

قراءة في التجربة العربية في تمويل التنمية باستخدام السندات الخضراء خلال الفترة 2016 إلى 2020

A reading of the Arab experience in financing development using green bonds from 2016 to 2020

عيساوي سهام¹، زهواني رضا²، مرزوقي مرزوقي³

¹ المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة (الجزائر)، s.aissaoui@centre-univ-mila.dz

² جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي (الجزائر)، mzehouani@yahoo.fr

³ جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي (الجزائر)، merzougui.univ@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2021/05/05؛ تاريخ المراجعة: 2021/06/07؛ تاريخ النشر: 2021/06/30

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء نظرة عن السندات الخضراء في الدول العربية وذلك من خلال تحليل وتفسير البيانات التي تشمل الفترة 2016 – 2020، والتي تعد من أبرز الابتكارات المالية في مجال التمويل المستدام منذ أن تم إصدارها أول مرة سنة 2007، والتي يتم تنظيم إصدارها وتداولها بنفس طريقة السندات التقليدية ذات الدرجة الاستثمارية، إلا أن السند الأخضر يحتوي على بند "استخدام العائدات" الذي ينص على أنه يُستخدم في التمويل أو إعادة تمويل المشاريع الخضراء فقط، وقد وجدنا أن إصدار السندات الخضراء ضعيف في الدول العربية، وهذا يعود لعدة عوامل أهمها أن التمويل المستدام يسير فيها بوتيرة أبطأ ونقص الوعي بأهميته، هذا مع صعوبة نفاذ المستثمرين المحليين والدوليين إلى الأسواق المحلية العربية.

الكلمات المفتاح: سندات؛ خضراء؛ دول عربية؛ تنمية.

تصنيف JEL: O1؛ Q2؛ G1

Abstract: This study aims to take a look at green bonds in Arab countries by analyzing and interpreting data that include the period 2016-2020, which are among the most prominent financial innovations in the field of sustainable finance since they were first issued in 2007, and whose issuance and circulation are organized simultaneously. The method of traditional investment grade bonds, except that the green bond contains a clause "using the proceeds" which states that it is used in financing or refinancing green projects only. We have found that the issuance of green bonds is weak in Arab countries, and this is due to several factors, the most important of which is that financing The sustainable sector is running at a slower pace and the lack of awareness of its importance, with the difficulty of accessing local and international investors to the local Arab markets.

Keywords: Bonds ; Green ; Arab countries ; development.

Jel Classification Codes : O1; Q2; G1

I- تمهيد:

منذ الاتفاق المتعدد بين معظم دول العالم على اتخاذ إجراءات بشأن تغير المناخ في باريس في عام 2015، قدمت غالبية الدول مساهماتها المحددة وطنياً التي تحدد أنشطتها واستراتيجياتها لتحقيق أهداف اتفاقية باريس، ولتنفيذ الاستراتيجي لهذه المساهمات يجب توفر نظاماً مالياً عالمياً يلبي احتياجات الاستثمار طويلة الأجل للانتقال إلى اقتصاد مستدام بيئياً، ويتطلب هذا التحول تغييرات كبيرة عبر القطاعات الاقتصادية والصناعات على المدى القريب.

بالإضافة إلى تحديات مناخ الكوكب، يواجه العالم أيضاً فقدان التنوع البيولوجي، وندرة المياه، وتحمض المحيطات، والتلوث (الهواء والماء)، وإزالة الغابات، ومناطق أخرى نتيجة للتدهور البيئي، وتشير التقديرات إلى أنه بحلول عام 2030 سيحتاج العالم إلى استثمار ما يقرب من 90 تريليون دولار أمريكي في أصول البنية التحتية المستدامة في مجالات رئيسية مثل المباني والطاقة والنقل والمياه والنفايات لمواجهة ثلاثة تحديات مركزية تواجه المجتمع العالمي وهي إنعاش النمو، تحقيق أهداف التنمية المستدامة والحد من مخاطر المناخ بما يتماشى مع اتفاقية باريس، وهنا تكمن أهمية أسواق رأس المال لتلبية هذا الطلب على الاستثمار الجديد.

وكألية لتسهيل الانتقال إلى اقتصاد عالمي أقل تلويثاً وأقل كثافة في استخدام الموارد، يقدم التمويل الأخضر مساهمة مهمة في عدد من التحديات البيئية التي يواجهها العالم، والتي من خلالها يمكن أن يمنع أو يقلل من تأثير إخفاقات السوق في المستقبل ويعزز المرونة والاستقرار المالي.

ولقد ازدادت أهمية التمويل الأخضر من قبل المستهلكين والمستثمرين والحكومات، وتعد أدوات سوق رأس المال أساسية لتمويل أهداف التنمية المستدامة (SDGs) وسد الفجوة المالية المقدرة بـ 2.5 تريليون دولار أمريكي سنوياً. بينما تغطي أدوات سوق رأس المال نطاقاً واسعاً، بما في ذلك الديون (السندات والصكوك) والأسهم والصناديق (CITs) وما إلى ذلك، فإن أداة سوق رأس المال الخضراء الأكثر شيوعاً هي السندات الخضراء.

ولقد كان معدل نمو إصدار السندات الخضراء في حدود 3% سنوياً على مدى 2 إلى 3 سنوات الماضية، حيث يبلغ إجمالي الاستثمار العالمي حوالي 167 مليار دولار أمريكي، وبالمقارنة يبلغ إصدار السندات الخضراء في إفريقيا 0.18% من إجمالي رأس المال السوقي مقارنة بـ 0.4% في أمريكا الشمالية (الولايات المتحدة وكندا)، 1.9% في منطقة اليورو، 0.89% في الصين. ومن المفارقات أن المنطقة العربية هي واحدة من أكثر المناطق عرضة لتقلب المناخ وتغيره بسبب الضغوط الحالية المتعددة والقدرة على التكيف المنخفضة، كما تشمل الضغوط الحالية الفقر والصراعات السياسية في العديد من الدول وتدهور النظام البيئي، ومن المتوقع أن تكون الأضرار المرتبطة بالمناخ أعلى من مناطق أخرى في العالم، ولهذا تواجه الدول العربية متطلبات مالية كبيرة، ولذلك فإن الحاجة إلى أسواق رأس المال الخضراء أمر ملح وهذه الأسواق تقدم إمكانيات نمو عالية، يستلزم التطور الناجح لأسواق السندات الخضراء مراعاة عدة عوامل مختلفة، وعلى هذا الأساس يمكننا طرح الإشكالية الموالية:

ما هو دور السندات الخضراء في تمويل مشاريع التنمية في الدول العربية؟

II - الإطار النظري للسندات الخضراء:**1.II ماهية التمويل الأخضر**

شهدت السنوات الأخيرة اتفاقاً دولياً قوياً يتعلق بتحقيق التنمية المستدامة من خلال الإجراءات البيئية ومواءمة سياسة التمويل والاستثمار مع الأهداف البيئية، وتزايد معها الإجراءات الإقليمية والوطنية المتعلقة بعمليات التمويل -التمويل الأخضر- وذلك حفاظاً على البيئة وتخفيض الانبعاثات الملوثة لها، وقدرت وكالة الطاقة الدولية (IEA) أن الاستثمار في التقنيات منخفضة الكربون وكفاءة الطاقة

يحتاج إلى زيادة ستة أضعاف لتصل بحلول عام 2035 إلى 2.3 تريليون دولار أمريكي لتحقيق هدف المناخ (SSEI, 2017, p. 11)

لذلك تتمثل أحد العقبات الرئيسية في تحقيق أهداف التنمية المستدامة في إيجاد مصادر تمويل كافية، ويمكن تحديد تحديات تمويل التنمية المستدامة فيما يلي: (مخزومي، الشاهد، و دفرور، 2018، صفحة 175)

- العثور على الأموال الكافية للتنمية المستدامة، بما في ذلك إيجاد الأموال في الأسواق المالية أو من خلال الوسطاء الماليين؛
 - توجيه الأموال نحو تحقيق أهداف التنمية المستدامة، مما يعني أن هذه الأموال ستوجه إلى مشاريع محددة وفي بلدان محددة؛
 - تعظيم الآثار الإيجابية وتقليل الآثار السلبية، مما يعني خلق بيئة مواتية وإيجاد حماية للاستثمار عند المشاركة الضرورية للقطاع الخاص.
- وهنا تكمن عملية التمويل في جميع القطاعات، إذ تشهد أسواق رأس المال بالفعل فرصاً جديدة، فضلاً عن المخاطر الناشئة عن الاتفاقيات البيئية، كما تتمتع أسواق الأوراق المالية باعتبارها واجهة بين الأطراف الرئيسيين في سوق رأس المال بفرصة لعب دور مهم كميستين ومؤيدين للانتقال إلى اقتصاد أكثر اخضراراً بتمويل هذه المشاريع (SSEI, 2017, p. 11)
- وقبل التطرق لتعريف تمويل الأخضر يجب أن نعرف أولاً الاقتصاد الأخضر فقد ظهر هذا المفهوم على الساحة خلال السنوات القليلة الماضية، ونوقشت فكرة الاقتصاد الأخضر في سياق التنمية المستدامة وتقليل الفقر، وعرف الاقتصاد الأخضر وفقاً لبرنامج الأمم المتحدة بأنه: "ذلك الاقتصاد الذي يقلل من الإنبعاثات الكربونية ويزداد فيه كفاءة استخدام الموارد ويستوعب جميع الفئات العمرية". (الحسن، 2018، صفحة 263)

على الرغم من عدم وجود تعريف متفق عليه عالمياً للتمويل الأخضر أو المستدام، فقد تم تطوير تعريف العمل ومجموعة من المعايير في سياق النظام المالي العالمي، والمؤسسات والأسواق الخاصة إذ يشمل التمويل الأخضر استيعاب العوامل الخارجية البيئية وتعديل تصورات المخاطر لتشجيع الاستثمار المستدام بيئياً مع تبييط الاستثمار الضار بالبيئة، وهي تغطي مجموعة واسعة من المؤسسات المالية وفئات الأصول الخاصة والعامة، وتتضمن الإدارة الفعالة للمخاطر البيئية عبر النظام المالي.

