



جمهورية مصر العربية
معهد التخطيط القومي

تقييم فاعلية أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في ضوء سلامة المالية العامة للاقتصاد المصري

**Assessment of the Treasury Bills Effectiveness in Financing
the Public Budget Deficit of the State within the Frame of Public
Fiscal Sustainability for the Egyptian Economy**

رسالة مقدمة من

أسامة إبراهيم عيد مسلم

الباحث بقطاع مكتب الوزير - وزارة المالية المصرية

لنيل درجة الماجستير في التخطيط والتنمية

تحت إشراف

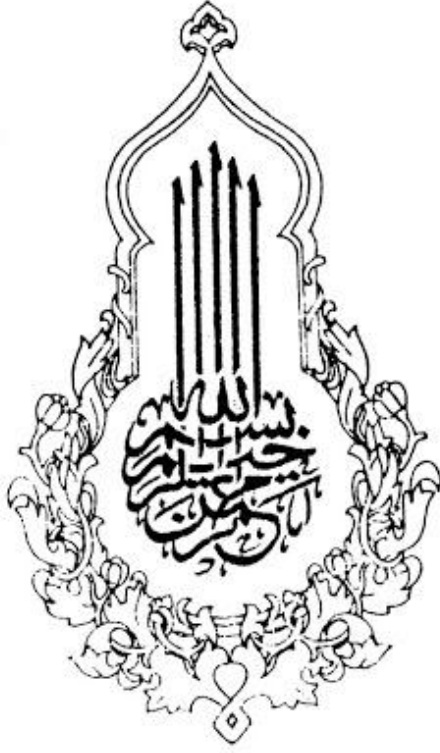
الأستاذ الدكتور/ حسين محمد صالح

الأستاذ بمركز العلاقات الاقتصادية الدولية
معهد التخطيط القومي

الدكتور/ عمر محمد البلديهي

المدرس بمركز السياسات الاقتصادية الكلية
معهد التخطيط القومي

٢٠١٧م



﴿ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ

الْحَكِيمُ ﴿

سورة البقرة الآية الكرمة رقم (٣٢)

﴿ شَهِدَ اللَّهُ أَنَّهُ لَا إِلَهَ إِلَّا هُوَ وَالْمَلَائِكَةُ وَأُولُو الْعِلْمِ قَائِمًا بِالْقِسْطِ

﴿ لَا إِلَهَ إِلَّا هُوَ الْعَزِيزُ الْحَكِيمُ ﴿

سورة آل عمران الآية الكرمة رقم (١٨)



معهد التخطيط القومي

إجازة رسالة الماجستير في التخطيط والتنمية

**تقييم فاعلية أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة
في ضوء سلامة المالية العامة للاقتصاد المصري**

**Assessment of the Treasury Bills Effectiveness
in Financing the Public Budget Deficit of the State within
the Frame of Public Fiscal Sustainability
for the Egyptian Economy**

الباحث

أسامة إبراهيم عيد مسلم

إجازة الرسالة من قبل لجنة المناقشة والحكم:

لجنة المناقشة والحكم

مشرفاً ورئيساً

حسين صالح

١- أ.د. حسين محمد محمد صالح

(أستاذ الاقتصاد بمركز العلاقات الاقتصادية الدولية - معهد التخطيط القومي)

محكماً وعضواً

سهر إبراهيم

٢- أ.د. سهر إبراهيم أبو العينين سلامة

(أستاذ الاقتصاد بمركز السياسات الاقتصادية الكلية - معهد التخطيط القومي)

محكماً وعضواً

سمية أحمد علي عبد المولى

٣- أ.د. سمية أحمد علي عبد المولى

(أستاذ الاقتصاد بقسم الاقتصاد والتجارة الخارجية - كلية التجارة وإدارة الأعمال
بجامعة حلوان)

أجيزت الرسالة بتاريخ: ١٩ أكتوبر ٢٠١٧

إِهْدَاء

لله الحمد كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه وله
الحمد والشكر على نعمه التي لا تعد ولا تحصى، وبعد ... أهدي
هذا العمل المتواضع إلى :

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله

إلى رقيقة الدرب ... زوجتي

إلى أبنائي ... مريم، أحمد

إلى إخوتي ... الأعزاء

إلى الأهل والأصدقاء

إلى كل من علمني

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي المتواضع

شكر وتقدير

(رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ)

(آية ١٩ سورة النمل)

إن الحمد والشكر لله رب العالمين الذي أهدانا من العلم والمعرفة لإنجاز هذا العمل وعرّفانا بالجميل تجاه كل من ساهم في إتمامه.

