الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المعهد العالي لإدارة الأعمال

HIGHER INSTITUTE OF BUSINESS ADMINISTRATION

تفعيل الصكوك السيادية في سورية
كأداة تعزيز سوق التمويل: التحديات والفرص المحتملة

Activating Sovereign Sukuk in Syria as a Tool to Enhance the Financing Market: Challenges and Potential Opportunities

مشروع تخرج أعد لنيل درجة الماجستير التنفيذي في إدارة الأعمال
اختصاص مصارف إسلامية

إعداد الطالبة:
حسناء هشام صافي العسلي

إشراف الدكتور:
حسين علي قبلان

العام الدراسي: 2024-2025 م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَٰنِ الرَّحِيمِ

﴿ وَقُلْ رَبِّ زِدْنِي عِلْمًا ﴾

سورة طه، الآية 114

الحمد لله الذي عَلَّم بالقلم، عَلَّم الإنسَان ما لم يعلم.

أرفع أسمى آيات الشكروالامتنان إلى الله سبحانه وتعالى، الذي يسّر لي طريق هذا البحث، وأعانني على إتمامه.

أسأله تعالى أن يجعل فيه نفعاً، وأن يبارك أثره في طريق العلم والمعرفة.

♔ ⟦ شكر وتقدير ⟧ ♔

أتقدّم بخالص الشكر والتقدير إلى السادة إدارة المعهد العالي لإدارة الأعمال (HIBA)،
مُمثَّلة بالعميد الدكتور طلال عبود، والوكيل العلمي الدكتور هيثم الزعيم الطحان، على دعمهم المستمر،
وجهودهم المباركة في تعزيز المسيرة الأكاديمية لهذا الصرح العلمي، كلّ الاحترام والتقدير لكم.

وأخصُّ بالشكر وعظيم الامتنان الأستاذ الدكتور حسين علي قبلان، لتفضّله بالإشراف على هذا المشروع،
وما قدَّمه من معلومات وتوجيهات علمية ساهمت في إنجاز وإثراء هذا العمل، بارك الله في جهودكم،
وأدامكم ذخراً للعلم وأهله.

كما أتوجَّه بجزيل الشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقّرين:
الدكتورة منال الموصلي، والدكتورة آلاء بركة
على ما تفضلن به من وقت وجهد، وعلى آرائهن السديدة وملاحظاتهن القيّمة التي أغنت هذا البحث.

كما أعبّر عن امتناني لجميع الأساتذة والمدرسين وأعضاء الهيئة التدريسية في المعهد العالي لإدارة
الأعمال، لما قدموه لنا من علم ومعرفة خلال مرحلة دراسة الماجستير، فلكم مني كل التقدير والاحترام.

وختاماً، أتوجَّه بخالص الامتنان إلى أهلي الكرام، وإخوتي، وأصدقائي، وكل من وقف إلى جانبي وساندني
في هذه المسيرة، بارك الله بكم، ودُمتم جميعاً بخير.

والله وليّ الأمر والتوفيق.

الطالبة
حسناء صافي العسلي

30/12/2024

♔ ⟦ شكر وتقدير للمساهمين في البحث ⟧ ♔

أود أن أعبر عن خالص امتناني وعرفاني للسادة الخبراء المختصين المشاركين في المقابلات من مختلف التخصصات والمؤسسات، الذين منحوني وقتهم الثمين وشاركوا بخبراتهم ومعارفهم القيمة، مما كان له الأثر الكبير في توجيه هذا البحث وتحقيق أهدافه، جزيل الشكر لكم على مساهماتكم الفعالة التي كانت ضرورية وجزءاً أساسياً من إتمام هذا العمل.

ويُشرفني أن أُشير إلى أنكم تمثّلون نخبة متميّزة من المسؤولين والمديرين في المؤسسات الحكومية والقطاع الخاص، إلى جانب الأكاديميين والمختصين في:

- هيئة الأوراق والأسواق المالية
- سوق دمشق للأوراق المالية
- وزارة المالية السورية
- مصرف سورية المركزي
- المصارف السورية الخاصة
- عمادة الكليات وأعضاء الهيئات التدريسية في الجامعات والمعاهد العليا السورية
- نقابة المهن المالية والمحاسبية
- غرفة تجارة دمشق
- مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية
- الباحثون والمحللون الاقتصاديون والماليون

الملخص:

هدف هذا البحث إلى دراسة تفعيل الصكوك السيادية في سورية كأداة لتعزيز سوق التمويل، وذلك من خلال تحليل العقبات والفرص المستقبلية المتعلقة بتطبيق هذه الأداة المالية الجديدة في السياق السوري، مع مقارنة تجارب بعض الدول الرائدة في هذا المجال مثل ماليزيا، السعودية، والسودان.

وظف البحث المنهج الاستكشافي، حيث تم استخدام المقابلة كأداة أساسية في استطلاع آراء الخبراء حول موضوع البحث، كما اعتمد البحث على **المنهج المقارن،** من خلال استعراضه لتجارب ثلاث دول تعتمد الصكوك السيادية، بهدف الاستفادة من هذه التجارب في حال اعتماد تطبيق الصكوك السيادية في سورية.

أظهرت نتائج البحث أن الصكوك السيادية يمكن أن تكون أداة فعالة في جذب الاستثمارات المحلية والدولية، والمساهمة في تعزيز سيولة سوق دمشق للأوراق المالية، ودعم مشاريع حكومية تنموية ضخمة دون التأثير على ميزانية الدولة، كما أن استخدام الصكوك يمكن أن يعزز الاستقرار المالي في سورية، ويسهم في تمويل مشاريع البنية التحتية وتنمية القطاعات الاقتصادية الحيوية مثل الطاقة، النقل، والزراعة.

كما توصل البحث إلى مجموعة من التحديات والمخاطر الاقتصادية والمالية والإدارية والسياسية المرتبطة بتفعيل الصكوك السيادية في سورية، ومن أبرز هذه التحديات: التقلبات التي يشهدها الاقتصاد السوري، ومخاطر السوق، وانخفاض المستوى العام للدخل، في حين تتمثل أهم التحديات الإدارية في عدم استقلالية شركات الإدارة والإخلال بالعقود، مما يؤثر سلباً على المصداقية ويُضعف الثقة في الحكومة، بالإضافة إلى ذلك، تشكل القيود السياسية، مثل احتكار المشاريع والعقوبات الخارجية، عائقاً أمام جذب الاستثمارات الدولية، علاوةً عن العقبات القانونية والتشريعية، مما يعمق غياب الرؤية الواضحة للاقتصاد السوري ويزيد من ضعف الثقة في البيئة الاستثمارية، في وقت يعاني فيه القطاع الخاص والجمهور من قلة الوعي الاستثماري.

وأوصى البحث إلى القيام بحزمة اصلاحات شاملة ومرنة تتناسب مع الرؤية الجديدة لإصدار الصكوك السيادية، ورسم الخارطة الاستثمارية لسورية الجديدة، وتوجيه الصكوك السيادية نحو المشاريع الانقاذية والصناعات الأكثر فائدة للاقتصاد الوطني، وتطوير نماذج تمويل مبتكرة تتناسب مع الاحتياجات التمويلية.

انتهى البحث إلى تقديم الباحثة عدة مقترحات تمثل إطاراً فعالاً لتفعيل الصكوك السيادية في سورية، ومعالجة التحديات الاقتصادية، كإطلاق برنامج "صكوك المناطق السيادية"، ومقترح إصدار "صكوك القطاعات الاقتصادية"، إضافةً لتقديم "هياكل مقترحة للتصكيك السيادي" تشمل صيغ متعددة يمكن الاستفادة منها.

الكلمات المفتاحية:

الصكوك السيادية – العقبات – الفرص المستقبلية – سورية – تمويل – إعادة الإعمار

Abstract:
This research aims to study the activation of sovereign Sukuk in Syria as a tool to enhance the financial market. This is achieved by analyzing the obstacles and future opportunities related to implementing this new financial instrument within the Syrian context, while comparing the experiences of leading countries in this field, such as Malaysia, Saudi Arabia, and Sudan.
The research employed an exploratory methodology, with utilizing interviews as a primary tool to gather expert opinions on the research topic. It also adopted a comparative approach by reviewing the experiences of three countries that utilize sovereign Sukuk, with the goal of learning from these experiences should Syria adopt them.
The research findings indicate that sovereign Sukuk can be an effective tool for attracting local and international investments, with contributing to increased liquidity in the Damascus Securities Exchange, and supporting large-scale government development projects without impacting the state budget. Furthermore, the use of Sukuk can enhance financial stability in Syria and contribute to financing infrastructure projects and developing vital economic sectors such as energy, transportation, and agriculture.
The research also identified a range of economic, financial, administrative, and political challenges and risks associated with activating sovereign Sukuk in Syria. Among the most prominent of these challenges are the volatility of the Syrian economy, market risks, and the low general income level. The most significant administrative challenges include the lack of independence of management companies and breaches of contract, which negatively impact credibility and weaken public trust in the government. Furthermore, political constraints such as project monopolies and external sanctions hinder the attraction of international investment. Legal and legislative obstacles further impede progress, which contributes to a lack of a clear vision for the Syrian economy and exacerbate the already weak investment climate, at a time when both the private sector and the public suffer from a lack of investment awareness.
The research recommends a comprehensive and flexible reform package aligned with the new vision for issuing sovereign Sukuk and developing an investment roadmap for a new Syria. This includes directing sovereign Sukuk towards rescue projects and industries most beneficial to the national economy, and developing innovative financing models tailored to funding needs.
The research concludes by presenting several proposals that represent an effective framework for activating sovereign Sukuk in Syria and addressing economic challenges. These proposals include launching a "Sovereign Zones Sukuk" program, proposing the issuance of "Economic Sectors Sukuk," with offering "Proposed Sovereign Securitization Structures" encompassing various models that can be utilized.
Keywords:
Sovereign Sukuk – Obstacles – Future Opportunities – Syria – Financing – Reconstruction

فهرس البحث

شكر وتقدير	I
الملخص	III
Abstract	IV
فهرس البحث	V
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال	X

الترقيم	الموضوع	الصفحة
	الفصل الأول: الإطار العام للبحث	
1-1	المقدمة	**2**
2-1	الدراسات السابقة	**3**
3-1	مشكلة البحث	**8**
4-1	أهداف البحث	**8**
5-1	أهمية البحث	**9**
6-1	منهج البحث ومصادر المعلومات	**9**
7-1	مجتمع وعينة البحث	**9**
8-1	حدود البحث	**10**
9-1	محددات البحث	**10**

الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث

2-1	**المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الصكوك**	**12**
2-1-1	مراحل ظهور الصكوك	**12**
2-1-2	مفهوم الصكوك وخصائصها	**12**
2-1-3	أوجه المقارنة بين الصكوك والأسهم والسندات	**14**
2-1-4	أنواع الصكوك وتصنيفاتها	**15**
2-1-5	دوافع عملية التصكيك	**16**
2-1-6	شرائح حملة الصكوك (المستثمرين)	**17**
2-1-7	مراحل عملية إصدار الصكوك	**17**
2-1-8	أطراف عملية التصكيك	**18**
2-2	**المبحث الثاني: خصائص الصكوك السيادية وأهميتها**	**21**
2-2-1	تعريف الصكوك السيادية وخصائصها	**21**
2-2-2	أهمية ودور الصكوك السيادية	**23**
2-2-3	إصدار الصكوك السيادية وفقاً لمتطلبات التمويل الحكومية	**25**
2-3	**المبحث الثالث: تطور الصكوك السيادية عالمياً**	**31**
2-3-1	التطور العالمي لسوق الصكوك الإسلامية	**31**
2-3-2	التطور العالمي لسوق الصكوك السيادية	**35**
2-4	**المبحث الرابع: تحليل تجارب بعض الدول التي تتداول الصكوك السيادية**	**40**
2-4-1	تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك	**40**
2-4-2	تجربة المملكة العربية السعودية في إصدار الصكوك	**49**
2-4-3	تجربة السودان في إصدار الصكوك	**57**
2-4-4	الدروس المستفادة من تجارب ماليزيا والسعودية والسودان في حال تطبيق الصكوك السيادية في سورية	**68**

الفصل الثالث: الإطار العملي للبحث

3-1	مجتمع وعينة البحث	**72**
3-2	خصائص العينة	**73**
3-3	أداة جمع البيانات	**73**
3-4	تحكيم الأسئلة	**74**
3-5	محاور المقابلة	**74**
3-6	تحليل محاور المقابلات	**76**
	النتائج والتوصيات	**99**
أولاً:	النتائج	**99**
ثانياً:	التوصيات	**101**
	المراجع	**107**
	الملاحق	

قائمة الجداول

الجدول	العنوان	الصفحة
(01)	أنواع الصكوك وتصنيفاتها	16
(02)	أطراف عملية التصكيك	19
(03)	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية من 2001–2022 (مليار دولار أمريكي)	31
(04)	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية المحلية والدولية حسب الدول منذ نشأتها 2001–2022 (مليون دولار أمريكي)	33
(05)	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية في أبرز الدول المتصدرة للفترة الممتدة من 2001 لغاية 2022، وفي العام 2022 (مليار دولار أمريكي)	34
(06)	إصدارات الصكوك السيادية العالمية في الفترة 2001–2022 (مليار دولار أمريكي)	36
(07)	حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية من إجمالي الصكوك العالمية على أساس تراكمي للفترة الممتدة من 2001– 2022 (مليار دولار أمريكي)	37
(08)	حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية (محلي/دولي) من إجمالي سوق الصكوك العالمي لعام 2022 (مليار دولار أمريكي)	38
(09)	نسبة توزيع إصدارات الصكوك السيادية على مستوى العالم حسب الدول لعام 2022	39
(10)	أُولى مراحل وأشكال إصدارات الصكوك في ماليزيا	41
(11)	تطور حجم الصكوك (القائمة & المصدرة) والصكوك السيادية في ماليزيا، في الفترة 2014–2023 (مليار رينجت ماليزي)	42
(12)	إصدارات حكومة المملكة العربية السعودية من الصكوك المحلية خلال الفترة 2017 لغاية الربع الثاني من عام 2024 (مليون ريال سعودي)	51
(13)	نتائج الطرح الشهري للصكوك المحلية الحكومية في عام 2024 (من شهر 1 لغاية شهر 6) (مليون ريال سعودي)	52
(14)	إصدارات حكومة المملكة العربية السعودية من الصكوك الدولية لغاية شهر 6– 2024 (مليار دولار أمريكي)	53
(15)	تطور بعض مؤشرات الاقتصاد السعودي بين عامي 2016 و2023 (مليار ريال سعودي)	57

(16)	إصدارات (مبيعات) شهادات (الصكوك الحكومية) في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة من 2014 لغاية 2021 (قيمة الإصدارات بالمليون جنيه سوداني)	**61**
(17)	متوسط نسبة الأرباح السنوية لصكوك المشاركة السيادية (شهامة) في السودان من عام 2014 لغاية 2021.	**63**
(18)	مساهمة الصكوك الحكومية السيادية في السودان في تمويل عجز الموازنة العامة خلال الفترة من 2014 لغاية 2021 (مليون جنيه سوداني)	**64**
(19)	حركة تداول الأسهم والصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية 2014-2021.	**66**

قائمة الأشكال

الشكل	العنوان	الصفحة
(01)	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية حسب السوق من 2001-2022.	32
(02)	إصدارات الصكوك السيادية العالمية للفترة الممتدة من 2001-2022 (مليار دولار أمريكي)	36
(03)	حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية من إجمالي الصكوك العالمية على أساس تراكمي للفترة الممتدة من 2001- 2022 (مليار دولار أمريكي)	37
(04)	حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية (محلي/دولي) من إجمالي سوق الصكوك العالمي لعام 2022 (مليار دولار أمريكي)	38
(05)	تطور حجم الصكوك السيادية في ماليزيا خلال الفترة 2014-2023 (مليار رينجيت ماليزي)	43
(06)	هيكل صكوك الإجارة السيادية في ماليزيا (الأراضي الفيدرالية)	44
(07)	إصدارات الصكوك المحلية في السعودية حسب مدة الاستحقاق للربع الأول والثاني من العام 2024 (مليون ريال سعودي)	52
(08)	هيكل الصكوك السيادية والتدفقات النقدية في المملكة العربية السعودية	54
(09)	نسبة توزيع عدد إصدار صكوك السودان السيادية حسب القطاعات (2014-2021)	63
(10)	نسبة مساهمة الصكوك السيادية (شهامة وصرح) في تموويل عجز الموازنة العامة في السودان	65
(11)	هيكل مقترح لصكوك المشاركة السيادية	104
(12)	هيكل مقترح لصكوك الإجارة السيادية	104
(13)	هيكل مقترح لصكوك الاستصناع السيادية	105
(14)	هيكل مقترح لصكوك السَّلم السيادية	106
(15)	هيكل مقترح لصكوك المرابحة السيادية	106

الفصل الأول: الإطار العام للبحث

1-1 المقدمة

2-1 الدراسات السابقة

3-1 مشكلة البحث

4-1 أهداف البحث

5-1 أهمية البحث

6-1 منهج البحث ومصادر المعلومات

7-1 مجتمع وعينة البحث

8-1 حدود البحث

9-1 محددات البحث

1-1 المقدمة:

يُعد التمويل السيادي أمراً حيوياً لتوفير تمويل مستدام ومتواصل للحكومة، وهو يشير إلى أنشطة الحكومات والكيانات الحكومية لتمويل عملياتها وبرامجها وخططها الإنمائية، حيث يُعتبر أداة مهمة لحكومات الدول لتعزيز نموها الاقتصادي والاجتماعي ويعتمد التمويل السيادي على مجموعة من الأدوات والآليات المالية كالقروض، والسندات، والصكوك السيادية، وغيرها.

كما تُعد الصكوك عموماً، والصكوك السيادية خاصةً، من أبرز ما جاءت به الصناعة المالية، ولقيت رواجاً كبيراً وواسعاً عند طرحها في الأسواق المالية المحلية منها والعالمية.

وتُعد الصكوك السيادية التي تصدرها الحكومات أدوات مالية تمويلية بديلة ومبتكرة، تساهم في إدارة السيولة للجهاز المصرفي، وتوفير التمويل اللازم لتلبية احتياجات الحكومة المالية، من خلال تمويل برامج ومشاريع التنمية العامة، وتمويل الإنفاق العام، ومعالجة عجز الموازنة العامة، من خلال جمع فائض الأموال واستقطاب مدخرات المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال.

وكذلك تتسم الصكوك السيادية بالثقة والأمان، حيث يتم ضمانها بموجب التزامات الدولة، مما يجذب المستثمرين المحليين والأجانب، وهي أيضاً تتوافق مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، ما يضفي عليها صفة البديل المتميز عن السندات والقروض التقليدية.

وللصكوك السيادية دور كبير في تنشيط وتطوير سوق التمويل على المستوى الوطني والإقليمي، الأمر الذي قد ينعكس إيجاباً على النشاط الاقتصادي وحركة الاستثمار والتنمية.

من هذا المنطلق، تبرز أهمية تفعيل الصكوك السيادية كأداة واعدة لتحفيز سوق التمويل في سورية، لا سيما في ظل الظروف الحالية التي تفرض ضرورة إيجاد آليات تمويلية مبتكرة وفعالة، تساعد على إعادة إعمار سورية مابعد الحرب، وتنشيط القطاعات الاقتصادية المتضررة، وتطوير البنية التحتية.

1-2 الدراسات السابقة:

1-2-1 الدراسات السابقة باللغة العربية:

- **دراسة (الدرشابي، أحمد، 2023)، بعنوان: مقومات تفعيل دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية في مصر في ضوء دراسات حالة من التجربة الماليزية**، مصر، مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، المجلد 60، مصر.

هدفت الدراسة إلى تحليل الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك السيادية في سد الفجوة التمويلية في قطاعات البنية التحتية في مصر، ومن ثم علاج الاختلالات الموجودة في الموازنة العامة في الدولة، والمقومات المطلوبة لتفعيل هذا الدور، وذلك في ضوء استعراض خمس دراسات حالة ناجحة من التجربة الماليزية: حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل بيانات وإحصائيات فجوة تمويل مشروعات البنية التحتية وتحليل الجوانب الإيجابية والسلبية في القانون رقم 138 /2021 الخاص بإصدار الصكوك السيادية في مصر.

أظهرت نتائج الدراسة إلى وجود فجوة استثمارية ضخمة تتخطى قدرات الموازنة العامة للدولة، حيث تصل حجم هذه الفجوة في مصر خلال الفترة من **2016 إلى 2040** لنحو **230** مليار دولار.

وفي ضوء نجاح تجربة ماليزيا في استخدام الصكوك السيادية كأداة لتمويل مشاريع البنية التحتية، **أوصت الدراسة** بضرورة استفادة الحكومة المصرية من تجربة ماليزيا في تفعيل الصكوك كأحد بدائل تمويل مشاريع البنية التحتية، وهو مايتطلب من الحكومة المصرية تهيئة البيئة التشريعية والتنظيمية المناسبة، وتقديم معاملة وإعفاءات ضريبية متميزة لضمان نجاح استخدام الصكوك السيادية.