كما عرف بأنه "تمويل الاستثمارات التي توفر منافع بيئية في سياق أوسع للتنمية المستدامة بيئياً". وتشمل أهم الفوائد في الحد من تلوث الهواء والماء والأرض؛ الحد من انبعاثات غازات الاحتباس الحراري (GHG)؛ تحسين كفاءة الطاقة فضلاً عن التخفيف من تغير المناخ والتكيف معه (SSEI, 2017, p. 12)

كما توجد عدت تعريف أخرى نذكر أهمها:

منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي OECD التمويل الأخضر هو التمويل من أجل "تحقيق النمو الاقتصادي مع الحد من التلوث وانبعاثات الغازات الدفيئة، والتقليل من النفايات وتحسين التبادل في استخدام الموارد الطبيعية".

بنك الشعب الصيني PBOC " تشير سياسة التمويل الأخضر إلى سلسلة من السياسات والترتيبات المؤسسية لجذب الاستثمارات الرأسمالية الخاصة إلى الصناعات الخضراء مثل حماية البيئة والحفاظ على الطاقة والطاقة النظيفة من خلال الخدمات المالية بما في ذلك الإقراض، صناديق الأسهم الخاصة، السندات، الأسهم والتأمين ".

ولقد حددت هيئة الخدمات المالية الإندونيسية OJK التمويل المستدام على أنه "دعم شامل من صناعة الخدمات المالية لتحقيق التنمية المستدامة الناجمة عن علاقة متناغمة بين المصالح الاقتصادية والاجتماعية والبيئية". (مخزومي، الشاهد، و دفرور، 2018، صفحة 176)

يُعرفه المعهد الألماني لسياسة التنمية (DIE) بأنه تمويل الاستثمارات الخضراء العامة والخاصة (بما في ذلك التكاليف التمهيدية والرأسمالية) في المجالات التالية:

- السلع والخدمات البيئية (مثل إدارة المياه أو حماية التنوع البيولوجي والمناظر الطبيعية)؛
 - منع وتقليل وتعويض الأضرار التي تلحق بالبيئة والمناخ (مثل كفاءة الطاقة أو السدود)؛
 - تمويل السياسات العامة (بما في ذلك التكاليف التشغيلية) التي تشجع على تنفيذ مشاريع ومبادرات التخفيف من الأضرار البيئية أو التكيف؛
 - مكونات النظام المالي التي تتعامل بشكل خاص مع الاستثمارات الخضراء، مثل صندوق المناخ الأخضر أو الأدوات المالية للاستثمارات الخضراء (مثل السندات الخضراء والصناديق الخضراء المهيكلة)، بما في ذلك شروط إطارها القانوني والاقتصادي والمؤسسي المحدد. (GGFC, Global Green Finance Index 1, March 2018, p. 3)
- وبذلك يشير التمويل الأخضر إلى أي أداة مالية أو نشاط خدماتي مالية - بما في ذلك التأمين والأسهم والسندات والسلع والمستقات وأدوات التحليل أو إدارة المخاطر - مما يؤدي إلى تغيير إيجابي للبيئة والمجتمع على المدى الطويل (الاستدامة). إذ أن أبسط معيار "الخضرة GREENNESS" لشركة أو مشروع هو أنه يساهم في تقليل انبعاث الغازات المسببة للاحتباس الحراري.
- وعلى مدى العقدين الماضيين، أدى ظهور أدوات مالية جديدة، مثل السندات الخضراء، والأسواق البيئية، مثل خدمات الكربون أو الغابات أو المياه، إلى جانب التطورات في التقنيات التحليلية، إلى زيادة الاهتمام بالتمويل الأخضر (GGFC, Global Green Finance Index 1, March 2018, p. 3).

II.2 أسواق رأس المال الخضراء

الأمين العام للأمم المتحدة أنطونيو غوتيريش: " تلعب البورصات دورًا محوريًا في الجمع بين المصدرين والمستثمرين، ويمكنها دفع تطوير حلول مستدامة قائمة على السوق. في هذا السياق، يمكن للبورصات أن تعمل أولاً كمنصات لنشر معلومات الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية ؛ ثانيًا تقدم كبنية تحتية للأصول المالية المستدامة؛ وثالثًا كبدايل للتمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة". التقرير المؤقت لفريق الخبراء رفيع المستوى التابع للمفوضية الأوروبية بشأن التمويل المستدام يوليو 2017. (SSEI, 2017, p. 11)

خطت أسواق دول العالم مؤخرًا خطوات هامة باتجاه تشجيع التحول نحو الاقتصاد الأخضر، ومما لا شك فيه بأن أسواق رأس المال تلعب دورًا هامًا في هذا المجال، حيث يمكن لهيئات الرقابة والأسواق المالية والمستثمرين والشركات وجميع الأطراف الأخرى أن يكون لها دور مؤثر باتجاه هذا التحول. (طريف، جليل، جانفي 2017، صفحة 3)

تعرف سوق رأس مال بأنها "وسيلة (تنفي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون، تتعامل هذه السوق في الأصول والأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دورا بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي، فضلا عن كونها آلية مهمة في تعبئة واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية" (عبساوي، 2017، صفحة 11). أما مصطلح الأخضر مع تعريف أسواق رأس المال تعرف بأنها: "سوقا طويلة الأجل يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية البيئية (الخضراء)، من أسهم وسندات خضراء بالإضافة إلى منتجات مالية مبتكرة، وتقوم الحكومات والمؤسسات العمومية والخاصة، والمؤسسات المالية الدولية، وبنوك التنمية وصناديق الثروات الوطنية وصناديق التقاعد والتأمينات، وصناديق المناخ بإصدار الأوراق المالية بغرض تمويل حماية البيئة ومواجهة التغيرات المناخية، وتمويل المشاريع الضخمة الصديقة للبيئة بالنسبة للحكومات، والتوسع في هذا النوع من المشاريع القائمة أو القيام باستثمارات خضراء جديدة بالنسبة للمؤسسات" (معقاش و العقون، 2018، صفحة 44).

مع الإشارة إلى تغير المناخ باعتباره أحد أهم الاتجاهات طويلة الأجل التي تشكل خطرًا على الاستثمارات من قبل المستثمرين المؤسسيين الكبار ومديري الأصول، فإن الأسواق رأس المال تدرك بشكل متزايد أهمية التمويل الأخضر، فمن خلال الترويج للمنتجات

الخضراء التي توجه التمويل نحو المشاريع والمبادرات المفيدة بيئيًا، يتم دعم تحول الأسواق المالية مع قدر أكبر من الشفافية والإفصاح، وبذلك تستفيد العديد من المؤسسات المالية بالفعل من هذه الفوائد والفرص.

فعلى سبيل المثال، تعد المراكز المالية في دبي، هونغ كونغ، لندن، لوكسمبورغ، باريس، سنغافورة، وستوكهولم مجرد أمثلة على أولئك الذين يعملون بالفعل ليصبحوا "مراكز تمويل خضراء" دولية أو إقليمية، بناءً على هذا الزخم اتفقت مجموعة من ممثلي المراكز المالية في عام 2017 على اتخاذ إجراءات إستراتيجية بشأن التمويل الأخضر والمستدام، وإطلاق شبكة دولية من المراكز المالية من أجل الاستدامة، وتستفيد أسواق الأوراق المالية أيضًا من الفرص التي يقدمها التمويل الأخضر، وتلعب أدوارًا رئيسية في تطوير المراكز الخضراء في أسواقها، ومع نمو الفرص المالية لمنتجات الاستثمار الأخضر يستمر الاستثمار الجديدة في الظهور ويتم سرد منتجات جديدة، فمثلا ثبت أن مؤشرات الأسهم الخضراء من بين المنتجات الخضراء الأخرى، وتتفوق في أداءها على معاييرها غير الخضراء، مما يؤدي إلى زيادة الطلب وتطوير منتجات خضراء جديدة. (SSEI, 2017, p. 13)

ومن خلال ما سبق نستطيع القول بأن التمويل الأخضر يقدم العديد من المزايا والفرص لأسواق الأوراق المالية، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- جذب المنتجات المالية والائتمانات العامة الجديدة ذات الطابع الأخضر؛
- تقوية الوضع التنافسي للبورصة من خلال العمل على التحول المستمر للسوق؛
- تلبية الطلبات المستمرة للمستثمرين على المنتجات والخدمات الخضراء؛
- تعزيز المستثمر في الاقتصاد والمجتمع كوجه أساسي للنظام المالي من خلال دعم الأهداف الوطنية والدولية بشأن العمل المناخي والتنمية المستدامة (SSEI, 2017, p. 13)

