌ ما يدفعه الممول، وإنما يتغيَّر من يُنفقه ومتى. والأصل أن يُترك للأجيال المستقبلية حقُّ أن تقرَّر بنفسها كيف تستخدم مالها - فذلك حقُّها هي، لا حقُّ من سبقها. ولا يقتصر أثر ذلك على أجيالٍ بعيدة، بل يظهر في موازنةٍ بعينها - تلك التي يحلُّ فيها أجل الصك؛ فحين تأتي تلك السنة تجد حصيلتها منصرفاً سلفاً والتزاماتها قائمةً في موعدها: أجورٌ وصحةٌ وتعليمٌ ودعمٌ.

ويزيد ذلك وجاهةً أن الظروف لا تثبت: فقد تتبدَّل الأوضاع الخارجية فتنشأ حاجةٌ لم تكن في الحسبان، والسياسات تتغيَّر تبعاً للظروف الاقتصادية - فتجد تلك الموازنة نفسها مطالبةً بما لم يكن متوقعاً، وقد أنفق

⁵ المركز المصري للدراسات الاقتصادية، «الأزمات الاقتصادية في مصر: المخرج وال حلول المتاحة - مصر بعد عام من بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي»، العدد الخامس، وندوة «كيف يتحقق الإصلاح الاقتصادي على أرض الواقع؟» بالتعاون مع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، 3 يوليو 2019.

⁶ المركز المصري للدراسات الاقتصادية، «رأي في أزمة»، العدد 9 «ملف خدمة الدَّين الخارجي المصري»، 9 أبريل 2020؛ والعدد 29 «الموقف الخارجي للاقتصاد المصري»، 18 يناير 2021؛ والعدد 31 «البحث عن الأرض في بحر بلا قاع»، 22 مارس 2021؛ وسلسلة «قضايا اقتصادية»: «هل حان الوقت للتفكير في إعادة هيكلة ديون مصر الخارجية؟»، يوليو 2023.

مالها قبل أن تصل إليه. فإذا أنفق قبل أن تأتي، فذلك ليس اقتراضاً من المستقبل، وإنما قرارٌ يُتخذ نيابةً عنه - وهو ما يجعله أقرب إلى المصادرة. وإن تكرر الإصدار عاماً بعد عام، تحول من إجراء استثنائي إلى رهن دائم على إيراد لم يُحصل بعد.

وأما عن العدالة الاجتماعية، فمدار السؤال فيها: مَنْ يملك أن يدخل؟ فالإكتتاب في أداة كهذه يقتضي ثلاثة شروط مجتمعة: فائض سيولة، واستقرار في المبيعات يسمح بحبسها، وقدرة على تحمّل كلفة تعطيلها. وهي شروط تتوافر لدى شريحة محدودة من كبار الممولين، ولا تتوافر لدى المنشآت الصغيرة والمتوسطة التي ترتبط سيولتها بدورة تشغيلها اليومية. فالعائد نفسه يصير امتيازاً: يبلغ مَنْ يملك الفائض، ولا يبلغ مَنْ لا يملكه. وصغر الفئة لا يغيّر من ذلك شيئاً: فالقيد ليس في حجم الصك، وإنما في القدرة على تعطيل المال أجلاً كاملاً.

ويلفت النظر أن المشرّع نفسه كان قد استبعد صراحةً، في فبراير 2025، المشروعات التي لا يتجاوز حجم أعمالها السنوي عشرين مليون جنيه من «نظام الخصم أو الدفعات المقدمة تحت حساب الضريبة» - ووضع هذا الاستبعاد في فصلٍ عنوانه «التيسيرات الضريبية»⁷. فأن تُطرح بعد ثمانية عشر شهراً أداة سداد مسبقاً مجبورة يقتصر نفعها على مَنْ يملك فائضاً، أمرٌ يقلب التيسير إلى ما يشبه العقوبة: أعفي الصغير من التعجيل، فحرم من العائد عليه، وبقي الامتياز لمن يقدر.

ويتصل بذلك أثر أقل وضوحاً: أن الشركات القادرة على الإكتتاب هي في الغالب الشركات ذات القدرة التسعيرية في أسواقها. فإن مؤل الإكتتاب بتمرير كلفة السيولة إلى الأسعار، انتهى عبء أداة اختيارية في ظاهرها إلى مستهلك لم يكتب ولم يُسأل.