- **دراسة (طروش، فريال؛ بلمرابط، إيمان، 2023)، بعنوان: دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير السوق المالي الإسلامي، دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية**، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم خلفية نظرية وحالة عملية عن الأسواق المالية والمنتجات المتداولة فيها والمرتكزة على أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية، والتعريف بأداء سوق الخرطوم للأوراق المالية والمنتجات المالية التي تطرح للتداول وأثر التداول على هذا السوق، وكذلك استعراض تطور إصدارات ومبيعات الصكوك الحكومية (شهادات المشاركة الحكومية شهامة، وشهادات الاستثمار الحكومية صرح، وشهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول شامة) ليتم في النهاية تقييم تجربة هذا السوق مع الصكوك الحكومية.

توصـــلت الدراســـة لعدد من النتائج تتمحور حول إيجابيات وســـلبيات التجربة الســـودانية، تتمثل أهم الإيجابيات في إسهام هذه الصكوك في تثبيت دعائم سوق الخرطوم للأوراق المالية وتأثيره على الاقتصاد السوداني ومعالجة فجوة الموارد الداخلية بتغطيتها نسبة كبيرة من عجز الموازنة المحلية.

في حين تمثلت أهم السلبيات في ضعف الإطار الاقتصادي الكلي، حيث أن السودان غير مصنفة ائتمانياً من قبل وكالات التصنيف الائتماني التي تُعد مؤشراً مهماً للمستثمرين في الإصدارات السيادية.

- **دراســة (شــهرزاد، نشــاشــدة، 2022)، بعنوان: تجارب عربية ودولية عن تطور اســتخدام الصــكوك السيادية**، مجلة الإبداع، المجلد12، جامعة البليدة2، الجزائر.

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الصكوك عامةً والصكوك السيادية بشكل خاص، باعتبارها أداة فعالة في يد المصارف المركزية لإدارة السيولة النقدية، كما تساهم في تخفيف وتغطية عجز الموازنة العامة.

بينت الدراســة أن تجربة الســودان تعتبر من التجارب العربية الرائدة في الصــكوك الســيادية كونها حققت نتائج واقعية إيجابية من خلال تمويل المشـــاريع ذات النفع العام وتمويل عجز موازنتها بالإضـــافة إلى تخفيض مديونتها الخارجية، وبالتالي تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية.

إضـافةً إلى **تجربة ماليزيا** التي تُعد من التجارب الهامة في إصـدار الصـكوك عامةً، سـواء في الأسـواق المحلية أو الدولية، حيث احتلت المرتبة الأولى خلال الفترة الممتدة من 2014-2019، بإجمالي إصـدارات بلغ 733.75 مليار دولار أمريكي، تلتها في المرتبة الثانية السـعودية بقيمة إصـدار 146.29 مليار دولار أمريكي، ومن ثم جاءت إندونيســيا في المرتبة الثالثة بقيمة 98.91 مليار دولار أمريكي، أما في مجال إصدار الصكوك **السيادية**، فتُعدُّ **التجربة الإندونيسية** من أبرز التجارب، حيث تصدرت قائمة الدول في السنوات الأخيرة.

توصلت الدراسة إلى تطور حجم الصكوك السيادية **العالمية** في الفترة 2014-2019، حيث كانت القيمة **68.7** مليار دولار أمريكي في عام 2014، و سجلت **74.37** مليار دولار في عام 2019.

أما عن التطور العالمي لإصدار الصكوك فقد أظهرت الدراسة خلال الفترة 2014 -2019، حيث كانت القيمة الإجمالية في عام 2014 ما قيمته **107.3** مليار دولار أمريكي، في حين اصبحت **145.5** مليار دولار في العام **2019**، بحصــة **107.2** مليار دولار للســوق المحلي وقيمة **38.4** مليار دولار للســوق الدولي، وغلبت صـــكوك المرابحة والإيجارة على الإصـــدارات في الســـوق المحلي حوالي **50%** تليها الصكوك الهجينة بنسبة **22%**، بينما كانت السيطرة في السوق الدولي لصكوك الوكالة بنسبة **56%** تليها صكوك الهجينة بنسبة **21%** ثم صكوك الإجارة بنسبة 11%.

- **دراسة (بونقارب، مختار؛ ولزهاري، زواويد، 2018)، بعنوان: الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشـــاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة (دراســـة تجارب بعض الدول)**، الملتقى العلمي الدولي، الآليات الجديدة لتمويل التنمية الاقتصـــادية: نحو تمويل مســـتدام للتنمية في الجزائر، 25 و26 نيسان 2018، جامعة محمد بن يحي جيجل، الجزائر.

هدفت هذه الورقة البحثية إلى دراســة مدى مســاهمة الصــكوك الســيادية في تمويل المشــاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة، وخاصـــة في ظل أزمة الديون الســـيادية، تم اتباع المنهج الوصـــفي التحليلي لعرض المفاهيم المرتبطة بالموازنة العامة والصكوك السيادية، والإستعانة بمنهج دراسة الحالة في عرض دراسة تجارب بعض الدول هي: ماليزيا، الإمارات، تركيا، السودان، أندونيسيا.

توصـلت الدراسـة: إلى أن الصـكوك السـيادية هي الحل الأنسـب للدولة في تمويل مشـاريعها الحكومية للخروج من الأزمـة الاقتصـــــادية وتوفير الســـــيولـة اللازمـة ومعالجـة العجز في موازنتها كونها تتميز بالمصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، وتعتبر البديل الإسلامي للسندات في النظام الرأسمالي، وتقوم بتوفير الســـيولة اللازمة حيث تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشـــاريع البنية التحتية والتنموية بدلاً من الاعتماد على ســـندات الخزينة والدين العام، كما أن إصـــدارها لايحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها فهي لا تفرض أعباء على موازنة الدولة عكس السندات التقليدية.

- دراسة (البدري، سعاد، 2018)، بعنوان: دور الصكوك السيادية في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة، جامعة عبد الملك السـعدي، ملفات الأبحاث في الاقتصـاد والتسـيير، الملف الخاص الرابع، أيار 2018، المغرب.

اتخذت هذه الدراسـة الوصـفية **هدفاً** لها في إبراز دور الصـكوك السـيادية في تنمية وتعبئة الميزانية العامة للدولة وفي تمويل استثمارات وأنشطة حكومية.

تطرق البحث إلى مفهوم وأهمية وأهداف الصـــكوك الســـيادية، ومع إبراز دور الصـــكوك في تمويل عجز الميزانية أشـار الباحث إلى تجربة السـودان بوصـفها تجربة جريئة في مجال الصـناعة المالية الإسـلامية لكونها دامت لأكثر من عقد من الزمن، أســـهمت صـــكوك الســـودان فيها بمعالجة فجوة الموارد الداخلية بتغطيتها نســـبة كبيرة من عجز الموازنة العامة، كما ســـاهمت في تثبيت دعائم ســـوق الخرطوم للأوراق المالية بآثار إيجابية على مجمل حركة الاقتصاد السوداني.

كما تطرق الباحث إلى مطلبين، **المطلب الأول:** إصدار الصكوك وفقاً للاحتياجات التمويلية، ووضح فيها آلية الإصـدار لكل منهما، و**المطلب الثاني:** تأسـيس صـندوق اسـتثماري أو شـركة اسـتثمارية متخصـصـة بالتمويل متوسط وطويل الأجل لهدف تمويل الميزانية العامة بأساليب (المضـاربة، المرابحة، الاستصـناع، التأجير، السـلم) إلا أن الباحث أخذ على مطلب الصـندوق الاسـتثماري الخوف من مواجهة مخاطر غير عادية مما لايشـجع المستثمرين على الاستثمار في الصـندوق نتيجة عدم معرفة المستثمر بالمشاريع التي

توظف فيها أمواله مسبقاً مقارنة بالمطلب الأول الصكوك، مع احتمال تراكم بعض الأموال دون استخدام وصعوبة توظيفها في فرص أخرى توفر عائد مقبول للمستثمر، ولكن تطوير أدوات الاستثمار وإدارة السيولة في الصندوق هو جانب من المعالجة.

وفي الختام **أكدت الدراسة** على توجيه حصيلة الصكوك لتمويل ماتحتاجه البلاد من مشاريع البنية الأساسية والاستثمارية كإنشاء الطرق والجسور والمطارات، مما ينعكس عن هذه الاستثمارات والأنشطة الحكومية تخفيض عجز الموازنة العامة، وإعادة توجيه هذه المبالغ إلى مجالات وقطاعات أخرى، وبالتالي الإنتقال من تمويل عجز الموازنة إلى تمويل جزء من الإنفاق العام المتمثل في الاستثمارات العامة عن طريق طرح صكوك بصيغ مختلفة (مشاركة، مضاربة، مرابحة، سلم).

1-2-2 الدراسات السابقة باللغة الأجنبية:

- **دراسة (Malikov،Ahliddin،2017)، بعنوان: كيف تؤثر الصكوك السيادية حول النمو الاقتصادي من الدول النامية ؟ تحليل لقطاع البنية التحتية**، جامعة كارديف متروبوليتان، كلية لندن للتجارة، أوزبكستان.

How Do Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis of the Infrastructure Sector

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير إصدارات الصكوك السيادية على التنمية الاقتصادية في اثنتين من الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك، وهما ماليزيا والمملكة العربية السعودية، وقياس الاختلاف في مؤشرات الرفاهية الاقتصادية والمالية والاجتماعية لكلا البلدين في السنوات الخمس التي سبقت والسنوات الخمس التي تلت إصدارات الصكوك السيادية في قطاعات البنية التحتية.

خلصت الدراسة إلى أن إصدار الصكوك السيادية و استخدامها في تمويل مشروعات البنية التحتية في كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية، كان له أثر إجابي حيث ساهم في تحسين العديد من المؤشرات المالية والاقتصادية في البلدين، من خلال ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتراجع نصيب الفرد من الدين العام، كما تحسنت بدرجة كبيرة الاحتياطيات الدولية، كما أدى إصدار الصكوك السيادية واستخدامها في قطاعات البنية التحتية إلى تحسن مؤشر الرفاه الاجتماعي في ماليزيا، وقد استنتجت الدراسة إن إصدارات الصكوك السيادية كان له تأثير إيجابي على التنمية الاقتصادية في الدولتين.

كما توصلت الدراسة إلى أنه في السعودية لم يتم إصدار الصكوك السيادية بشكل كبير مقارنةً بماليزيا، حيث لا تحتاج السعودية إلى جمع مبالغ كبيرة من الأموال من خلال الصكوك السيادية نظراً لما تحققه من إيرادات ضخمة من الموارد الطبيعية وخاصةً النفط والعاز وهذا يجعل من الصعب تحديد فوائد رفاهية المجتمع من الصكوك ومع ذلك تستخدم السعودية الصكوك السيادية بشكل رئيسي لتمويل مشاريع واسعة

النطاق في مختلف قطاعات البنية التحتية كالطاقة والمرافق والنقل والبناء ومشاريع رفيعة المستوى وخاصة المطارات الدولية.