3.II السندات الخضراء

1.3.II مفهوم السندات الخضراء

يتم تعريف الأخضر من خلال كيفية استخدام عائدات الأموال التي يتم جمعها، ويرتبط نمو التمويل الأخضر ارتباطًا وثيقًا بالقدرة على تحديد وإدارة ومراقبة هذا الاستخدام، كما تساعد مبادئ السندات الخضراء الصادرة عن الرابطة الدولية لسوق رأس المال (ICMA) ومعايير السندات المناخية لمبادرة سندات المناخ (CBI)، ومن بين المبادرات الأخرى تعمل على تحديد ما إذا كان السند مؤهلاً على أنه سند أخضر أم لا، وقد ساعدت هذه في نمو سوق السندات الخضراء. (AMMC, 2019)

إذ تمثل السندات الخضراء إحدى الأدوات المالية الحديثة نسبيًا، حيث أصبحت تحظى باهتمام متزايد خلال السنوات الأخيرة، كونها توجه خصيصًا لمساندة مشروعات متصلة بالمناخ أو البيئة، وهذا الاستخدام المحدد للأموال التي تتم تعبئتها لمساندة تمويل مشروعات معينة هو الذي يميز السندات الخضراء عن السندات التقليدية، ولذلك فإنه فضلًا عن تقييم الخصائص المالية المعيارية (مثل أجل الاستحقاق وقيمة الأرباح والسعر والتصنيف الائتماني لمصدر السندات) يقوم المستثمرون أيضًا بتقييم الأهداف البيئية المحددة للمشروعات التي تهدف السندات إلى مساندتها (طريف، جليل، جانفي 2017، صفحة 4).

ويمكننا تعريف السندات الخضراء على أنها "أداة دين وظيفية مثل أي سند آخر، يقدم عائدا ثابتا وواعد باستخدام هذا التمويل لتمويل أو إعادة تمويل جزئيا أو كليا لمشاريع مستدامة جديدة أو موجودة فعلا، بحيث أن هذا السند قد يصدر عن مؤسسة مالية أو حكومية أو حتى شركة لجمع الأموال لفترة محددة، وعلى المصدر لهذا السند أن يضمن استثمار عائداتها في المشاريع الخضراء، مثل الطاقة المتجددة وكفاءة الطاقة، والمشاريع التي تؤدي إلى خفض انبعاثات الكربون وما إلى ذلك، ولقد تم إصدار أول سند أخضر من قبل بنك الاستثمار الأوروبي (EIB) في عام 2017". (حمدي و سلركة، 2020، صفحة 580)

تاريخياً تم إصدار أول سندات خضراء سنة 2008 من قبل البنك الدولي، وبدا ذلك عندما أرادت مجموعة من صناديق التقاعد السويدية الاستثمار في مشاريع المحافظة على المناخ في 2007، بعد ما نشرت الهيئة الحكومية الدولية تقريراً يربط بتغير المناخ وتأثيرها على الحياة البشرية، غير أنهم يجهلون كيفية العثور على هذه المشاريع، لذلك ناشدوا البنك الدولي للمساعدة، وكذا مركز أبحاث المناخ والبيئة الدولية - وهو مركز أبحاث متعدد التخصصات لأبحاث المناخ في أوسلو، وكان علماء CICERO خبراء رائدين في قضايا المناخ، وبعد المناقشات المشتركة لإيجاد الحل، جاء النجاح في نهاية المطاف في نوفمبر 2008، عندما أصدر البنك الدولي السندات الخضراء، ووضعت السندات مخططاً لسوق السندات الخضراء اليوم، وحددت معايير المشاريع المؤهلة للحصول على دعم السندات الخضراء، كما قامت بتجريب نموذج جديد للتعاون بين المستثمرين والبنوك ووكالات التنمية والعلماء، وفي النهاية شكلت الأساس لمبادئ السندات الخضراء التي نسقتها الرابطة الدولية لأسواق رأس المال ICMA وسلط الضوء على القيمة الاجتماعية التي يمكن أن تخلقها السندات والحاجة إلى زيادة التركيز على الشفافية (Theworldbank, March 2019)

II.3.2 أهمية السندات الخضراء

يصف خبراء متخصصون السندات الخضراء بأنها مثل غيرها من السندات تستثمر فيها مبلغاً من المال مقابل فوائد في صورة كوبونات، وفي نهاية الفترة تسترد أصل المبلغ، ولكن ما يميزها عن غيرها من السندات هو أنها تهدف إلى تمويل مشاريع بعينها تلك التي تدعم البيئة أو المتعلقة بتحسين المناخ، وبشكل أكثر تحديداً تستخدم السندات الخضراء في تمويل المشاريع التي تهدف إلى توفير الطاقة المتجددة، ومنع الحد من التلوث، وحماية النظم البيئية المائية والبرية، والمياه النظيفة، فضلاً عن أنها تمول زراعة التقنيات الصديقة للبيئة والتخفيف من آثار تغير المناخ.

ومن أبرز ميزات السندات الخضراء هي الحصول على حوافز ضريبية مثل الإعفاءات الضريبية، مما يجعلها استثماراً أكثر جاذبية مقارنة بالسندات الخاضعة للضريبة المماثلة، ويخفف زيادة الطلب عليها من تكاليف الاقتراض من جانب مصدري السندات، بالإضافة إلى أنه يسمح للمستثمرين بالمشاركة الإيجابية في خلق اقتصاد منخفض المخاطر البيئية، كما تمكن السندات الخضراء من التحوط الإستباقي ضد مخاطر المناخ المستقبلية من خلال تمويل أنشطة تدعم البيئة والمناخ، ومن أبرز منافعها أيضاً أنها تقدم رسائل إلى السوق والحكومات عن توجهات المجتمع الإيجابية والفعالة، نحو دعم الأعمال ذات المخاطر البيئية المنخفضة ورفض الأعمال ذات المخاطر البيئية المرتفعة. (الخليج أونلاين، 2020)

ويمكن تقسيم أهميتها بالنسبة للفوائد عديدة التي ذكرها المصدرون من بينها توسيع قاعدة المستثمرين كونهم المسؤولون عن البيئة والمجتمع، وتعزيز الدعاية الإيجابية والاهتمام الإعلامي الناتج عن إصدار السندات الخضراء.

أما بالنسبة للمستثمرين تعتبر السندات الخضراء وسيلة للاستثمار في الأنشطة المستدامة دون الحاجة إلى التضحية بالعائدات، كما تمكن السندات الخضراء المستثمرين من توجيه التمويل نحو أنشطة صديقة للبيئة مقارنة بالمخاطر والعائد على السندات التقليدية، وتحمل السندات الخضراء أيضاً عنصراً إضافياً من الشفافية لضمان استخدام التمويل في الأصول الصديقة للبيئة (CBI, 2018, p. 4)، والملحق رقم 01 يوضح أهم الفوائد السندات الخضراء.

كما تمكن السندات الخضراء من تنويع أنشطة المستثمرين وزيادة التعاون بينهم ورفع الوعي بأنشطة المصدر، والمساهمة في بناء سوق تساعد على تعبئة تمويل من القطاع الخاص لأغراض الأنشطة التي تتركز على المناخ وتكون صديقة للبيئة، ومن ثم فإن المستثمرين لبيدون استعداداً للتخلي عن العائد أو دفع تكلفة إضافية مقابل الجانب البيئي للسند وما يتصل به من تقارير، وبالرغم من ذلك يشير مراقبو هذه السوق حديثة النشأة إلى الطلب والتفضيل المتزايد للسندات الخضراء من جانب عدد متزايد من المستثمرين التقليديين، فضلاً عن ذلك

استطاع مستثمرو السندات الخضراء البيع بأسعار أعلى من السندات التقليدية بسبب ندرة السندات الخضراء. (طريف, جليل, جانفي 2017، صفحة 4)

III - الطريقة والأدوات :

للإجابة على الإشكالية المطروحة سنقوم بعرض المؤشر العالمي للتمويل الأخضر الذي صنف أهم المراكز المالية الجاذبة للأموال الخضراء، وكذا تطور إصدار السندات حول العالم من خلال تحليلها وتفسيرها ثم عرض التجارب العربية من حيث إصدار السندات الخضراء والتمويل بها.

III. 1 المؤشر العالمي للتمويل الأخضر GGFI

تم إنشاء المجلس العالمي للتمويل الأخضر GGFC في عام 2017 بهدف الجمع بين الاتحادات العالمية والإقليمية الرئيسية وأصحاب المصلحة الآخرين المشاركين في التمويل الأخضر، تضافرت جهود الصناعة لتنسيق الجهود لتعزيز التمويل الأخضر، وتسهيل التلاقي بين الأسواق في هذا المجال وفئات الأصول أيضا، كما تهدف GGFC إلى تغطية مجموعة متنوعة من المنتجات بما في ذلك السندات والقروض والديون الخاصة والأسهم والأوراق المالية المستردة الأصول والأسواق المختلطة.