أتوجه بجزيل الشكر إلى الأستاذ الدكتور

حسين محمد صالح

على مساهمته العلمية الفاعلة

ودعمه الكبير في سبيل إخراج هذا العمل على نحو مُسَرَّف

كما أتوجه بالشكر إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد على إنجاز

هذه الرسالة، وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور **سيد عبد العزيز دحيه** رحمه

الله رحمة واسعة، وكل من الأستاذة الدكتورة **سهير إبراهيم أبو العينين**

والأستاذة الدكتورة **سمية أحمد عبد المولى** على تفضل سيادتهم بقبول الموافقة

على الاشتراك في لجنة مناقشة الرسالة والحكم عليها، وإثرائها بملاحظاتهم

القيمة، كما أتوجه بالشكر إلى الدكتور **عمر محمد البدويهي** على نصائحه الغالية.

وهو ما يعتبره الباحث شرفاً عظيماً له، فلهم مني جميعاً أسمى آيات التقدير

والعرفان بالجميل.

وأرسل رسالة شكر خاصة إلى السيد **وزير المالية** على تيسيره لنا

الالتحاق بهذه الدراسة وتذليله العقبات التي اعترضتنا في سبيل استكمالها.

مستخلص الدراسة

تتناول هذه الدراسة تقييماً لفاعلية أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في ضوء استدامة المالية العامة للاقتصاد المصري، وتتبع أهميتها من الأهمية الكبرى لقضية العجز بالموازنة العامة والتي يعاني منه الاقتصاد المصري لفترات طويلة وبشكل مزمن، وكذلك لماله من آثار اقتصادية واجتماعية على المجتمع، ومن ثم سعت هذه الدراسة نحو البحث عن بدائل وأدوات مكملة لتمويل ذلك العجز مع مراعاة أن تكون هذه البدائل قليلة الآثار السلبية ما أمكن ذلك.

وقد تم التركيز بالتحليل على أذون الخزانة ابتداء من العام المالي ٢٠٠٢/٢٠٠٣ وحتى الوقت الراهن، مع الإشارة إلى النتائج التي أسفر عنها تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال فترة التسعينيات بمشاركة كل من صندوق النقد والبنك الدوليين والذي شهد أول إصدار لأذون الخزانة المصرية في ٣ يناير ١٩٩١، وذلك نظراً لانحراف هذه الأداة الهدف من استخدامها كأداة لتمويل عجز الموازنة العامة إلى أداة ترتب عنها أعباء مالية تسببت في مزيد من العجز وتراكم للمديونية والدخول في حلقة مفرغة من الدين والعجز دون المحاولة الجادة نحو كسر هذه الحلقة، بالإضافة إلى ما يترتب عنها من آثار اقتصادية مختلفة غير مرغوب فيها.

تستخدم الدراسة المنهج الوصفي والتحليلي وفقاً لاحتياجات البحث. حيث الدراسة تعرض لماهية أذون الخزانة وأهميتها وأهدافها الاقتصادية بالإضافة إلى استعراض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع أذون الخزانة في محاولة لبيان تأثر وتأثير تلك الأذون على المتغيرات الاقتصادية الرئيسية. كما تم تحليل هيكل كل من الإيرادات والنفقات العامة وصولاً لتشخيص الأسباب الحقيقية للعجز بالموازنة وطبيعته، وذلك للتعرف على كيفية التعامل معه بالأسلوب الذي يتواءم وطبيعته للحد من تفاقمه، كما تم تناول تحليل تطور هيكل أذون الخزانة العامة بهدف الوقوف على طبيعة أذون الخزانة العامة المصرية، وإلى أي مدى تم الاعتماد عليها كأداة تمويلية، وكذلك مدى مناسبتها لتمويل العجز في الموازنة

العامة للدولة، وتوضح الدراسة أثر أذون الخزينة على أربعة متغيرات اقتصادية رئيسية (عجز الموازنة العامة، الدين العام المحلي، الادخار والاستثمار، التضخم).

وتناقش الدراسة مفهوم الاستدامة المالية وقياسه من خلال ثلاثة مؤشرات (الفائض/العجز الأولي، والفجوة الضريبية، وفجوة الإيرادات الكلية) بهدف التعرف على اتجاهات تلك المؤشرات عبر الزمن، وما إذا كانت السياسات المالية المتبعة تقتضى تصحيح مسارها لضبط أوضاع المالية العامة في المستقبل.

واستناداً إلى بعض التجارب الدولية الناجحة في مجال الصكوك المالية تقدم الدراسة إطاراً مقترحاً لتطبيق الصكوك المالية كآلية بديلة أو مكملة لسياسة أذون الخزينة في تمويل عجز الموازنة العامة المصرية بهدف التغلب على مشكلة الاعتماد على الاقتراض.

وتخلص الدراسة إلى عدد من النتائج التي تثبت أن أذون الخزينة كجزء من الدين العام غير قادرة على تحقيق الاستدامة المالية، وأن الصكوك المالية تُعد بديلاً مناسباً أو أداة تكميلية إلى جانب أذون الخزينة لتمويل العجز في الموازنة العامة.