- **دراســـة (Shaikh, Salman Ahmed, 2015)، بعنوان: تمويل البنية التحتية العامة باســـتخدام الصكوك السيادية،** مجلة الصيرفة والتمويل الإسلامي، كانون الثاني– آذار 2015، باكستان.

Financing Public Infrastructure Using Sovereign Sukuk, Journal of Islamic Banking and Finance, Jan – March 2015.

هدفت هذه الدراســة إلى إبراز دور الصـكوك السـيادية في تمويل مشـروعات البنية التحتية في باكسـتان، استخدم الباحث نموذج رياضي لتفسير أثر تحسين جودة خدمات البنية التحتية الممولة من خلال الصكوك السيادية على الوعاء الضريبي والحصيلة الضريبية.

خلصــت الدراســة إلى أن حدوث تحســن في خدمات البنية التحتية ســيؤدي إلى تحفيز الاســتثمار في الاقتصــاد القومي، حيث ترتبط البنية التحتية بشــكل دائري بالاســتثمار والقاعدة الضــريبية وتحصــيل الضرائب، وهو ما سيؤدي إلى زيادة حجم الوعاء الضريبي نتيجة لدخول شركات جديدة وخلق فرص عمل لم تكن موجودة من قبل، كما توصلت الدراسة إلى أن استخدام الصكوك السيادية في باكستان ساهم بشكل فعال في توفير قدر كافي من الأموال والتي تم اســـتخدامها في توفير البنية التحتية العامة في المناطق الحضرية وبالتالي الحد من الإزدحام الحضري، وإنشاء عقد نمو ومناطق إنتاج جديدة.

- **ما يميز الدراسـة الحالية عن الدراسـات السـابقة:** هو تركيزها على تفعيل الصـكوك السـيادية في سـورية، حيث لا توجد دراسات سابقة تتناول هذا الموضوع نظراً لعدم تطبيق الصكوك في سورية بعد، كما تتميز الدراســة بوجود جانب عملي هدفه اســتكشــاف الفرص المســتقبلية والعقبات المحتملة لتفعيل الصــكوك السيادية في سورية، استناداً إلى آراء 47 خبيراً مختصاً تم جمعها عبر المقابلات البحثية، وهذا من شأنه أن يوفر حزمة معلومات ربما تُمكّن متخذي القرار من وضع الخطط والاستراتيجيات المناسبة، إضافة إلى ذلك، يوفر البحث معلومات نظرية تشـمل نشـأة وتعاريف الصـكوك، مراحل الإصـدار، والأطراف المعنية، إلى جانب اسـتعراض تجارب ثلاث دول في تطبيق الصـكوك، مما يثري البحث ويملأ الفجوة في الأدبيات الحالية، وبالتالي يمكن اعتبار هذه الدراسة إضافة بحثية متواضعة للمهتمين والباحثين في سورية.

1-3 مشكلة البحث:

يشهد الاقتصاد السوري في السنوات الأخيرة ظروفاً صعبة، وتحديات مالية وتنموية كبيرة، مما يستدعي البحث عن أدوات تمويلية متنوعة وفعالة ذات دوافع اقتصادية، لدعم برامج الإنعاش والتنمية.

في هذا السياق تبرز الصكوك السيادية كأداة تمويلية حكومية واعدة، قد تساهم في تطوير وتعزيز سوق التمويل في سورية، وعلى الرغم من صدور القرار رقم /2022/205، من مجلس النقد والتسليف الذي يسمح للمصارف الإسلامية بإصدار الصكوك إلا أن التطبيق الفعلي لم يتم بعد، ومع الانتهاء من دراسة قانون الصكوك السيادية يُنتظر صدور القرار والمرسوم الخاصين بهما ليدخلا حيز التفعيل والتطبيق.

في ضوء ذلك، تتمثل مشكلة هذه الدراسة في التعرف على إمكانية تعزيز وتطوير سوق التمويل في سورية من خلال استخدام الصكوك السيادية كأداة مالية جديدة، والكشف عن أهم العقبات والتحديات التي تواجه تفعيل هذه الأداة، إضافةً إلى استشراف الفرص المستقبلية المحتملة، وذلك من خلال وجهة نظر الخبراء المختصين في الصناعة المالية والاقتصاد السوري.

وعليه تتبلور مشكلة البحث في الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

ماهي العقبات والفرص المستقبلية المحتملة من وجهة نظر الخبراء المختصين في تفعيل الصكوك السيادية في سورية كأداة تعزيز سوق التمويل؟

ومنه يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1- كيف يمكن أن تساهم الصكوك السيادية في تعزيز وتطوير سوق التمويل في سورية؟

2- ما هي التحديات والعقبات التي تواجه استخدام الصكوك السيادية في سورية؟

3- ما هي الفرص المستقبلية المحتملة التي قد يوفرها تفعيل الصكوك السيادية في سورية؟

1-4 أهداف البحث:

يهدف هذا البحث بشكل عام إلى توضيح إمكانية تفعيل الصكوك السيادية في سورية وتحليل التحديات والفرص المستقبلية لاستخدام الصكوك السيادية كأداة لتعزيز سوق التمويل في سورية من منظور الخبراء المختصين في هذا المجال.

ويمكن تفصيل هذا الهدف إلى ما يلي:

1- دراسة إمكانية تفعيل الصكوك السيادية في سورية وتقييم دورها في تعزيز وتنشيط سوق التمويل.

2-التعرف على تجارب بعض الدول في استخدام الصكوك السيادية بهدف الاستفادة منها في الحالة السورية.

3- تحديد وتوضيح العقبات والتحديات الاقتصادية والسياسية التي تواجه سورية والتي قد تقف عائقاً أمام قدرة الحكومة على تنفيذ برنامج إصدار الصكوك السيادية بالشكل المطلوب.

4-استكشاف الفرص المستقبلية المحتملة لاستخدام الصكوك السيادية في تطوير وتنمية سوق التمويل في سورية وفقاً لرؤية الخبراء المتخصصين.

5-الوقوف على الآليات والتوصيات اللازمة لتذليل العقبات واستثمار الفرص المتاحة مستقبلاً لتطبيق استخدام هذه الأداة المالية السيادية في سورية بما يساهم في تعزيز وتطوير سوق التمويل المحلي.

1-5 أهمية البحث:

يستمد هذا البحث أهميته من **الحاجة الماسة** لإيجاد آليات تمويلية بديلة لتمويل المشاريع التنموية والبنية التحتية في سورية، فالصكوك السيادية قد تشكل أداة مبتكرة لتعبئة الموارد المالية اللازمة لدعم عملية إعادة الإعمار والتنمية في سورية.

كما يسهم هذا البحث في **سد الفجوة البحثية** المتعلقة بتفعيل الصكوك السيادية في الاقتصاد السوري، في ظل غياب الدراسات السابقة في السياق السوري، وبالتالي يمكن اعتباره إضافة بحثية متواضعة للمهتمين والباحثين في سورية ودول الاقتصادات الناشئة.

كما يساهم هذا البحث في **تحديد العقبات والفرص المستقبلية المحتملة** التي يمكن أن يوفرها تطبيق الصكوك السيادية في سورية كأداة واعدة، مما يُمكّن متخذي القرار من وضع الخطط والاستراتيجيات المناسبة.

1-6 منهج البحث ومصادر المعلومات:

منهج البحث: اعتمد هذا البحث على **المنهج الاستكشافي** (الاستطلاعي) فيما يخص الحالة السورية، حيث تم إجراء العديد من المقابلات مع مجموعة من الخبراء المختصين في مجال الاقتصاد والتمويل، إضافةً **للمنهج المقارن** فيما يخص تجارب الدول الأخرى التي اعتمدت الصكوك السيادية.

مصادر المعلومات: كما اعتمد البحث على مصدرين للمعلومات:

1- المصادر الثانوية: الدراسات السابقة والكتب والدوريات العلمية المتعلقة بموضوع الصكوك السيادية، والتجارب الدولية في هذا المجال، والتقارير الرسمية والدراسات الاقتصادية ذات الصلة.

2- المصادر الأولية: بيانات نوعية تم جمعها من خلال إجراء مقابلات مع صناع القرار والخبراء في القطاع المالي والاقتصادي، وتشمل بعض المسؤولين والعاملين والباحثين في سورية.

1-7 مجتمع وعينة البحث:

مجتمع البحث: بما أن الصكوك السيادية لم تُطبق بعد في سورية، فإن مجتمع البحث يشمل الأكاديميين في مجالات التمويل والاقتصاد، بالإضافة إلى المصرفيين، والمستشارين الماليين، والمسؤولين الحكوميين الذين لديهم معرفة متعلقة بالصكوك السيادية وأدوات التمويل، ويمتلكون رؤية نظرية أو عملية حول كيفية تفعيل هذه الأداة المالية في المستقبل.

عينة البحث: تم اختيار المشاركين باستخدام أسلوب العينة القصدية (الانتقائية)، بناءً على توفر الخبرة والمعرفة بموضوع البحث، تكونت العينة من47 شخصاً مختصاً، وتم إجراء المقابلات بشكل شخصي أو عبر الهاتف أو وسائل التواصل الحديثة، وذلك حسب توافر الوقت والظروف المناسبة لكل مشارك، تراوحت مدة المقابلة الواحدة من 30 إلى 90 دقيقة، يمكن تصنيفهم بناءً على نوع خبراتهم الأكاديمية والمهنية كما يلي:

الفئة الأولى: الأكاديميون المتخصصون في الاقتصاد والتمويل: تضم هذه الفئة الأكاديميين الذين يمتلكون معرفة علمية في مجالات الاقتصاد والتمويل، لكنهم لا يشغلون مناصب تنفيذية تؤثر في اتخاذ القرارات المتعلقة بالصكوك السيادية.

الفئة الثانية: المشاركون في صنع القرار: تشمل هذه الفئة الأكاديميين الذين يشغلون مناصب إدارية أو استشارية تمكنهم من التأثير في السياسات المالية، مثل الأساتذة الجامعيين الذين يعملون كمستشارين حكوميين.

الفئة الثالثة: أصحاب الخبرة المهنية والعلمية: تضم هذه الفئة الأساتذة الجامعيين الذين يمتلكون خبرة عملية في الحكومة أو القطاع الخاص.

الفئة الرابعة: الخبراء المهنيون: تشمل هذه الفئة الأفراد العاملين في مؤسسات حكومية أو مصارف، كمصرف سورية المركزي ووزارة المالية، إضافةً إلى المهنيين الذين يمتلكون خبرة عملية مباشرة في مجالات الاقتصاد والتمويل.