تأسست GGFC من قبل الرابطة العالمية للأسواق المالية GFMA، والرابطة الدولية لسوق رأس المال (ICMA)، واتحاد المصارف الأوروبي (EBF)، مجلس السندات المغطاة الأوروبي (EMF-ECBC)، ومعهد التمويل الدولي (IIF) وجمعية سوق القروض (LMA) والاتحاد العالمي للبورصات، وتشارك منظمات أخرى بصفة مراقب، بما في ذلك CERES والمائدة المالية الأوروبية المستديرة (EFR). (GGFC, The Global Green Finance Council (GGFC), 2021).

يمثل GGFI لقياس جودة وعمق المنتجات المالية الخضراء عبر المراكز المالية العالمية تحديًا كبيرًا، فقد تم الاعتراف بذلك من قبل الأمم المتحدة والهيئات الدولية الأخرى، كما توجد العديد من المبادرات حول الاستدامة والحفاظة على المناخ، ويعد GGFI مكملًا لهذه المبادرات، حيث يسعى إلى استخدام تقنيات إحصائية متقدمة لسد الفجوات في البيانات الحالية من خلال الجمع بين العوامل الكمية وتصورات المتخصصين في الخدمات المالية وغيرهم من الخبراء.

ويتم جمع ومسح البيانات الخاصة بـ GGFI على أساس مستمر ونشر التحديثات مرتين في السنة، وهو بذلك يعتبر المؤشر حساسًا للتغيرات في الوقت الفعلي في بيئة السياسة الدولية والتطورات في أسواق الخدمات المالية (GGFC, Global Green Finance Index 1, March 2018, p. 5). وأول مؤشر كان في مارس 2018 وآخرها المؤشر 06 كان في أكتوبر 2020 والملحق رقم (02) يوضح هذه المؤشرات

من خلال الملحق الثاني والذي يمثل تطور المؤشر العالمي للتمويل الأخضر منذ إنشائه وهي ستة مؤشرات والتي تقوم بترتيب المراكز العالمية من حيث معايير الجودة والعمق للتمويل الأخضر، فقد اعتمد هذا المؤشر على دراسة استقصائية عالمية لآراء المتخصصين الماليين حول جودة وعمق عروض التمويل الأخضر عبر 108 مراكز مالية دولية، غير أنه قد أخذنا في هذه الدراسة من خلال هذا الجدول المراكز العشرة الأولى فقط.

المؤشر الأول GGFI₁ فقد تمت الدراسة على 108 مركز مالي غير أنه تم إدراج في هذا المؤشر 47 مركزا ماليا فقط وهي تلك المراكز التي تلقت على نسبة كبيرة من مجموع التقييمات (GGFC, Global Green Finance Index 1, March 2018, p. 2)، ولقد احتلت لندن الصدارة من حيث الجودة والعمق في هذا المؤشر.

أما بالنسبة للمؤشر الثاني GGFI₂ فقد تم البحث في 110 مركزًا ماليًا وغير أنه يوجد 59 مركزًا في المؤشر الثاني وبذلك ارتفع عن GGFI₁ (GGFC, Global Green Finance Index 2, September 2018, p. 3)، واحتلت أمستردام

وكوبنهاجن المرتبة الأولى في مؤشر العمق، مع تراجع لندن إلى المركز الثالث، كما احتفظت لندن بمكانتها في القمة من حيث الجودة مع احتلال باريس للمركز الثاني.

أما المؤشر الثالث GGFI₃ فقد كانت الدراسة الاستقصائية العالمية لتقييم المتخصصين الماليين حول جودة وعمق عروض التمويل الأخضر كانت عبر 110 مركزًا ماليًا دوليًا إلا أنه الـ 63 مركزًا ماليًا فقط التي تلقت ما لا يقل عن 18 تقييمًا من المشاركين في الاستطلاع (GGFC, Global Green Finance Index 3, March 2019, p. 4)، ومن الملحق رقم 01 فقد احتفظت أمستردام بمكانتها الرائدة في مؤشر العمق، كما نلاحظ صعود زيورخ سبع مراتب لتحتل المرتبة الثانية مع كوبنهاجن، وتراجعت كل من لوكسمبورغ ولندن وباريس بشكل طفيف غير أنها بقيت في السبعة الأوائل على مستوى العالم، واحتفظت لندن وباريس بمركزهما الأول والثاني في مؤشر الجودة، مع أمستردام الثالثة وهامبورغ بأربعة مراكز لتحتل المركز الرابع، كما هبطت كوبنهاجن أربعة مراكز في مؤشر الجودة من المركز الثالث إلى السابع.

كما أنه تم إجراء أبحاث على 114 مركزًا ماليًا لـ GGFI₄، ومنها 64 مركزًا موجودًا الآن في هذا المؤشر (GGFC, Global Green Finance Index 4, September 2019, p. 3)، وفي هذا المؤشر احتفظت أمستردام بمكانتها الرائدة في مؤشر العمق، واستعادت لوكسمبورغ المكانة التي خسرتها في GGFI₃ لتحتل المركز الثاني، واحتفظت لندن بمكانتها الأولى في مؤشر الجودة، وإن كان ذلك بهامش أصغر من ذي قبل، حيث تجاوزت أمستردام باريس لتحتل المرتبة الثانية، بروكسل تزيح جنيف لتنتقل إلى المراكز العشرة الأولى.

أما المؤشر الخامس GGFI₅ فقد تم إجراء أبحاث على 120 مركزًا ماليًا ومنها 67 مركزًا مدرجًا في هذا المؤشر (GGFC, Global Green Finance Index 5, March 2020, p. 4)، نلاحظ في الملحق رقم 01 أن أمستردام احتلت المركز الأول وبذلك احتفظت بمكانتها الرائدة في مؤشر العمق، مع بقاء لوكسمبورغ في المركز الثاني، كما احتفظت لندن بمكانتها الأولى في مؤشر الجودة، وإن كان ذلك بهامش أصغر من ذي قبل، حيث تأخرت أمستردام في التصنيف بـ 6 نقاط فقط.

ونشر الإصدار السادس من مؤشر التمويل الأخضر العالمي GGFI₆ في 27 أكتوبر 2020، ويقدم GGFI₆ تقييمات لعمق وجودة عروض التمويل الأخضر لـ 74 مركزًا ماليًا رئيسيًا حول العالم، إذ تم إجراء أبحاث على 120 مركزًا ماليًا لـ GGFI₆، منها 74 مركزًا مدرجًا الآن في المؤشر (GGFC, Global Green Finance Index 6, October 2020, p. 2) إذ احتفظت أمستردام بمكانتها الرائدة في مؤشر العمق، وصعدت زيورخ إلى المرتبة الثانية، أما في مؤشر الجودة، تم عكس هذه المواقف، حيث احتلت زيورخ المركز الثاني وأمستردام، كانت سان فرانسيسكو المركز الثالث خارج أوروبا الغربية، حيث احتلت المرتبة السابعة من حيث العمق والعاشر للجودة.

كما تم إصدار مؤخرًا المؤشر السابع من مؤشر التمويل الأخضر العالمي GGFI₇ في 29 أبريل 2021، ويقدم هذا الإصدار تقييمات لعمق وجودة عروض التمويل الأخضر لـ 78 مركزًا ماليًا رئيسيًا حول العالم، كما ذكر هذا المؤشر بارتفاع الثقة في تطوير التمويل الأخضر في جميع المناطق، وارتفعت تصنيفات التمويل الأخضر في جميع المراكز تقريبًا من حيث العمق والجودة غير أنه في هذا الإصدار تم دمج التصنيفين وهما من حيث الجودة والعمق في كمؤشر واحد. وتم إجراء أبحاث على 128 مركزًا ماليًا لـ GGFI₇، منها 78 مركزًا مدرجًا الآن في المؤشر مع إضافة بوسان ونور سلطان وألماني والبحرين (GGFI, April 2021). ومن خلال التقرير الذي اصدر نلاحظ بأن أمستردام احتلت المركز الأول في GGFI₇، متخطية زيورخ بفارق ضئيل، أما لندن في المركز الثالث، وصعدت سان فرانسيسكو في الترتيب أربعة مراكز في المراكز العشرة الأولى، مع دخول لوس أنجلوس المراكز العشرة الأولى للمرة الأولى. فعلى الرغم من أن

أوروبا الغربية لا تزال تهيمن على المراكز العشرة الأولى في المؤشر، إلا أنها قد تتراجع إذ تواجه منافسة شديدة مع كل من أمريكا الشمالية ومنطقة آسيا / المحيط الهادئ.

III. 2 تطور سوق السندات الخضراء العالمية

شهدت سوق السندات الخضراء نموًا كبيرًا خلال هذه السنوات نتيجة للأهمية التي توليها هذه الأدوات، والملحق رقم 03 يوضح ذلك. فمن خلال الملحق رقم 03 يوضح تطور كبير في إصدار السندات الخضراء فهي في تزايد كبير خاصة بداية من سنة 2016 إذ وصلت نسبة الارتفاع إلى أكثر من 108% وصل إلى 87.2 مليار دولار، أما الإصدار السنوي لعام 2017 فقد بلغ الرقم الجديد في 31 ديسمبر إلى 155.5 مليار دولار أمريكي، مرتفعًا بنسبة 78% عن قيمتها لعام 2016، كما بلغ إصدار السندات الخضراء العالمية والقروض الخضراء 257.7 مليار دولار أمريكي في عام 2019، وارتفع إجمالي الإصدارات بنسبة 51% عن قيمتها سنة 2018 البالغ 170.6 مليار دولار أمريكي، كما بلغ إجمالي الإصدار التراكمي نهاية 2019 إلى 754 مليار دولار أمريكي (منذ أول إصدار عام 2007).