الكلمات الدالة:

- أذون الخزينة.
- الاستدامة المالية.
- الصكوك المالية.

Abstract

This study tackles an assessment of the effectiveness of Treasury Bills (T-bills) in financing public budget deficit in the light of the Egyptian economy public Fiscal sustainability. The study takes its importance from the significance of the issue of public budget deficit from which the Egyptian economy chronically ails for long, and which has economic and social impacts on society. Therefore, the study attempts to seek alternatives or complementary tools to finance this deficit with less negative side effects as possible.

The study focuses on analyzing T-bills starting from the fiscal year 2002/2003 up till now, with reference to the results obtained through applying the Egyptian economic reform program during the 1990s in partnership with the International Monetary Fund (IMF) and the World Bank, which witnessed the primary issue of T-bills on 3rd January, 1991. This analysis is due to the deviation of this tool from its primary objective of financing the public budget deficit into a reason for more deficit and an endless circle of debt accumulation without any serious attempts to break this circle, in addition to what resulted from it of undesirable impacts.

The study utilizes both descriptive and analytical approaches according to research needs. The study presents the definition and description of T-bills, its importance, and economic objectives, in addition to reviewing related literature in an attempt to find out to what extent T-bills affect and are affected by primary economic alternatives. After analyzing the structure of public revenues and expenditure to reach a diagnosis of the real causes of deficit and its nature so as to identify the most appropriate way of dealing with its expansion, the study analyzes the dependency on T-bills to finance public deficit and measures to what extent the T-bills are considered

an appropriate tool to finance public deficit. Moreover, the study illustrates the impact of T-bills on four primary economic alternatives (public deficit, public domestic debt, saving and investment, and inflation).

The study also discusses the concept of fiscal sustainability measuring it through three indices (primary surplus/deficit, tax gap, overall revenues gap) so as to identify the direction of such indices and the need for future policy reform in this respect. In addition, it analyzes the extent of public domestic debt stability in Egypt.

Based on some success stories and best practices worldwide, the study introduces the application of financial Sukuk in detail as an alternative or a complementary tool for financing public deficit in addition to T-bills to overcome the growing dependency on borrowing.

Finally, the study comes out with a number of findings proving that T-bills are unable to achieve fiscal sustainability, and that financial Sukuk are considered an appropriate alternative or complementary tool besides T-bills to finance public deficit.

Keywords:

- Treasury Bills.
- Financial Sustainability.
- Financial Sukuk.

المحتويات



فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ - ح	● المقدمة
١	الفصل الأول : آلية أذون الخزانة العامة وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة
٤	- أولاً: أذون الخزانة وأهميتها الاقتصادية
١٠	- ثانياً: عجز الموازنة فى الفكر الاقتصادى
١٦	- ثالثاً: الدين العام فى الفكر الاقتصادى
٢٣	■ الفصل الثانى: الآثار الاقتصادية لسياسة أذون الخزانة على المتغيرات الاقتصادية الرئيسية فى الحالة المصرية
٢٤	المبحث الاول : تطور عجز الموازنة العامة للدولة
٢٤	- أولاً : الإيرادات العامة
٣٠	- ثانياً: النفقات العامة
٣٤	- ثالثاً: عجز الموازنة العامة
٤٥	المبحث الثانى : تطور هيكل أذون الخزانة العامة
٤٦	- أولاً: حجم أذون الخزانة من إصدارات الأوراق المالية الحكومية ...
٤٧	- ثانياً: حجم الإهلاكات والرصيد القائم من أذون الخزانة
٥١	- ثالثاً: آجال (مدد) إصدار أذون الخزانة العامة
٥٤	- رابعاً: أسعار الفائدة على أذون الخزانة
٥٩	- خامساً: التوزيع النسبى للجهات المشترية لأذون الخزانة
٦٢	المبحث الثالث : أثر أذون الخزانة على المتغيرات الاقتصادية الرئيسية
٦٢	- أولاً: أثر أذون الخزانة على عجز الموازنة العامة للدولة
٧٦	- ثانياً: أثر أذون الخزانة على الدين العام المحلى
٨٩	- ثالثاً: أثر أذون الخزانة على الادخار والاستثمار
١٠٥	- رابعاً: أثر أذون الخزانة على معدلات التضخم