1-8 حدود البحث:

الحدود الزمنية: تمت الدراسة الاستطلاعية بمقابلة الخبراء في عام 2024، أما الدراسة التحليلية لتجارب الدول فتباينت فترة بداية التحليل تبعاً للعام الذي اعتمدت فيه الصكوك السيادية في هذه الدول.

الحدود المكانية: سورية، ماليزيا، السعودية، السودان.

1-9 محددات البحث:

واجهت الدراسة بعض الصعوبات ومنها:

- الاعتذار عن المقابلات، والتحفظ عن الإجابة من بعض المشاركين، وتأخر البعض في الإجابة.
- قلة عدد الخبراء والعارفين بالصكوك السيادية والمهتمين بهذا المجال.
- عدم وجود دراسات سابقة محلية.

الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث

2-1 المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الصكوك

2-1-1 مراحل ظهور الصكوك

2-1-2 مفهوم الصكوك وخصائصها

2-1-3 أوجه المقارنة بين الصكوك والأسهم والسندات

2-1-4 أنواع الصكوك وتصنيفاتها

2-1-5 دوافع عملية التصكيك

2-1-6 شرائح حملة الصكوك (المستثمرين)

2-1-7 مراحل عملية إصدار الصكوك

2-1-8 أطراف عملية التصكيك

2-2 المبحث الثاني: خصائص الصكوك السيادية

2-2-1 تعريف الصكوك السيادية وخصائصها

2-2-2 أهمية ودور الصكوك السيادية

2-2-3 إصدار الصكوك السيادية وفقاً لمتطلبات التمويل الحكومية

2-3 المبحث الثالث: تطور الصكوك السيادية عالمياً

2-3-1 التطور العالمي لسوق الصكوك الإسلامية

2-3-2 التطور العالمي لسوق الصكوك السيادية

2-4 المبحث الرابع: تحليل تجارب بعض الدول التي تتداول الصكوك السيادية

2-4-1 تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك

2-4-2 تجربة المملكة العربية السعودية في إصدار الصكوك

2-4-3 تجربة السودان في إصدار الصكوك

2-4-4 الدروس المستفادة من تجارب ماليزيا والسعودية والسودان في حال تطبيق الصكوك السيادية في سورية

الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث

2-1 المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الصكوك

تمهيد:

تُعدُّ الصــكوك من الأدوات المالية الحديثة التي تســتند إلى مبادئ الشــريعة الإســلامية، وظهرت كبديل للأنظمة المالية التقليدية، تُســتخدم في تمويل المشــاريع وتنمية الاقتصــاد، مما جعلها تلعب دوراً هاماً في الاقتصاد العالمي، في هذا المبحث سنتناول مراحل ظهور الصكوك وتطورها، قبل أن نتطرق إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بها.

2-1-1 مراحل ظهور الصكوك

المرحلة الأولى: كانت في عام 1983، حيث قام بنك ماليزيا المركزي بإصــدار شــهادات اســتثمار تتسـم بخصـائص الصـكوك، وقد جاء ذلك نتيجة إحجام بنك إسلام ماليزيا عن الاستثمار في السندات الحكومية وأذونات الخزينة، نظراً لعدم توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

المرحلة الثانية: اقترح الدكتور سـامي حمود مشـروعاً جديداً يتمثل في سـندات المقارضــة كبديل لسـندات الدين، هذه السـندات تمثل حصــة مشـتركة شـائعة في مشـروع وتصـدر بقيم متسـاوية، معتمدة على عقد المضاربة، ونظراً لجِدّة هذه الفكرة فإن نجاحها يتطلب توفير ضمانات من طرف ثالث مثل الدولة.

المرحلة الثالثة: في عام 1988، أقرَّ مجمع الفقه الإسـلامي في قراره رقم 5 تاريخ 1988/8/4 اسـتخدام سـندات المقارضــة وسـندات الاسـتثمار، مما أتاح المجال أمام المؤسـسـات المالية التي تتبع الشـريعة الإسلامية فرصة للتعامل مع هذه الأدوات المالية.

المرحلة الرابعة: عام 2003، أصــدرت هيئة المحاســبة والمراجعة للمؤســســات المالية الإســلامية (أيوفيAAOIFI)، المعيار رقم 17 الخاص بصـكوك الاسـتثمار، و تم اعتماده وإصـداره في 8 أيار من العام 2003م، والذي جاء بعد قرار المجلس الشـرعي في اجتماعه رقم 7 المنعقد في مكة المكرمة، خلال الفترة 24-28 تشرين الثاني 2001م، بإصدار معيار شرعي لصكوك الاستثمار.

(قندوز، 2022، ص.15)

2-1-2 مفهوم الصكوك وخصائصها

الصكوك لغةً:

كلمة "صـك" وجمع صـكوك وأصـكة وصـكاك وصـكه ضـربه، وأصـل الكلمة فارسـي، مأخوذة من "جكّ"، وتنطق"شك"، تستخدم للإشارة إلى وثيقة تُثبت العهدة، وقد تعني أيضـاً وثيقة تعترف بالمبالغ المستلمة أو حقوق الملكية، كانت الأرزاق تسمى "صكاك" لأنها تُوثق كتابةً، لذا يعتبر الصك الوثيقة التي يصدرها ولي

الأمر لتوثيق توزيع الرزق على المســـتحقين، حيث يحدد فيها ما هو مخصـــص من طعام أو الموارد الأخرى. (دوابه، 2009، ص.13) .

الصكوك اصطلاحاً:

يقصد بالتصكيك عملية تحويل مجموعة من الأصول المالية غير السائلة التي تولد الدخل إلى صكوك قابلة للتداول، تكون مضـمونة بتلك الأصـول، بعد ذلك يتم طرح هذه الصـكوك للبيع في سـوق الأوراق المالية مع الالتزام بالضوابط المتعلقة بالتداول. (بوخنوقة، ولطرش، 2015، ص.12).

والصـك هو ورقة مالية التي يُعتمد عليها لحماية حق ثابت فيها من السـقوط، وهي تمثل السـهم والسـند وكل مستند له قيمة، والفقهاء المعاصرون استخدموا لفظ الصكوك للتفريق بين السندات التقليدية الربوية، وبين الصـكوك– الأدوات الاسـتثمارية– التي تمثل ملكية أعيان (أصـول) أو ملكية منافع أو كليهما معاً والتي يراعى فيها أحكام الشريعة الإسلامية، بعيداً عن الربا والغرر.

والسند يمثل مديونية المُقرض وهو دين على الشركة ولا يستحق سوى فائدة (ربوية)، والسهم يمثل حصة في رأس مال الشركة ويستحق أرباحاً ونصيباً من موجودات الشركة.(دوابه، 2009، ص. 15،16).

الصكوك تعريفاً:

حســـب القانون الســـوري: وفق القرار رقم 205/م ن تاريخ 2022/7/7، الصـــادر عن مجلس النقد والتسليف، يُقصد بالصكوك أنها أوراق مالية استثمارية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق او خدمات أو خليط منها أو من بعضها) قائمة فعلاً أو سيتم تملكها أو إنشـاؤها، تُرتب حقوقاً لحامل الصَّـك والتزامات عليه في الحدود الناشـئة عن حصـته في ملكية تلك الموجودات، وذلك بعد تسديد قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه.

حسب المعايير الشرعية: ورد تعريف الصكوك في المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإســـلامية، الأيوفي(AAOIFI) الطبعة 2022، في المعيار رقم (17)، وعرفه بالصـــكوك الاستثمارية تميزاً عن الأسهم وسندات القرض، **صكوك الاستثمار**هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شـائعة في ملكية أعيان أو منافع أوخدمات أو في موجودات مشـروع معين أو نشـاط اسـتثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

وهدف هذا المعيار إلى بيان حكم إصـــدار صـــكوك الاســـتثمار وتداولها، وبيان أنواعها وخصـــائصـــها وضـوابطها الشرعية وشروط إصدارها وتداولها للتعامل بها في المؤسسات المالية، وشمل صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وملكية المنافع وملكية الخدمات وصـكوك المرابحة والسلم والاسـتصـناع والمضـاربة والمشاركة والوكالة في الاستثمار والمزارعة والمساقاة والمغارسة.

حسب مجمع الفقه الإسلامي: صدر عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالقرار رقم 178 (19/4) لعام 2009 م، ماهو المقصود بالتوريق والتصكيك:

التصكيك (التوريق الإسلامي): هو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلًا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه.

التوريق التقليدي: تحويل الديون إلى أوراق مالية (سندات) متساوية القيمة قابلة للتداول، وهذه السندات تمثل ديناً بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها، ولا يجوز إصدار هذه السندات ولا تداولها شرعاً.

كما عرّف المجمع الصكوك على أنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.

إذن يمكن تعريف الصكوك بناءً على ماورد من التعاريف السابقة والأدبيات:

الصكوك أداة مالية تمويلية واستثمارية، تستخدم كوسيلة لجمع التمويل بغية الاستثمار في مشاريع حقيقية دون التعامل بالفائدة، تعمل على دمج التمويل بالملكية، فهي تمثل رأس مال شراكة حقيقية في مشروع أو أصل معين أو تدفقات نقدية، ولمدة محددة، يتكون رأس المال من صكوك متساوية القيمة، ويكون حملة الصكوك– المستثمرين هم الملاك لهذه الصكوك بحصص شائعة غير محددة من رأس المال، وهي قائمة على مبدأ الربح والخسارة.

خصائص الصكوك:

- تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك.
- وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة.
- الإصدار والتداول والاستثمار في المشاريع والأنشطة، يتم وفقاً لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية.
- تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وأرباحها من ناتج نشاطها.
- يتحمل حملة/ أصحاب الصكوك مخاطر الاستثمار في حددود مساهمتهم بالمشروع.

(دوابه، 2009، ص. 21).

2-1-3 أوجه المقارنة بين الصكوك والأسهم والسندات

تتشابه الصكوك مع الأسهم: فى أن كليهما يمثل حصة شائعة فى ملكية أصول مدرّة لعائد، أو المشاركة في رأسمال مشروع مربح، وحيث أن الصكوك تصدر بصيغ تمويل متعددة (مشاركة، مضاربة، مرابحة، إيجارة، استصناع، سلم) إلاّ أنّ الأسهم تصدر في صيغة واحدة وهي صيغة المشاركة، ولذلك تُعد الأسهم الملتزمة بالضوابط الشرعية نوعاً من الصكوك.

أما الاختلاف بين الصكوك والأسهم: يتمثل فى أن الصكوك ليست دائمة بدوام الشركة المصدرة لها كما هو حال الأسهم، بل إن لها أجلاً يجري تصفيتها فيه بالطرق المنصوص عليها في نشرة الإصدار" إطفاء الصكوك ".