وتشير البيانات الموضحة في الملحق رقم (04) إلى أن أكبر سوق دولي للسندات الخضراء في من 2012 إلى 2019 كان الاتحاد الأوروبي، والتي تمثل ما نسبته 45% من الإصدارات العالمية سنة 2019، تلتها أسواق آسيا والمحيط الهادئ وأمريكا الشمالية بنسبة 25% و 23% على التوالي، وقد ارتفع المبلغ الإجمالي للسندات الخضراء الصادرة في أوروبا بنسبة 74% عن عام 2018 (أو 49.5 مليار دولار أمريكي)، لتصل إلى إجمالي 116.7 مليار دولار أمريكي.

III. 3 السندات الخضراء في الدول العربية

على الرغم من زيادة الوعي بأهمية الاستدامة وتغير المناخ وتأثيرهما على الاقتصاد، لا يزال يُنظر إلى هذه القضايا على أنها هامشية وليست مركزية في التفويض الأساسي لصانعي السياسات في معظم البلدان حول العالم، وتعتبر المنطقة العربية شديدة التأثر بتغير المناخ، لذلك تواجه الدول العربية احتياجات ملحة للتخفيف والتكيف تتعلق بندرة المياه، وارتفاع مستوى سطح البحر، والجفاف وتدهور الأراضي والتصحر، ومن المتوقع أن يكون لتغير المناخ تداعيات خطيرة على الأمن الغذائي والطاقة والمياه في المنطقة من خلال تأثيره السلبي على عدد من القطاعات الحيوية بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر المياه وصحة السواحل والسياحة والزراعة، ولا يزال معظم سكان المنطقة ضعفاء يعيشون في المناطق الريفية ويعتمدون في معيشتهم على الزراعة، وهذا ما يزيد من تحديات التنمية المستمرة في البلدان العربية ويفرض ضغوطًا مالية إضافية على ميزانياتها المقيدة أصلاً، والسندات الخضراء واحدة من أهم أدوات التمويل المستدام وتوفر مبالغ جديرة لتمويل المشاريع الخضراء لذلك تكتسي أهمية كبيرة (UNEP FI, October 2020, p. 5)، غير أنه توجد ثلاث دول فقط من الدول العربية التي اتجهت إليها في عمليات التمويل الأخضر، وهي الإمارات العربية المتحدة والمغرب ومصر.

III. 1.3 المغرب:

لقد حاولنا الموازنة بين أمان السوق - قواعد حماية المستثمرين ومنع الغسل الأخضر - وفي نفس الوقت السماح ببعض المرونة للمصدرين الدخول إلى السوق" - السيد ياسر المنصف، رئيس تمويل الشركات، الهيئة المغربية لسوق المال (AMMC).

بدأت رحلة السندات الخضراء في عام 2016، بمناسبة الدورة الثانية والعشرين لمؤتمر الأمم المتحدة لتغير المناخ الذي نظم في المغرب. وتم تنفيذ العديد من المبادرات كجزء من الدورة الثانية والعشرين لمؤتمر، بما في ذلك تعهد مراكش، وهو التزام من جانب منظمي أسواق رأس المال الأفريقيين لتعزيز أسواق رأس المال الخضراء في أفريقيا (CBI, 2018, p. 29)، وبذلك نشرت الهيئة المغربية لأسواق رأس المال (AMMC (Autorité Marocaine du Marché des Capitaux)، بالشراكة مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، مبادئها التوجيهية الأولى في عام 2016 لتحديد القواعد التنظيمية والتشغيلية لإصدار السندات الخضراء، وتهدف هذه

الإرشادات إلى تمكين كل من المصدرين والمستثمرين من تحديد وتقييم واختيار المشاريع المؤهلة، هذا بالإضافة إلى تزويدهم بالإرشادات فيما يتعلق بالمتطلبات التنظيمية اللازمة للإصدارات الخضراء، واستخدام وإدارة عائدات السندات الخضراء، والمراجعات الخارجية المستقلة وكذلك متطلبات الإبلاغ والإفصاح. (UNEP FI, October 2020, p. 32)

في جويلية 2018، تم تعديل إرشادات السندات الخضراء، وأطلقت AMMC بدعم من مؤسسة التمويل الدولية إرشادات السندات الخضراء والاجتماعية والاستدامة تحدد المبادئ التوجيهية والخطوات التي يجب إتباعها في إصدار هذه الأنواع من السندات، ويمكن للمستثمرين أيضاً العثور على معلومات مفيدة تسمح لهم بفهم هذا القطاع من سوق الديون بشكل أفضل، والدافع الرئيسي من وراء تطوير إرشادات السندات الخضراء للمركز المغربي هي طموحات المغرب فيما يتعلق بتطوير الطاقة المتجددة، وجعلها مركزاً مالياً صديقاً للبيئة لسد الفجوة بين المستثمرين الشماليين والمشاريع الجنوبية، وكذا تعزيز التمويل الأخضر في المغرب وأفريقيا (CBI, 2018, p. 29).

وبذلك قامت الوكالة المغربية للطاقة الشمسية (مازن)، والتي تضطلع بدور رئيسي في مجال الطاقات المتجددة في المغرب بأول إصدار لسندات خضراء في المغرب بمبلغ 1.15 مليار درهم (106 مليون يورو) في نوفمبر 2016، بهدف المساهمة في تمويل مشاريع الطاقات الشمسية نور العيون، ونور بوجدور ونور ورزازات 4، كما نجحت مؤسستان بنكيتان في توظيف 2.5 مليار سند ذو طبيعة إيكولوجية لآجال تتراوح ما بين 5 و10 سنوات (بورصة الدار البيضاء، 2018)، وأصدرت خمسة سندات خضراء بقيمة 416.7 مليون دولار أمريكي في المغرب اعتباراً من أوائل عام 2020 لتمويل مشاريع مثل محطات الطاقة الشمسية وكفاءة الطاقة والطاقة المتجددة والمباني المستدامة، وذلك بالاستفادة من رؤيتها لتأسيس الدار البيضاء كمركز للتمويل الأخضر في إفريقيا، كما صدر بيان الدار البيضاء لاستدامة المراكز المالية في عام 2017 لتعزيز العمل الاستراتيجي لتوسيع نطاق التمويل الأخضر والمستدام لزيادة تدفقات رأس المال إلى الطاقة النظيفة والزراعة المستدامة من خلال تسخير الدولة خبرة في تغير المناخ والتنمية المستدامة (UNEP FI, October 2020, p. 33). والملحق رقم 05 يوضح ملخص لحجم إصدار السندات الخضراء في المغرب.

III.2.3 الإمارات المتحدة العربية:

اعتمدت الإمارات المتحدة العربية في الاقتصاد الأخضر على حوالي 16 نوعاً من المنتجات والخدمات من قبل مؤسسة واحدة على الأقل، لتمكين الاقتصاد الأخضر من تمويل المشاريع الخضراء، والتي من بينها القروض الخضراء والسندات الخضراء والتي لا تزال في مرحلة مبكرة من الاعتماد، والملحق رقم 06 يوضح مختلف المنتجات الخضراء التي اعتمدت لتمويل المشاريع المستدامة ونلاحظ هنا أن نسبة اعتمادها على السندات والصكوك الخضراء في تمويل المستدام لا يتجاوز 02% فقط من إجمالي التمويلات.

تاريخياً صدر أول سندات خضراء في الشرق الأوسط من قبل مؤسسة مالية وهي بنك أبو ظبي الأول في عام 2017، بقيمة 587 مليون دولار أمريكي على 5 سنوات، تسمح عائدات السندات الخضراء بالتمويل كلياً أو جزئياً للمشاريع التي تتعلق بمحتوياتها بالإدارة المستدامة للموارد الطبيعية الحية والحفاظ على التنوع البيولوجي البري والمائي، والنقل النظيف، والطاقة المتجددة، وكفاءة الطاقة، ومنع التلوث، وإدارة المياه. والتكيف مع تغير المناخ والمنتجات ذات الكفاءة البيئية، وتخضع المشاريع لحكومة فعالة من خلال لجنة السندات الخضراء التابعة لبنك أبو ظبي الأول، كما يقدم البنك تقرير السندات الخضراء السنوية بما يتماشى مع مبادئ السندات الخضراء، والتقرير متاح للجمهور على موقع بنك أبو ظبي الأول ويستمر حتى موعد استحقاق السند. (Nagla & Sayed, December 2019, p. 77)

كما أصدرت سلطة دبي للخدمات المالية (DFSA) أول إرشادات لممارسات أفضل للسندات الخضراء في عام 2018 لتزويد ممارسي السوق بالإطار المرجعي لإصدار وإدراج السندات والصكوك الخضراء، أدت هذه الإرشادات الطوعية في النهاية إلى إدراج أدوات مالية خضراء رفيعة المستوى في بورصة ناسداك دبي في عام 2019، ويشمل هذا إدراج اثنين من الصكوك السيادية الخضراء من قبل

حكومة إندونيسيا بقيمة إجمالية 2 مليار دولار أمريكي بالإضافة إلى إصدار أول صكوك خضراء من طرف أول شركة صديقة للبيئة في العالم وهي شركة ماجد الفطيم القابضة بقيمة 600 مليون دولار أمريكي، هذا بالإضافة إلى إدراج الصكوك الخضراء للبنك الإسلامي للتنمية بمليار يورو في ناسداك دبي في أواخر عام 2019، واستخدام عائدات هذه السندات والصكوك لتمويل وإعادة تمويل أنشطة التنمية المستدامة الخضراء التي تهدف إلى تشييد المباني الموفرة للطاقة، والطاقة المتجددة، والإدارة المستدامة للمياه، ومشاريع كفاءة الطاقة والزراعة المستدامة (UNEP FI, October 2020, p. 44).