وأما عن القبول المجتمعي، فمداره الوضوح والشفافية. فالقبول لا يُبنى بالإعلان، وإنما ببيان الأسباب، وتحديد مَنْ المستفيد وَمَنْ غير المستفيد، وكيف يُعوّض غير المستفيد. وحتى الآن أعلن المبدأ وترك التفاصيل، والتفصيل هنا هو ما يحدّد كل شيء. فلم يصدر بعد تنظيم مُلزم يحسم ما إذا كان العائد سيُربط بمرجع منشور أم يُترك لتقدير إداري، ولا يحدّد سقف الإصدار الكلي، ولا يجب - وهو الأخطر - عمّا يجري إن جاء إكتتاب الممول أعلى من التزامه الفعلي، ولا يبيّن أين تُقيّد الحصيلة: أفي باب الإيرادات الضريبية أم في باب مصادر التمويل؟

ولم تُحدّد كذلك المدة التي يصدر خلالها هذا التنظيم. وللغموض كلفة لا تنتظر التطبيق: فحين يُعلن المبدأ ويتأخّر تفصيله، تتصرّف المنشآت على أسوأ الاحتمالات وتُسعّر على أساسها، فيبدأ أثر الأداة قبل أن تبدأ هي. ويأتي القرار كذلك مع زيادات في أسعار خدمات أساسية، فتزداد أعباء المواطنين.

ماذا عن تجارب الدول؟

الصكوك الضريبية ليست من أدوات التمويل العام المستقرة، ولا لها تصنيف قياسي في الأطر المحاسبية المعتمدة. وأقرب ما جُرب منها يحمل علامة استفهام: إمّا أنه لم يستمر، وإمّا أنه رُفض من أصله.

وفي إيطاليا أقرّ مجلس النواب في مايو 2019 توصيةً تلزم الحكومة ببحث إصدار أوراق حكومية صغيرة القيمة تُقاصّ بها مستحقّات ضريبية. ولم تمض ثلاثة أيام حتى نفت وزارة الاقتصاد والمالية كتابةً وجود حاجة إلى إصدارات من هذا النوع، وحسم رئيس البنك المركزي الأوروبي المسألة بعبارة تلخص الإشكال كله: «إمّا أن تكون نقوداً فتكون غير مشروعة، وإمّا أن تكون ديناً فيرتفع رصيده... ولا أظن أن هناك احتمالاً ثالثاً». ولم تُصدّر الأداة قط.⁸

⁷ القانون رقم 6 لسنة 2025، الفصل الثالث «التيسيرات الضريبية»، الجريدة الرسمية، العدد 6 مكرر (و)، 12 فبراير 2025.
⁸ مجلس النواب الإيطالي، التوصية 1-00013، جلسة 28 مايو 2019؛ ووزارة الاقتصاد والمالية الإيطالية، بيان صحفي رقم 31، 106 مايو 2019؛ والبنك المركزي الأوروبي، نص المؤتمر الصحفي، 6 يونيو 2019.

- وفي بريطانيا شُغِّلَت أداة مماثلة اثنين وأربعين عاماً، لكن المشرّع أجاب عن سؤال التصنيف صراحةً: أصدرتها الخزانة بمقتضى سلطتها في الاقتراض، وأودعت حصيلتها في صندوق القروض الوطنية. ثم أُغلق باب الشراء الجديد فيها عام 2017.⁹
 - وهونج كونج أضبط التجارب: فالعائد يُراجَع دورياً ويُنشر، ويُحتسب على متوسط سعر الوديعة لأجل اثني عشر شهراً لدى بنوك الإصدار - أي أن للتسعير مرجعاً معلناً يقيس عليه الممول والمراقب على السواء. بل إن الفائدة، في الشهادات العادية، لا تُكتسب إلا إذا استُخدمت الشهادة فعلاً في سداد الضريبة.¹⁰
 - واليونان أدلّ التجارب على المقصود، لأنها تبلغ الهدف نفسه بغير أداة تُصدّر: دفعةً مقدمة إلزامية تُربط مع الإقرار ثم تُخصم، وخصمٌ على السداد المبكر. وفي الحاليتين لا تدفع الدولة شيئاً - تأخذ بالإلزام، أو تتنازل عن جزء مما لها؛ فلا تُصدّر ورقة، ولا يُنشأ التزام. بل إنها حين اشتدّ الضغط على سيولة الشركات عام 2020 فعلت عكس ما يُقترح: خفّضت ما تأخذه.¹¹
- والمشترك بين هذه التجارب أن الأداة، حيث وُجدت، ظلّت محدودة الأثر ولم يُعوّل عليها في معالجة عبء الدين.