الصفحة	الموضوع
١٢٣	▪ الفصل الثالث : تقييم سلامة المالية العامة للاقتصاد المصري (الاستدامة المالية)
١٢٤	المبحث الاول : المفهوم والادبيات الاقتصادية للاستدامة المالية
١٣٤	المبحث الثانى : تقييم الاستدامة المالية للاقتصاد المصري ومدى استقرار الدين العام المحلى
١٣٧	- أولاً: اختبار استقرارية الدين العام المحلى
١٤٣	- ثانياً: تقييم مؤشرات الاستدامة المالية للاقتصاد المصري
١٤٣	▪ مؤشر الفائض (العجز) الأولى
١٤٧	▪ مؤشر فجوة الضرائب
١٥٢	▪ مؤشر فجوة الإيرادات الكلية
١٥٧	▪ الفصل الرابع : إطار مقترح لتطبيق الصكوك المالية كألية بديلة أو مكمله لسياسة أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة العامة المصرية
١٦٠	المبحث الاول : الصكوك المالية الاسلامية
	(أهميتها الاقتصادية ودورها فى تمويل المشروعات التنموية)
١٨٥	المبحث الثانى : التجارب الدولية فى مجال الصكوك المالية لتمويل التنمية (التقييم والدروس المستفادة)
٢٠٧	المبحث الثالث: تصور تمويلي مقترح لسد الاحتياجات التمويلية للموازنة العامة للدولة (الصكوك المالية كألية بديلة أو مكمله لأذون الخزانة العامة)
٢٢١	▪ نتائج وتوصيات الدراسة
٢٣٥	▪ مراجع الدراسة
أ- ج	▪ الملخص باللغة العربية
A-C	▪ الملخص باللغة الإنجليزية (Summary)

فهرس الجداول والاشكال

أولاً: فهرس الجداول

الصفحة	بيان	رقم الجدول
٢٧	تطور أهم مكونات الإيرادات العامة	١
٢٩	تطور هيكل المتحصلات الضريبية	٢
٣٢	تطور ومؤشرات مكونات النفقات (المصروفات) العامة	٣
٣٧	تطور مؤشرات الموازنة العامة خلال فترة برنامج الإصلاح الاقتصادي	٤
٤١	تطور مؤشرات عجز الموازنة العامة للدولة منسوبا إلى الناتج المحلي الاجمالي	٥
٤٧	تطور إصدارات الاوراق المالية الحكومية (أذون - سندات)	٦
٤٩	تطور أحجام الإصدار والإهلاكات لأذون الخزانة العامة والرصيد القائم منها	٧
٥٣	آجال الأرصدة القائمة من أذون الخزانة العامة	٨
٥٦	تطور متوسط أسعار الفائدة على أذون الخزانة العامة	٩
٦٠	الأرصدة القائمة لأذون الخزانة وفقاً للجهات الحائزة لها	١٠
٦٨	مصادر تمويل عجز الموازنة العامة	١١
٧٠	تطور قيمة ومعدلات التجاوز في العجز الفعلي بين ارقام ربط الموازنة العامة والارقام الفعلية في الحسابات الختامية في مصر	١٢
٧٢	تطور الرصيد القائم والمستخدم من أذون الخزانة المصرية	١٣
٨٠	هيكل الدين العام المحلي	١٤
٨١	هيكل مكونات الدين المحلي الحكومي	١٥
٨٥	تطور العبء المالي للدين العام الداخلي	١٦
٩٦	تطور الودائع لدى البنوك	١٧
٩٧	الأرصدة القائمة من الأذون على الخزانة ونسبة اكتتاب البنوك ونسبتها إلى إجمالي أصول البنوك	١٨
١٠٢	تحليل فائض السيولة المحلية وتطور إصدارات أذون الخزانة	١٩
١١٢	أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد المصري	٢٠
١١٦	تطور معامل الاستقرار النقدي والفجوة التضخمية في مصر	٢١
١٣٦	مصفوفة تحليل التوجهات المالية والاستدامة المالية في مصر	٢٢
١٤١	نتائج اختبار التكامل المشترك الإيرادات والمصروفات العامة	٢٣
١٤٥	نتائج تطبيق مؤشر الفائض / العجز الأولى في الاقتصاد المصري	٢٤
١٥٠	نتائج تطبيق مؤشر فجوة الضرائب في الاقتصاد المصري	٢٥

الصفحة	بيان	رقم الجدول
١٥٤	نتائج تطبيق مؤشر فجوة الإيرادات الكلية في الاقتصاد المصري	٢٦
١٨٣	مراحل تطور الصكوك	٢٧
١٨٧	إصدارات الصكوك	٢٨
١٨٩	حجم إصدارات الصكوك في ماليزيا	٢٩
١٩٣	إصدارات الصكوك في الإمارات	٣٠
١٩٦	إصدارات الصكوك في السعودية	٣١
١٩٧	نماذج من إصدارات الصكوك في السعودية	٣٢
٢٠٤	تقييم بعض التجارب الدولية للصكوك في مجال توفير الاحتياجات الرسمية	٣٣
٢١٤	إطار تمويلي مقترح للموازنة العامة (ربط أدوات التمويل المقترحة بمجموعات وبنود الصرف بأبواب الموازنة)	٣٤