تم الإعلان عن عدد من مبادرات التمويل المستدام خلال منتدى أبوظبي للتمويل المستدام (ADSFF) الذي عقد في أوائل عام 2020، وقد جمع منتدى أبوظبي للتمويل المستدام منظمات رائدة ومتخصصين ومختلف المشاركين في السوق لمناقشة السبل الممكنة لدفع أجندة ممارسات التمويل المستدام على المستوى الوطني، والمستويات الإقليمية ومن بين هذه المبادرات برنامج Green Bond Accelerator بالتعاون مع سوق أبوظبي العالمي (ADGM) وسوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX)، أعلنت دائرة الطاقة في أبوظبي عن إطلاق مبادرة Green Bond Accelerator والتي تهدف إلى جعل أبوظبي مركز المنطقة للتمويل والاستثمار المستدامين، مع التركيز بشكل خاص على إصدار السندات الخضراء والصكوك الخضراء على المستويات الوطنية والإقليمية والعالمية، وتغطي سياسة السندات الخضراء المشاريع الصديقة للبيئة بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر مخططات كفاءة الطاقة والمياه والمباني الخضراء والبنية التحتية الجديدة لشحن المركبات الكهربائية والتقاط الكربون والتقنيات الفعالة للمياه ومياه الصرف الصحي وإدارة المياه المعاد تدويرها (UNEP FI, October 2020, p. 47).

III.3.3 مصر:

عام 2018، وافقت هيئة الرقابة المالية على الإطار القانوني لإصدار السندات الخضراء من أجل تعزيز أدوات التمويل المستدام للمشاريع الصديقة للبيئة في مختلف المجالات بما في ذلك الطاقة المتجددة وكفاءة الطاقة والنقل النظيف والبناء والتكيف مع المناخ، كما تم تطوير إرشادات السندات الخضراء بالتنسيق مع مؤسسة التمويل الدولية للتعاون المالي الدولي بناءً على مبادئ السندات الخضراء الصادرة عن الرابطة الدولية لسوق رأس المال (ICMA) (UNEP FI, October 2020, p. 19).

وفي سبتمبر 2020 أعلنت الوزارة المالية المصرية عن إصدار أول طرح للسندات الخضراء السيادية الحكومية بقيمة 750 مليون دولار، لأجل 5 سنوات بسعر فائدة 5.25%، بما يضع مصر على خريطة التمويل المستدام، وحسب السيد محمد معيط وزير المالية أن هذا الإصدار شهد إقبالاً كبيراً من المستثمرين، حيث تجاوزت طلبات الشراء حجم الإصدار المعلن "500 مليون دولار" بما يعادل 7.4 مرة، وتخطت الحجم المقبول 750 مليون دولار بما يعادل 5 مرات (مباشر، 2020)، وهي سندات لتزويد مصر بأداة تمويل مبتكرة لمشاريعها الصديقة للبيئة والخضراء من النقل النظيف والطاقة المتجددة، وكفاءة الطاقة، والحد من التلوث والتحكم فيه، وإدارة المياه والصرف الصحي المستدامة، والتكيف مع تغير المناخ. كما أشارت الوزارة إلى خطتها لإصدار صكوك وسندات إسلامية لتغطية احتياجاتها التمويلية. (UNEP FI, October 2020, p. 38).

IV - النتائج ومناقشتها :

IV-1 تحديات التمويل بالسندات الخضراء في الدول العربية:

لازال ملعب السندات الخضراء بالنسبة للدول العربية كالأرض البكر، باستثناء بعض الإصدارات للإمارات العربية المتحدة والمغرب ومصر إلا أن الإصدارات السيادية - أي التي تصدرها الحكومات وتنظم إلى الدين العام للدولة - لم تعرف بعد طريقها لمعظم الدول العربية، وذلك وفقاً لمصادر متعددة أهمها تقرير حديث لمؤسسة التمويل الدولية (زاوية، 2017)، وسبب ضعف إصدار وتداول السندات الخضراء نتيجة لعدة عوامل ومن أهمها التمويل المستدام وتمويل المناخ في المنطقة يسير بوتيرة أبطأ، إذ حققت الدول العربية مستويات مختلفة من التقدم في مواءمة أنظمتها المالية الوطنية مع اعتبارات الاستدامة لتمويل احتياجاتها وأهدافها الإنمائية، وتشمل العوائق التي تحول دون تعزيز كل من التمويل المستدام والتمويل المناخي في المنطقة عدم كفاية الدعم التشريعي، ونقص الوعي بمزايا التمويل المستدام، ونقص أو عدم وجود حوافز للتمويل للانتقال إلى اقتصاديات مراعية للمناخ الأخضر، فضلاً عن حواجز السوق المرتبطة بالمحدودية المشاريع الخضراء القابلة للتمويل (UNEP FI, October 2020, p. 9).

وأيضاً نقص الوعي بأهمية السندات الخضراء والمبادئ التوجيهية ومعايير الدولية، بالإضافة إلى عدم فهم الفوائد المحتملة لسوق السندات الخضراء لدى كل من صانعي السياسات والجهات التنظيمية ومصدري السندات والمستثمرين عقبة هامة في معظم الدول العربية. كما أن صعوبة نفاذ المستثمرين الدوليين إلى الأسواق المحلية تعتبر من بين أهم التحديات التي تواجهها السندات الخضراء في الأسواق العربية، وكذا نقص المستثمرين المحليين المهتمين بالسندات الخضراء نتيجة لعدة صعوبات، ومن بين هذه الصعوبات التي تعترضهم نجد التعريف الخاصة بالسندات الخضراء ومتطلبات الإفصاح تختلف من سوق إلى آخر وهذه الاختلافات تزيد من تكاليف المعاملات (الحسن، 2018، صفحة 274).

IV-2 تعزيز تنمية سوق رأس المال الأخضر العربية:

- تسهيل الوصول إلى أسواق السندات الخضراء، خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمنع دخولها عدة حواجز (التكلفة وحجم العمليات...);
- تنويع الأدوات المالية الخضراء من أهمها الاستثمارات الجماعية (صناديق الاستثمار الموحدة الخضراء وصناديق الاستثمار العقارية الخضراء)، والصكوك الخضراء، والسندات السيادية الخضراء، والسندات الزرقاء، والتمويل الأخضر الشامل، والتكنولوجيا المالية الخضراء...؛
- تطوير السوق من خلال تشجيع المزيد من الإفصاح والشفافية حول هذه المشاريع الخضراء والتي تساهم بشكل عام في بيئة أكثر تمكينية؛
- النظر في الحوافز الضريبية وغيرها من الحوافز لتحفيز نمو الأسواق الخضراء، ومن الأمثلة على ذلك قيام الحكومات بدفع تكاليف التحقق أو تخفيض الضرائب على مكاسب رأس المال من الأدوات الخضراء، لذا يجب أن يكون للحوافز فترة استخدام محددة لأنها قد ترسل إشارات خاطئة لمتابعة العمل المناخي التحويلي للحصول على مكافآت مادية؛
- ضمان وجود خطط مستمرة للمشاريع الجاهزة للسوق لاستثمار عائدات الأدوات المالية الخضراء؛
- تحتاج جهات الإصدار إلى طرق تقييم أفضل لاستخدام مواردها المالية لتحقيق الأهداف الاقتصادية مع تحديد وإدارة مخاطر المناخ وتأثيراتها. (AMMC, 2019)

IV- الخلاصة:

تلعب الأسواق المالية الخضراء دوراً محورياً في جمع التمويل للمشاريع الخضراء، ويعتبر بعض مُصدري الأدوات المالية داخل سوق رأس المال الأخضر - مثل منتجي الطاقة المتجددة- نموذج أعمالهم بالكامل صديقاً للبيئة ويصدرون هذه الأدوات على أنه " لعب نقي"، مما يعني أن استخدام العائدات لأغراض عامة للشركات.

لقد تم تصميم السندات الخضراء لتكون أداة مالية مألوفة ومنخفضة المخاطر تسمح لكل من المستثمرين والمصدرين بالمساهمة في التنمية المستدامة بتكلفة منخفضة نسبياً، كما أنها تلعب دوراً كبيراً في تحويل رأس المال من الاستثمارات غير القابلة للاستمرار إلى الاستثمارات المستدامة، ومع ذلك يُنظر إلى السندات الخضراء على أنها تقدم حوافز للمصدرين لرفع "الطموحات الخضراء" لمشاريعهم ومنظمتهم، وعندما يفكر الفاعلون في السوق في تأثير السندات الخضراء على الممارسة العملية فإنهم لا يميلون إلى إبراز تفعيل المشاريع الخضراء، وتصدر السندات الخضراء ويتم تسويقها من حيث المقاييس مثل الطاقة المتجددة المتولدة أو تجنب الإنبعاثات، أو إدارة النفايات، كما أن العديد من التقارير والمؤسسات تنظر للسندات الخضراء على أنها منطقة واعدة للتمويل في الدول العربية، خاصة في دولة مثل السعودية يقوم اقتصادها على الطاقة والنفط، وإذا تبنت توجهات صديقة للبيئة سيعني لها ذلك الكثير ويعني للعالم كله أيضاً، خاصة مع توجهها للاقتراض في السوق العالمية خلال السنوات الأخيرة.