هل هذا هو حلُّ مشكلة الدين؟

مشكلة الدين لا تبدأ عند جدول السداد، وإنما عند القرار الذي أنشأه. فالدين حيلة قرارات استثمارية وألويات إنفاق؛ فإذا لم يقابلها عائدٌ يكفي لخدمتها، تراكم العبء مهما أُعيد ترتيب مواعيده. ومن ثم فإن المعالجة تبدأ من مراجعة تلك القرارات، وقياس العائد على ما يُنفق - وهو ما ظلّ المركز يعرض له في أوراقه وندواته، إذ خلص إلى أن الإصلاح المؤسسي التدريجي يقتضي مراجعة حقيقية لأولويات الدولة، ومراجعة لبنود الإنفاق الحكومي¹²، ويدخل في ذلك كيفية اتخاذ القرار الاستثماري نفسه.

وهذه الأداة لا تقترب من قرار الإنفاق أو الاستثمار الذي أنشأ الدين، وإنما تعيد ترتيب توقيت إيرادات قائم دون أن تُنشئ إيراداتاً جديداً. وذلك هو التحذير الذي سبق للمركز أن نبّه إليه: أن يلجأ إلى «حلول موازية بصفة مستمرة لتفادي الضعف المؤسسي بدلاً من حله».¹³

وهنا يظهر الخطر الأبعد. فأداة توفّر سيولة عاجلة قد تُغري بالتوسّع في الالتزام بدل ضبطه، فتتحوّل من وسيلة تخفيف إلى باب إضافي للاستدانة: يصير المتأخّ اليوم أكبر، والحساب مؤجّلاً إلى موازنة قادمة. وحينئذٍ لا تكون الأداة قد عالجت المشكلة، وإنما وسّعت مجالها. ومراجعة القرار الذي أنشأ الالتزام هي وحدها سبيل الخروج من الدائرة المفرغة للدين والفقر.

⁹ قانون القروض الوطنية البريطاني لسنة 1968، المادة 12؛ وقانون المالية لسنة 1982، المادة 145؛ وإشعار إغلاق نظام شهادات الإيداع الضريبي الصادر عن إدارة الإيرادات والجمارك البريطانية (HMRC) في نوفمبر 2017.

¹⁰ إدارة الإيرادات الداخلية، هونج كونج - شهادات الاحتياطي الضريبي (Tax Reserve Certificates): قواعد احتساب العائد وشروط استحقاقه.

¹¹ المادتان 68 و71 من قانون ضريبة الدخل اليوناني 2013/4172؛ والمادة 18 من القانون 2020/4714 (الجريدة الرسمية اليونانية، العدد 148/أ، 31 يوليو 2020)؛ والمادة 119 من القانون 2021/4799.

¹² المركز المصري للدراسات الاقتصادية، «الأزمات الاقتصادية في مصر: المخرج والحلول المتاحة»، العدد الخامس. وللمركز في الإصلاح المؤسسي: «الإصلاح المؤسسي في مصر: السهل الممتنع»، ورقة العمل رقم 188، يوليو 2017؛ و«الجهاز الإداري للدولة في مصر: المفهوم، التحديات، ورؤية التطوير»، ورقة العمل رقم 205، سبتمبر 2019؛ وحلقة نقاش «جهود الإصلاح المؤسسي: الأهداف والإنجازات»، 17 مايو 2017؛ وندوة «تجارب دولية في مجال الإصلاح المؤسسي»، 24 يناير 2023.

¹³ المركز المصري للدراسات الاقتصادية، «الأزمات الاقتصادية في مصر: المخرج والحلول المتاحة»، العدد الخامس.