كما أن حامل السهم له من أصول الشركة عند تصفيتها (بعد تسديد ما عليها من ديون)، أما الصكوك فأنه يمكن لحملتها من استرداد رأسمالهم عند انتهاء مدتها بصرف النظر عن قيمة أصول المصدر للصكوك أو قدرته على سداد ديونه للآخرين.

كما أن الصكوك في أغلب هياكلها أداة تمويل خارج الميزانية من جهة الشركة المصدِرة، بينما الأسهم حصة شائعة في رأس مال الشركة وعليه فحامل الصك مموِّل للشركة المصدرة.

ومالك الصك لا يشارك فى إدارة المشروع، أما مالك السهم هو شريك للشركة المصدرة، فيمكن له المشاركة فى الإدارة.

من ناحية المخاطر فإن الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.

وتتشابه الصكوك مع السندات: فى أن كليهما يصدر بقيمة اسمية.

أما الفرق بين الصكوك والسندات: يتمثل فى أن الصكوك قيمتها الاسمية ليست مضمونة على المصدر، ومن ثم لا تكون ديناً في ذمة المصدر، وذلك بخلاف السندات التي تعد ديناً فى ذمة المصدر، كما أن للسند فائدة ثابتة، أما ما يدفع على الصكوك ليس فائدة مرتبة على القيمة الاسمية وإنما هي ربح مصدره النشاط الذي استخدمت فيه أموال حملة الصكوك، أو الإيراد المتولد من الأصول التي يملكونها بموجب الصكوك. (دوابه، 2009، ص.25-27) .

2-1-4 أنواع الصكوك وتصنيفاتها

تستند أنواع وتقسيم الصكوك إلى معايير وأسس كثيرة، يترتب عن كل نوع من التقسيمات آثار معينة، يمكن تقسيم الصكوك بالاستناد إلى جهة الإصدار، أو هياكل العقود التي يستند إليها الصك، أو مدة الآجال، أو حسب قابليتها للتداول، أو حسب السوق، وهذا ماسيتم توضيحه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (01): أنواع الصكوك وتصنيفاتها

تصنيف أنواع الصكوك		البيـــان
حســـب الجهة المصدرة	صكوك سيادية (حكومية):	صكوك تصدرها الحكومات
	صكوك شبه سيادية:	تصدرها المؤسسات و الجهات العامة التابعة للحكومات
	صكوك المؤسسات المالية:	تصدرها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية
	صكوك الشركات:	الشركات التي تجيز لها الدولة من صناعية – تجارية – زراعية – خدمية
حســـب مـدة الآجال	صكوك متوسطة الأجل:	وفق المدة التي يحددها التشريع الناظم لها
	صكوك طويلة الأجل:	
حســب صـيغة العقـد /هيـاكـل الإصدار	صكوك المشاركات:	المشاركة–المضاربة–الوكالة بالاستثمار
	صكوك العقود الزراعية:	المزارعة –المغارسة–المساقاة
	صكوك الإجارة:	تشغيلية – تمويلية– موصوفة في الذمة
	صكوك بيع الآجل:	المرابحة – السلم – الاستصناع
حســـب نـوع السوق	صكوك محلية:	تصدر بعملة محلية، مستوفاة بالمعايير المحلية
	صكوك دولية:	تصـــدر بعملة أجنبية، تســـتوفي متطلبات التصـــنيف الائتماني
حســب القابلية التداول	صكوك قابل أو جائز تداولها:	كصكوك المشاركة –المضاربة– الإجارة
	صكوك غير قابل أو جائز تداولها:	الســـلم –الاســـتصـــناع – والمرابحة في مرحلة ما بعد البيع– الإيجارة الموصوفة في الذمة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (بوضياف، 2019، ص.15–18)، (السحيباتي، 2016، ص.2)

2-1-5 دوافع عملية التصكيك

تتعدد الدوافع التي تدفع المؤسسات المالية إلى إصدار الصكوك الاستثمارية، وتتمثل في النقاط التالية:

1-**تحويل الأصـول غير السـائلة إلى سـائلة:** يسـاهم التصـكيك في تدوير الأموال دون الحاجة للانتظار حتى تحصيل الحقوق المالية المستحقة، من خلال تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة.

2-**خفض تكلفة التمويل والمخاطر:** يعزز التصكيك من قدرة المؤسسات على جذب مستثمرين جدد، مما يتيح الحصـول على تمويل طويل أو متوسـط الأجل مع تقليل المخاطر، حيث تكون الصـكوك مضـمونة بأصول عينية.

3-**تنشيط سوق المال:** يسـهم التصـكيك في تنويع الأوراق المالية المتاحة وتعبئة مصـادر تمويل جديدة، مما يساعد على تنشيط سوق تداول الصكوك ويمكّن من تمويل الأنشطة الاقتصادية الكبرى.

4-**تحسين التصنيف الائتماني:** يتطلب التصكيك تصنيفاً ائتمانياً مستقلاً للمحفظة، مما يؤدي إلى رفع التصنيف الائتماني للمؤسسة المصدرة.

5-**مواءمة آجال التمويل:** يساعد التصكيك في تحقيق توازن بين مصادر واستخدامات الأموال، من خلال توفير السيولة اللازمة لتسديد الالتزامات قصيرة الأجل.

6-**تحسين كفاءة المصارف:** بالنسبة للبنوك التي لديها محافظ قروض ضخمة، يتيح التصكيك تحسين معدل كفاية رأس المال، مواءمة آجال الأصول والالتزامات، وتوفير تمويل إضافي لتوسيع النشاطات الاقتصادية.

(عمارية، 2017، ص.185).

2-1-6 الشرائح التي يمكن أن تكون من حملة الصكوك (المستثمرين)

- الأشخاص الاعتباريون سواء في القطاع العام أو الخاص.
- المصارف والمؤسسات المالية، والشركات الكبرى والعالمية.
- شرائح الأشخاص الطبيعيين ممن يتوقعون نجاح تجربة الصكوك بعد النجاح العالمي لإصدارات الصكوك، وكذلك للأشخاص الذين يرون للصكوك جاذبية كأداة ملكية تحقق ربحاً جيداً وبمخاطر منخفضة نسبياً مقارنةً مع الأدوات المالية الأخرى، وأيضاً للأشخاص الذين يرغبون أن تكون تعاملاتهم المالية في أدوات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

(هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، 2023، ص.7).

2-1-7 مراحل عملية إصدار الصكوك

تمر عملية إصدار الصكوك وتداولها بعدة مراحل تبدأ من مرحلة الهيكلة وتحديد الأصول ودراسات الجدوى الاقتصادية، ثم مرحلة الطرح والاكتتاب وتكوين محفظة الصكوك، ثم مرحلة مابعد الإصدار التي فيها التصنيف والتداول، وصولاً لمرحلة إطفاء الصكوك في نهاية مدة الصك ببيع الأصول وتوزيع الحصيلة.

1-مرحلة الهيكلة: يتم تحديد الأصول المراد تصكيكها، وإعداد التصور لآلية الاستثمار بواسطة الصكوك، ودراسة المسائل الشرعية والقانونية والتنظيمية ودراسة الجدوى الاقتصادية، واختيار الطريقة المناسبة للإصدار(طرح عام أو خاص) وحسب الحاجة في هذا خياران:

الخيار الأول: طرح صكوك، وذلك لتلبية حاجة تمويل مشروع استثماري **فى المستقبل**، ويتم فيها طرح الصكوك وتسويقها لحملة الصكوك واستخدام الحصيلة فى إقامة المشروع والاستفادة منه لفترة زمنية معينة، وصولا لمرحلة استهلاك الصكوك (ويمكن تسميتها بصكوك موصوفة بالذمة مدعومة بالأصول)

الخيار الثاني: تصكيك موجودات أصول **مشروع قائم فعلياً**، وذلك لتلبية حاجة لتوفير سيولة، حيث يتم تصكيك موجودات (أصول) قائمة بالفعل وطرحها وبيعها للمستثمرين (حملة الصكوك) واستغلال المصكك

للحصيلة فى أغراضه الخاصة، على أن يستفيد المستثمرين بالأصل المصكك بإيجاره مثلا لفترة زمنية معينة، وصولاً لمرحلة إطفاء الصكوك.

2-مرحلة تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين): وذلك من خلال تأسيس شركة ذات الغرض الخاص Special Purpose Vehicle وتعرف بالإختصار (SPV)، بحيث تكون ذات شخصية اعتبارية مستقلة، وذلك لتمثيلهم فى العلاقات بالجهات المختلفة، وتقوم بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبّي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك (أي تصكيك الأصول).

3-مرحلة طرح الصكوك للاكتتاب: يتم في هذه المرحلة طرح الصكوك للاكتتاب في السوق المالي من خلال مدير الإصدار، بهدف جمع الأموال التي ستموّل بها الموجودات الممثّلة للصكوك، ويتم الطرح إمّا مباشر للجمهور، أو للبنوك التي تقوم بدورها بتسويقها وبيعها للجمهور.

4-استغلال الحصيلة في تكوين محفظة الصكوك: وذلك وفقاً لما هو منصوص عليه في نشرة الاكتتاب، وتقوم الشركة ذات الغرض الخاص طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها على حملة الصكوك، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

5-مرحلة مابعد الإصدار: يتم في هذه المرحلة تسجيل هذه االصكوك وإدراجها في سوق ثانوية للإصدارات المطروحة (سوق الأوراق المالية)، وتداولها في حال كانت الصكوك المصدرة من الأنواع القابلة للتداول، من خلال إعادة شرائها من المستثمرين بأسعار يُعلن عنها، وهذا ما يضفي صفة السيولة على هذه الإصدارات، فيوفر لها جاذبية أكبر بالنسبة للمستثمرين، وفي هذه المرحلة يتم عقد الاجتماع الأول للهيئة العامة لحملة الصكوك وانتخاب لجنة حملة الصكوك، كما يتم إعداد البيانات المالية المدققة من قبل مدقق الحسابات الخارجي لمشروع الصكوك.

6-مرحلة الإطفاء للصكوك: وهي المرحلة الأخيرة ويتم فيها بيع موجودات أو أصول الصكوك، وتوزيع الحصيلة على المالكين حملة الصكوك، ذلك في نهاية مدة الصك، وفق ما تمّ تحديده في نشرة الإصدار. (قندوز، 2022، ص.32-33)، (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، 2023، ص.11).

2-1-8 أطراف عملية التصكيك

تُسند مهام عملية التصكيك للعديد من الأطراف يشارك بعضها بشكل أساسي في عقد هذه العملية، والأطراف الأخرى تُشارك كمساندة لعملية التصكيك، ترتبط هذه الأطراف مع بعضها بعلاقات قانونية واضحة من شأنها تنظيم عمل كل طرف وتحديد مهامه ومسؤولياته وواجباته، كما يحكم عملها إطار شرعي واضح مدعوم بفتوى تبيّن السلامة الشرعية لعملية الإصدار.