لا تزال السندات الخضراء لم تعرف بعد طريقها لمعظم الدول العربية، ويعود ذلك إلى لعدة عوامل ومن أهمها التمويل المستدام وتمويل المناخ في المنطقة يسير بوتيرة أبطأ، وأيضاً نقص الوعي بأهمية السندات الخضراء وصعوبة نفاذ المستثمرين المحليين والدوليين إلى الأسواق المحلية العربية.

وفي الأخير نوصي من خلال هذه الدراسة إلى تسهيل الوصول للأسواق المالية الخضراء لجمع التمويلات للمشاريع الخضراء من خلال تنويع الأدوات المالية الخضراء وتقديم حوافز ضريبية لدخول المستثمرين المحليين والأجانب للاستثمار فيها، كما يتوجب على الدول العربية الاستفادة من الفرص الدولية والإقليمية لبناء التعاون والشراكة معها في مجال التمويل الأخضر، وتعزيز البحوث الأكاديمية في الاقتصاد الأخضر من خلال جمع ونشر البحوث الرئيسية حول التمويل الأخضر.

- ملاحق :

الجدول رقم (01): فوائد السندات الخضراء للمستثمرين والمصدرين

الفوائد السندات الخضراء للمصدرين	الفوائد السندات الخضراء للمستثمرين
<ul style="list-style-type: none"> • توفير مصدر إضافي للتمويل الأخضر. • تنويع وجذب المستثمرين. • تعزيز سمعة المصدر. • جذب طلب قوي من المستثمري، مما قد يؤدي إلى زيادة الاكتتاب ومزايا التسعير. • دعم المصدرين بإدارة المخاطر البيئية. 	<ul style="list-style-type: none"> • توفير عوائد مالية مع إضافة الفوائد البيئية. • تلبية المتطلبات البيئية والاجتماعية المتعلقة بالحوكمة (ESG) للاستثمار المستدام (مثل معايير أداء مؤسسة التمويل الدولية على المشاريع الخضراء). • تمكين الاستثمار المباشر في "تخصير" القطاعات البيئية وأنشطة التأثير الاجتماعي. • زيادة الشفافية والمساءلة بشأن استخدام وإدارة العائدات.

Source : Sustainable Banking Network Creating Green Bond Markets – Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets, October 2018, Prepared by IFC and the Climate Bonds Initiative (CBI), p4 :

[https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/37797d8b-c7c1-4361-9183-](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/37797d8b-c7c1-4361-9183-1e038b225b5a/SBN+Creating+Green+Bond+Markets+Report+2018.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mqtaapI)

[1e038b225b5a/SBN+Creating+Green+Bond+Markets+Report+2018.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mqtaapI](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/37797d8b-c7c1-4361-9183-1e038b225b5a/SBN+Creating+Green+Bond+Markets+Report+2018.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mqtaapI)

Quality																	
index 01 MARCH 2018			index 02 September 2018			index 03 March 2019			index 04 September 2019			index 05 March 2020			index 06 October 2020		
financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating
London	1	437	London	1	481	London	1	491	London	1	497	London	1	516	Zurich	1	580
amsterdam	2	385	Paris	2	454	Paris	2	462	amsterdam	2	479	amsterdam	2	510	amsterdam	2	572
brussels	3	383	amsterdam	3	441	amsterdam	3	461	Paris	3	477	Zurich	3	507	London	3	569
Hamburg	4	381	Copenhagen	3	441	Hamburg	4	459	Hamburg	4	476	Stockholm	4	496	Oslo	4	551
Paris	5	379	Stockholm	5	440	Zurich	5	458	Zurich	5	473	Copenhagen	5	491	Luxembourg	5	545
Stockholm	6	378	Luxembourg	6	434	Stockholm	6	453	Copenhagen	6	466	Luxembourg	6	489	Paris	6	544
Luxembourg	6	378	Zurich	7	433	Copenhagen	7	452	Stockholm	7	465	Paris	7	487	Stockholm	7	543
Zurich	8	375	Hamburg	8	431	Luxembourg	8	450	Luxembourg	7	465	Hamburg	8	477	Geneva	8	542
Copenhagen	9	374	Munich	9	425	Munich	9	441	Munich	9	458	Geneva	9	476	Copenhagen	9	540
San Francisco	10	369	San Francisco	10	424	Geneva	10	431	Brussels	10	444	Vienna	10	472	Munich	10	537
Depth																	
index 01			index 02			index 03			index 04			index 05			index 06		
financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating	financial centres	rank	rating
London	1	402	amsterdam	1	435	amsterdam	1	461	amsterdam	1	471	amsterdam	1	496	amsterdam	1	574
Luxembourg	2	389	Copenhagen	2	433	Zurich	2	448	Luxembourg	2	459	Luxembourg	2	488	Zurich	2	571
Copenhagen	3	385	London	3	432	Copenhagen	2	448	Copenhagen	3	455	Copenhagen	3	484	Copenhagen	3	558
amsterdam	4	384	Luxembourg	3	432	Luxembourg	4	444	Stockholm	4	453	Zurich	4	483	London	4	554
Paris	5	381	Stockholm	5	423	London	5	442	Zurich	5	452	Stockholm	5	474	Luxembourg	5	553
Shenzhen	6	380	Paris	5	423	Stockholm	5	442	London	6	447	London	6	470	Stockholm	6	550
Stockholm	7	379	Shanghai	7	420	Paris	7	435	Paris	7	440	Paris	7	460	San Francisco	7	549
Guangzhou	8	376	Montréal	8	417	Montréal	8	431	Hamburg	7	440	Hamburg	8	456	Paris	8	545
Zurich	8	376	Zurich	9	415	Vancouver	9	429	Montréal	9	437	Montréal	9	454	Geneva	9	544
Shanghai	10	375	Vancouver	10	412	Hamburg	10	424	Vancouver	10	424	Geneva	10	452			

Source : Global Green Finance Index 1, March 2018, by The Global Green Finance Council (GGFC), p03, sur site :

https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_Full_Report_2018.04.04_v3.0b.pdf

Global Green Finance Index 2, September 2018, by The Global Green Finance Council (GGFC), p03, sur site :

https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_2_Full_Report_2019.02.07_v7.1.pdf

Global Green Finance Index 3, March 2019, by The Global Green Finance Council (GGFC), p04, sur site :

https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_3_v1.6.pdf

Global Green Finance Index 4, September 2019, by The Global Green Finance Council (GGFC), p03, sur site :

https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_4_Full_Report_2019.09.27_v1.0.pdf

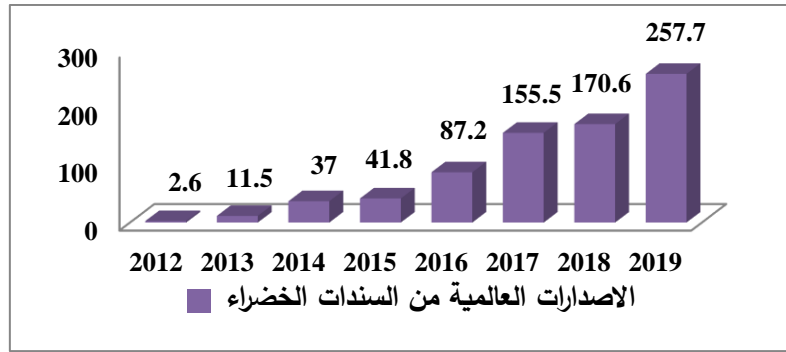
Global Green Finance Index 5, March 2020 , by The Global Green Finance Council (GGFC), P04, sur site :

https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_5_Full_Report_2020.03.24_v1.1_.pdf

Global Green Finance Index 6, October 2020, by The Global Green Finance Council (GGFC), P02, sur site :

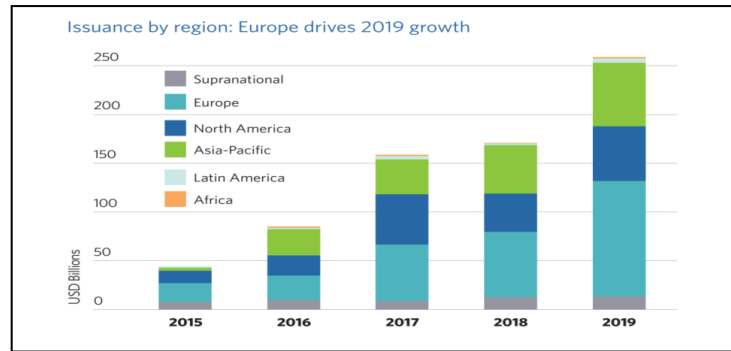
https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_6_Full_Report_2020.10.27_v1.0_0LqwjOb.pdf

الشكل رقم (01): تطور حجم الإصدار من السندات الخضراء بالمليار الدولار الأمريكي



Source : Prepared by researchers through data published in the annual reports of Climate Bonds Initiative, sur site : <https://www.climatebonds.net/resources/reports>.

الشكل رقم (02): يوضح الإصدارات العالمية من السندات الخضراء حسب المناطق الجغرافية



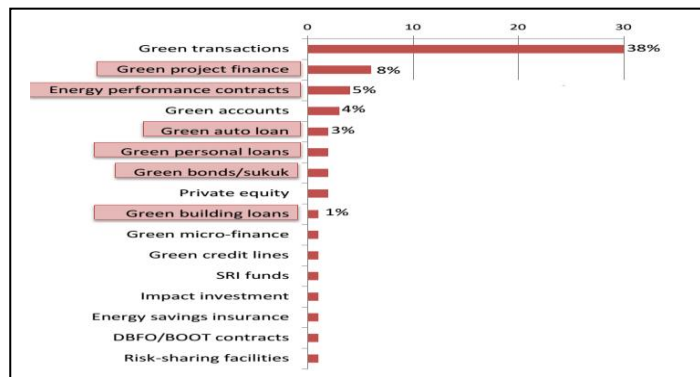
Source : GREEN BONDS GLOBAL STATE OF THE MARKET 2019, Prepared by Climate Bonds Initiative , July 2020, sur site : https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2019_vol1_04d.pdf

الجدول رقم (03): حجم إصدار السندات الخضراء في المغرب

عائداها	تاريخ الإصدار	الحجم	المصدر
الطاقات المتجددة	نوفمبر 2016	1.15 مليار درهم (117 مليون دولار أمريكي)	MASEN
50% طاقات متجددة، 50% مباني منخفضة الكربون (كفاءة الطاقة)	نوفمبر 2016	500 مليون درهم (50 مليون دولار أمريكي)	BMCE Bank
طاقات متجددة	جوان 2017	135 مليون يورو	البنك المركزي الشعبي

Source : Sustainable banking network (Sbn) Creating green Bond Markets–insights, innovations, and tools from emerging Markets, october 2018 , International Finance Corporation, Washington, P 30

الشكل رقم (03): أنواع أدوات التمويل الأخضر في الإمارات المتحدة العربية



Source : State of Green Finance in the UAE The first national survey on contributions of financial institutions to Green Economy, UAE Green Agenda 2015-2030, 2015, United Arab Emirates Ministry of Environment and Water, p8

1. Almeida, M. (July 2020). *GREEN BONDS GLOBAL STATE OF THE MARKET 2019*. Climate Bonds Initiative CBI.
2. AMMC. (2019, novembre 3, 4). *Program on implementing green capital markets in africa: a white paper*. Consulté le 3 2, 2021, sur Autorité Marocaine Du Marché Des Capitaux: <http://www.ammc.ma/fr/actualites/ammc-and-toronto-centre-publish-white-paper-set-following-program-implementing-green-capi>
3. CBI, I. (2018). *Sustainable Banking Network Creating Green Bond Markets – Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets*. Washington: International Finance Corporation (IFC) and the Climate Bonds Initiative (CBI).
4. GGFC. (March 2018). *Global Green Finance Index 1*. Retrieved 02 15, 2021, from The Global Green Finance Council (GGFC): https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_Full_Report_2018.04.04_v3.0b.pdf
5. GGFC. (September 2018). *Global Green Finance Index 2*. Retrieved 02 15, 2021, from The Global Green Finance Council (GGFC): https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_2_Full_Report_2019.02.07_v7.1.pdf
6. GGFC. (March 2019). *Global Green Finance Index 3*. Retrieved 02 15, 2021, from The Global Green Finance Council (GGFC): https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_3_v1.6.pdf
7. GGFC. (September 2019). *Global Green Finance Index 4*. Retrieved 02 15, 2021, from The Global Green Finance Council (GGFC): https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_4_Full_Report_2019.09.27_v1.0.pdf
8. GGFC. (March 2020). *Global Green Finance Index 5*. Retrieved 02 15, 2021, from The Global Green Finance Council, (GGFC): https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_5_Full_Report_2020.03.24_v1.1.pdf
9. GGFC. (October 2020). *Global Green Finance Index 6*. Retrieved 02 15, 2021, from The Global Green Finance Council (GGFC): https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_6_Full_Report_2020.10.27_v1.0_0LqwjOb.pdf
10. GGFC. (April 2021). *Global Green Finance Index 7*. Retrieved 03 24, 2021, from The Global Green Finance Council (GGFC): https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_6_Full_Report_2020.10.27_v1.0_0LqwjOb.pdf
11. GGFC. (2021). *The Global Green Finance Council (GGFC)*. Retrieved 01 24, 2021, from <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/global-green-finance-council-ggfc/>
12. MEW. (2015). *UAE Green Agenda 2015-2030. State of Green Finance in the UAE The first national survey on contributions of financial institutions to Green Economy*. United Arab Emirates: Ministry of Environment and Water (MEW).
13. Nagla, H., & Sayed, A. (December 2019). *SUSTAINABLE BONDS: MAPPING THE FUTURE OF SUSTAINABLE TOURISM PROJECTS FINANCE IN EGYPT*. *Journal of Tourism Research*.
14. SSEI. (2017). *HOW STOCK EXCHANGES CAN GROW GREEN FINANCE -A VOLUNTARY ACTION PLAN-*. Sustainable Stock Exchanges initiative, (SSEI).
15. Theworldbank. (March 2019). *10 years of green bonds creating the blueprint for sustainability across capital markets*. Retrieved 2 21, 2021, from <https://www.worldbank.org/en/news/immersive-story/2019/03/18/10-years-of-green-bonds-creating-the-blueprint-for-sustainability-across-capital-markets>
16. UNEP FI. (October 2020). *Promoting Sustainable Finance & Climate Finance in the Arab Region*. marekech. 17. الخليج أونلاين، ن. ا. (2020، 10). هل تدعم "السندات الخضراء" مبادرات الخليج؟. Retrieved 3 6, 2021, from <https://alkhaleejonline.net/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF/%D8%AA%D8%B9%D8%AF%D8%AF%D8%AA-%D9%85%D8%B2%D8%A7%D9%8A%D8%A7%D9%87%D8%A7-%D9%87%D9%84-%D8%AA%D8%AF%D8%B9%D9%85-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%AF%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D8%AE%D8%B6%D8%B1%D8%A>
18. بورصة الدار البيضاء. (november, 2018). ملخص بيان المعلومات حول إصدار سندات عادية وسندات ذات أثر اجتماعي وخضراء لشركة مجموعة العمران. تاريخ الاسترداد 2 26, 2021، من بورصة الدار البيضاء: <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/2018/Nialomranavarabe.pdf>
19. زاوية. (2017). تمويل بالألون الطبيعية... ماذا تعرف عن السندات الخضراء؟ تاريخ الاسترداد 2 25, 2021، من https://www.zawya.com/mena/ar/business/story/%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84_%D8%A8%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%84%D9%88%D9%86_%D8%A7%D9%84%D8%B7%D8%A8%D9%8A%D8%B9%D9%8A%D8%A9_%D9%85%D8%A7%D8%B0%D8%A7_%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%81_%D8%B9%D9%86_%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86
20. زينب حمدي، و أسماء سلحة. (2020). مشاريع التمويل الأخضر كتوجه جديد نحو بيئة خضراء. مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، 1.

21. سامية معقاش، و نادية العقون. (2018). الأسواق المالية الخضراء كآلية لتمويل الاستثمارات البيئية والتحول نحو نموذج الاقتصاد الأخضر. مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، 8.
22. سهام عيساوي. (2017). الأدوات المالية المشتقة. الأردن: دار حامد.
23. طريف، جليل. (جانفي 2017). أسواق رأس المال الخضراء. أختيار الاتحاد. الإصدار رقم 15. دبي: اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.
24. لحسن، ع. و. (2018). السندات الخضراء كأداة لتمويل ودعم عملية الانتقال إلى الاقتصاد الأخضر ضمن مسار تحقيق التنمية المستدامة. مجلة المالية والأسواق، 1.
25. لطفي مخزومي، إلياس الشاهد، و نعيم دفرور. (أفريل، 2018). التمويل الأخضر: الفرص والتحديات. مجلة نماء للاقتصاد والتجارة .
26. مباشر. (2020). .. ما هي السندات الخضراء التي أصدرتها مصر كأول دولة بالشرق الأوسط وشمال أفريقيا؟ Retrieved 3 4, 2021, from <https://www.mubasher.info/news/3701343/%D9%85%D8%A7-%D9%87%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%AF%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D8%AE%D8%B6%D8%B1%D8%A7%D8%A1-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%8A-%D8%A3%D8%B5%D8%AF%D8%B1%D8%AA%D9%87%D8%A7-%D9%85%D8%B5%D8%B1-%D9%83%D8%A3%D9%88>.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

عيساوي سهام، زهواني رضا ومرزوقي مرزوقي (2021)، قراءة في التجربة العربية في تمويل التنمية باستخدام السندات الخضراء خلال الفترة 2016 إلى 2020، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 06(العدد 01 مكرر)، الجزائر: جامعة الوادي، الوادي، الجزائر ص.ص 145-161.