الجدول رقم (02): أطراف عملية التصكيك

الأطراف الأساسية الأصلية	الأطراف المُساندة المساعدة
1-جهة الإصدار/ المنشئ (Originator)	1-هيئة الرقابة الشرعية (Sharia Supervisory Board)
2-الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)	2-مدير الإصدار (The Issuing Manager)
3-محفظة التصكيك (Portfolio Asset)	3-متعهد التغطية (The Underwriter)
4-حملة الصكوك (Sukuk Holders)	4-أمين الاستثمار (The Investment Trustee)
	5-مدقق الحسابات الخارجي (The External Auditor)
	6-لجنة حملة الصكوك (Sukuk Holders Committee)
	7-وكالات التصنيف (Rating Agencies)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، 2023، ص. 10).

الأطراف الأساسية الأصلية بعملية التصكيك:

1-جهة الإصدار/ المنشئ (Originator): ويطلق عليها جهة الإصدار وهي الشخصية الاعتبارية التي تحتاج إلى السيولة والتمويل وترغب في تصكيك اصولها، والتي تستفيد من حصيلة الاكتتاب في الصكوك، وقد يكون المنشئ الحكومة أو مؤسسة أو جهة عامة أو مؤسسة مالية أو مصرف أو شركة، وذلك ممن يسمح لهم نظامهم الأساسي بذلك، وذلك بعد الحصول على موافقة هيئة الأوراق والأسواق المالية.

2- الشركة ذات الغرض الخاص Special Purpose Vehicle (SPV): وهي الجهة المصدرة (ISSUER) وتسمى شركة التصكيك أو وكيل الإصدار، وهي شخص اعتباري ذو غرض وحيد يتمثل في تملك الأصول أو المنافع أو الحقوق محل التمويل نيابةً عن حملة الصكوك حيث يتم إصدار الصكوك والقيام بتحويل حصيلة الأموال إلى الجهة المنشئة ومن ثمّ توزيع عوائد الاستثمار على حملة الصكوك، ولها أن تتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك، وتكون العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص وحملة الصكوك قائمة على أساس الوكالة بأجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار، وفي حالة عدم وجود الشركة ذات الغرض الخاص تكون الجهة المستفيدة هي الجهة المصدرة.

3- محفظة التصكيك (Portfolio Asset): تعتبر الطرف الهام الذي تدور حوله عمليه التصكيك وتتمثل في الوعاء الاستثماري الذي يجمع الأصول التي تمّ تصكيكها لصالح المنشئ بغرض الحصول على السيولة/ التمويل لمشروع استثماري جديد أو توسيع قاعدة مشروع قائم وتطويره، بالإضافة إلى تحصيل عوائد هذا المشروع التي يتم تخصيصها للتوزيع على حملة الصكوك، من خلال حساب خاص يستخدم للسداد في تاريخ الاستحقاق.

4- المستثمرون حملة الصكوك (Sukuk Holders): وهم مالكو الصكوك من المستثمرين الأفراد الطبيعيين أو الاعتباريين (حكومات، بنوك، مؤسسات أو شركات محلية وعالمية ..) ممن قاموا بشراء الصك المطروح للاكتتاب، والذين سيحصلون على عوائد الاستثمار، بالإضافة إلى قيمة الصك في نهاية عمر المشروع الاستثماري، كما يتحملون أي خسارة ناتجة عن هذا الاستثمار.

الأطراف المساندة المساعدة في عملية التصكيك:

1-هيئة الرقابة الشرعية (Sharia Supervisory Board): تعتبر الأكثر أهمية من الأطراف المساندة نظراً للدور الذي تختصه بالتأكيد والتحقق من توافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وتراقب مدى التزام الشركة ذات الغرض الخاص بالضوابط الشرعية من بداية الإصدار وحتى انتهاء مدة الصك، وكذلك مراجعة نشرة الاكتتاب ومستندات المشروع لبيان مدى توافقها مع الشريعة الإسلامية من عدمه.

2-مدير الإصدار (The Issuing Manager): شركة خدمات مالية مرخص لها من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية لإدارة وتنظيم الإصدار والترويج له.

3-متعهد التغطية (The Underwriter): شركة خدمات مالية تتولى مهام تغطية الاكتتاب في حال عدم اكتماله بموجب اتفاقية التعهد بالتغطية المبرمة.

4-أمين الاستثمار (The Investment Trustee): شركة خدمات مالية تتولى حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة والإشراف على أعمال مدير الإصدار ومدى التزامهم بالشروط المنظمة للعملية الاستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، والاحتفاظ بالسجلات والوثائق الخاصة بحملة الصكوك، وتتولى عادةً الشركة ذات الغرض الخاص مهمة أمين الاستثمار.

5-مدقق الحسابات الخارجي (The External Auditor): المدقق الذي يقوم بتدقيق ومراجعة حسابات الشركة ذات الغرض الخاص، ويصدر تقارير دورية عن أداء المشروع.

6-لجنة حملة الصكوك (Sukuk Holders Committee): مجموعة منتخبة من حملة الصكوك تتشكل لتمثيل حملة الصكوك وحماية مصالحهم المشتركة.

7-وكالات التصنيف (Rating Agencies): تقوم بدور مهم في التصنيف وهي وكالة متخصصة بتقييم مدى الجدارة الائتمانية والمالية للإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للصكوك المصدرة، وقد تكون هذه الوكالات وكالات تصنيف إسلامية مثل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف(IIRA) ومقرها البحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف (RAM)، ووكالات تصنيف عالمية أهمها (Standard and Poor`s ,Fitch ,Moody`s).

(هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، 2023، ص.7-9).

2-2 المبحث الثاني: خصائص الصكوك السيادية وأهميتها

تمهيد:

تعد الصكوك السيادية من الأدوات المالية المهمة التي تستخدمها الحكومات لتمويل مشاريعها وتلبية احتياجاتها الاقتصادية والمالية، في هذا المبحث سيتم تناول التعريف بالصكوك السيادية، خصائصها، والأطر القانونية التي تحكم إصدارها في بعض الدول، كما سيتم استعراض أهمية ودور هذه الأداة المالية في دعم الحكومات والمجتمعات والاقتصاد بشكل عام، مع التركيز على كيفية إصدار الصكوك وفقاً للاحتياجات التمويلية التي تطرأ على الدول.

2-2-1 تعريف الصكوك السيادية وخصائصها

الصكوك السيادية: هي الصكوك التي تصدرها الحكومات الوطنية أو الهيئات العامة وغيرها من الأشخاص الاعتباريين من الجهات العامة، وتصدر على أصول مملوكة للدولة، كالمرافق العامة وغيرها، وهي أداة مالية تستخدمها الحكومة كبديل للسندات أو أذونات الخزينة التي تتعامل بالفوائد.

أما الصكوك التي تصدرها الشركات التجارية المملوكة للحكومة بالكامل أو بنسبة كبيرة، أو المنظمات الدولية مثل البنك الدولي والبنك الإسلامي للتنمية، فيُطلق عليها الصكوك شبه السيادية.

وعرف البعض الصكوك السيادية بأنها سندات مالية تصدرها جهات حكومية مختلفة تمثلها أو تتولى إدارتها وزارة المالية، وتستند هذه الصكوك إلى عقد شرعي، ويتم تسويقها للجمهور من خلال البنوك وشركات الوساطة المالية سواء داخل الدولة أو خارجها، وعادةً ما تكون هذه الصكوك ذات آجال متوسطة أو طويلة المدى، تمتد عادةً لخمس سنوات أو أكثر. (البدري، 2018، ص.258).

تعريف الصكوك السيادية حسب القوانين والتشريعات لبعض الدول نذكر منها: (البدري، 2018، ص.258-259)

الصكوك السيادية أقرتها تشريعات دول عدة في قوانينها بشكل صريح والبعض الآخر أقرها ضمنياً حيث عرفها بعض الدول:

المشرع المصري: عرفها بالصكوك التي تصدرها الحكومة أو الهيئات العامة أو وحدات الإدارة المحلية أو غيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة.

وورد تعريف في القانون المصري رقم 138 لعام 2021م، القاضي بإصدار الصكوك السيادية في مصر، بأنها أوراق مالية حكومية اسمية متساوية القيمة وقابلة للتداول تصدر لمدة محددة، لا تتجاوز ثلاثين عاماً، وتمثل حصصاً شائعة في حقوق منفعة الأصول وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار.(الدرشابي، 2023، ص.12).

المشـــرع الســـوداني: عرفها بالوثيقة ذات القيمة الاســـمية المحددة في هذه النشـــرة، والتي تتيح لحاملها المشاركة في التمويل الحكومي بأي صيغة من صيغ التمويل الإسلامي.

المشرع الكويتي: عرفها بالصكوك التي يكون المتمول في إحدى هيئاتها أو المؤسسات العامة أو إحدى الشركات المملوكة للدولة بالحاصل.

وفي بعض الدول لم تعتمد التشريعات تعريف للصكوك السيادية الحكومية، إنما أشارت إليها من خلال تحديد الجهات المخول لها إصدار الصكوك ومنها:

القانون الأردني: الذي أشار بجواز الإصدار لجهات الحكومة والمؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة، وبعد أخذ موافقة مجلس الوزراء.

المشرع التونسي: أشار أن تكون فائدة عملية إصدار الصكوك لجهات الدولة والمنشأت والمؤسسات العمومية والجماعات المحلية.

القانون القطري: وكذلك حددها في" الدولة أو أي جهة إصدار، أدوات الدين المضمونة من الدولة بضمان غير مشروط وغير قابل للنقض" .

خصائص الصكوك السيادية:

- تخصص حصيلة الاكتتاب في الصكوك السيادية للاستثمار في مشاريع وأنشطة حكومية، مما يسهم في تحقيق المنفعة العامة للمجتمع ككل.
- الصكوك السيادية تخضع في إصدارها وتداولها لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية وفق عقد شرعي.
- تمثل الصكوك السيادية حصة مشتركة شائعة في ملكية أصول أو أعيان أو خدمات أو منافع، ولا تعتبر ديناً بفائدة لحاملها في ذمة المُصدر، وهذا مايميزها عن السندات التي تمثل ديناً أو قرضاً بفائدة.
- الصكوك السيادية تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، فحامل الصك السيادي لا يضمن حصوله على الأرباح وليس له عائد مقطوع، إنما يستحق نسبة من الأرباح، وعلى قدر تحمله للمخاطر وفق قاعدة الغُنم بالغُرم، حيث يشارك مالكي الصكوك في الغنم (الإيراد) حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون (الكلفة/ الخسارة) بنسبة مايملكه كل منهم من صكوك.
- الصكوك السيادية لها أجل ويجري تصفيتها بنهاية هذا الأجل، وليست دائمة بدوام الشركة المصدرة.
- الصكوك السيادية لا تمنح حاملها حق حضور الجمعية العمومية للشركة أو التصويت أو المشاركة في الإدارة والرقابة، ذلك بخلاف حملة الأسهم.
- الصكوك السيادية لا تعطي حامل الصك السيادي أي مدفوعات وفقاً للقيمة الاسمية للاستثمار، إنما تتحدد وفق القيمة السوقية للاصل (في حال عدم فناءه) وذلك في تاريخ الاستحقاق.

(درشابي، 2023، ص.13).

2-2-2 أهمية ودور الصكوك السيادية

الصـــكوك الســـيادية في هدفها وغرضـــها العام هو إدارة فعالة للســـيولة ومعالجة عجز الموازنة، وتمويل مشاريع عامة لإنعاش الاقتصاد وتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المستدامة، وإعادة التوازن والعدالة في توزيع الدخول والثروات وتحقيق النمو والاستقرار في المجتمع.

فالمشـــاريع العامة هي التي تحقق مصـــالح وحاجات عامة لأفراد المجتمع بحيث يكون لها عائد اجتماعي وتنموي مجزٍ، كمشاريع البنية التحتية ومشاريع عامة أساسية كالرعاية الصحية والتعليم والقضاء والأمن، وكذلك الأنفاق والجســور والســدود والصــرف الصــحي التي تحقق التنمية المســتدامة لأجيال متعددة من الناحية الاقتصادية والاجتماعية. (القري، 2019، ص.92-93).

1- أهمية الصكوك السيادية للحكومات المصدرة:

- يساعد التصكيك السيادي على تحسين التصنيف الائتماني للحكومات المصدرة وبالتالي يعزز من قدرتها في الحصول على تمويلات جديدة.
- تساهم الصكوك السيادية في تمويل مشاريع البنية التحتية وإدارة السيولة، من خلال توفير وسيلة تمويلية دون تحميل أعباء مالية مباشرة على الميزانية العامة للدولة، ودون اللجوء إلى طباعة العملة أو الاقتراض بفوائد، مما يساعد على تجنب التضخم وزيادة الديون، كما تنقل الصكوك المخاطر التشغيلية إلى القطاع الخاص، مما يتيح للدولة تخصيص مواردها لإنشاء مرافق جديدة للقطاعات الاقتصادية والاجتماعية والخدمية.
- يساعد التمويل من خلال الصكوك السيادية على توسيع قاعدة المشاركة المجتمعية مما يحفز الأفراد للمحافظة والحرص على المرافق ومشاريع البنية التحتية التي تعتبر مصدر للعوائد المالية فهي ملكاً لهم من خلال التصكيك، كما ستعود هذه الأصول إلى الدولة عند انتهاء فترة التصكيك.
- توفير العملة الأجنبية للحكومة من خلال تمويل مشاريع عدة كمشاريع البنية التحتية، باستخدام الصكوك السيادية، وهذا يتطلب أن تسمح القوانين والأنظمة المحلية للأجانب بالاكتتاب فيها.
- تساهم الصكوك السيادية في توسيع الأنشطة من خلال تركيزها على مشاريع استثمارية تنموية وبُنى تحتية تزيد من موارد الدولة.
- للصكوك السيادية دور في اتحاد جهود الحكومات والمؤسسات والشركات العامة للحصول على تمويلات تهدف لإقامة المشاريع والتوسع في أنشطتها.
- تساهم الصكوك السيادية في تمويل مشاريع البنية الأساسية والمشاريع العامة والتنموية مثل الطاقة والمواصلات والطرق البرية والنقل السريع والمطارات ومحطات الكهرباء والمياه والأشغال العامة وغيرها. (درشابي، 2023، ص.18-19).

2-أهمية الصكوك السيادية بالنسبة للمستثمرين:

- توفر الصكوك فرصة لفئات متنوعة من الجمهور لتوظيف فائض أموالهم في المشاريع ومشاركتهم في الدخل الناتج منها (الربح والخسارة) على اعتبارهم ملاك وأصحاب هذه المشاريع.
- تقدم الصكوك لحملتها المستثمرين فرصة استثمارية تدر لهم عوائد قد تفوق عوائد الاستثمار في المجالات التقليدية الأخرى، من خلال توظيف وإدارة سيولتهم الفائضة، كما يمكن لصاحب الصك استرداد أمواله أو جزء منها من خلال التداول بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية متى رغب خلال مدة المشروع. (عمري، 2017، ص.94-95).

3-أهمية الصكوك السيادية بالنسبة لأسواق الأوراق المالية:

- تدعيم سوق الأوراق المالية من خلال الدور الكبير لمساهمة الصكوك السيادية في توسيع قاعدة الأوراق المالية وجذب المزيد من المستثمرين ورؤوس الأموال وأصحاب المدخرات إلى السوق المالي.
- تساهم الصكوك السيادية في تطوير وتنمية سوق الأوراق المالية من خلال سعي هذه الأسواق لإيجاد معيار ومؤشر قياسي للتمويل الإسلامي لتصبح هدفاً ومركزاً لسوق التمويل الإسلامي العالمي.
- الصكوك السيادية "تعمل على إثراء الأسواق المالية الإسلامية، لأنها الأداة المكملة للأسهم والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية. (مختار وحجة الله، 2022، ص.33).

4-أهمية الصكوك السيادية على مستوى الاقتصاد العام والمجتمع:

- تساهم الصكوك السيادية في تعزيز الشمول المالي والنمو الاقتصادي من خلال جذب المدخرات الموجهة نحو الاستثمار في أدوات مالية غير قائمة على الفائدة، مما يساهم في توجيه الأموال نحو القطاع المالي الرسمي.
- تساهم الصكوك السيادية في تقليل التضخم والبطالة من خلال تركيزها على تمويل أصول إنتاجية حقيقية يزداد فيها الإنتاج والتوظيف، مما يعزز التوازن بين الطلب والعرض، فيحدث استقرار في المستوى العام للأسعار وبالتالي استقرار اقتصادي.
- تدعم الصكوك تطبيق قاعدة توافق الآجال وتقلل من مخاطر عدم التناسب بين آجال الموارد واستخدامها.
- تساهم في التخصيص الأمثل للموارد من خلال تمويل المشاريع بناءً على دراسات الجدوى الاقتصادية والشرعية التي من أولوياتها تأمين الضروريات والسعي للكفاية والتحسينات. (درشابي، 2023، ص.18-19).
- الصكوك السيادية التي تصدرها الحكومات تستخدم حصيلتها في استغلال الموارد الطبيعية المتاحة وكذلك توفير المواد السلعية والخدمية إضافةً للخدمات العامة وغيرها من احتياجات المجتمع.

- تساهم الصكوك السيادية في إنعاش الاقتصاد من خلال استفادتها من استقطاب رؤوس الأموال الموجودة خارج الجهاز المصرفي والتي تعزف عن الاستثمار والمشاركة في المشاريع التي تمول بالأدوات التقليدية الربوية. (البدري، 2018، ص.261-262).
- الصكوك السيادية تحافظ على الاقتصاد العام وتضمن وطنية الموارد.
- تمكن الصكوك من التوسع وفتح المجال لقيام مؤسسات مالية إسلامية تُعنى بصناعة الصكوك والمنتجات المالية الإسلامية، كشركات (SPV) وهيئات المحاسبة والمراجعة وغيرها.
- تساعد الصكوك على اندماج اقتصاد الدول مع بعضها واندماج المجتمع ككل في أطراف العملية الاستثمارية التي من شأنها إعادة التوازن في توزيع الثروات والحد من فوارق الطبقات، كذلك من خلال الزكاة التي تقوم بها عملية الصكوك الإسلامية. (عمري، 2017، ص.95).

2-2-3 إصدار الصكوك السيادية وفقاً لمتطلبات التمويل الحكومية

تعتبر الصكوك السيادية أحد أهم أدوات التمويل الإسلامي التي تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فقد لاقت رواجاً كبيراً في العقد الأخير، لما لها من الدور الكبير والمساهمة في تلبية احتياجات الحكومات من التمويل اللازم للإنفاق العام وسد العجز في الموازنات العامة، في حين أنّ معالجة مشكلة عجز الموازنة باستخدام أدوات تمويلية تقليدية، كالاقتراض العام سواء كان داخلياً أو خارجياً، يؤدي إلى إثقال كاهل الدولة بالديون ويدخلها في أزمة ديون سيادية، وكذلك زيادة الضرائب لمعالجة العجز أو الإصدار النقدي، يتسبب في إضعاف تنافسية المنتج المحلي، فضلاً عن الارتفاع العام لمستوى الأسعار وبالتالي أصبحت هذه الأدوات التقليدية غير مجدية لما لها من تأثيرات سلبية كثيرة على الاقتصاد وعلى الدولة ككل، إضافةً أنها أدوات غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ووفقاً لذلك يعتبر الحل الأفضل هو إصدار صكوك سيادية وفقاً لمتطلبات التمويل الحكومية، فتقوم الجهات المعنية بتحديد احتياجات الدولة من التمويل، ثم تُقدّم هذه الاحتياجات للحكومة، ممثلةً بوزارة المالية أو البنك المركزي، مع تحديد الوقت المطلوب وفترة التمويل، يتم بعد ذلك تحديد المشاريع التي تحتاج إلى تمويل، وكذلك الأصول المراد شراؤها أو استئجارها، مع تقدير تكاليف هذه المشاريع أو أسعار الأصول المعنية، وبعد مراجعة البيانات اللازمة تقوم الحكومة أو البنك المركزي بتصنيف المشاريع والأصول إلى مجموعات متشابهة من حيث النوع وفترة التمويل، ثم يتم إصدار الصكوك المتعلقة بالاستصناع أو المرابحة أو الإيجارة أو المشاركة وغيرها وفقاً للقواعد الشرعية والفنية المحددة.

تقوم الجهة الوكيلة المسؤولة عن إدارة الصكوك بشراء الأصول ومن ثم بيعها أو تأجيرها للدولة، وتُعقد عقود الاستصناع بالتنسيق مع الحكومة، يحصل حاملو صكوك المضاربة على نسبة من الأرباح وفقاً للاتفاق، بينما يُحدد ربح أصحاب صكوك المرابحة بناءً على الفرق بين سعر بيع الأصل للدولة وتكاليف الشراء، وبالنسبة لصكوك الاستصناع يتم احتساب الربح بناءً على الفرق بين قيمة عقد الاستصناع

وتكاليف التنفيذ بعد خصم المصاريف الإدارية، أما عائد صكوك الإيجارة فيمثل قيمة الإيجار الصافي بعد خصم المصاريف، وفي حالة عقود السلم، يتحدد الربح بناءً على الفرق بين سعر شراء السلعة وقيمتها في السوق عند الاستلام. (البدري، 2018، ص.263-264).

وهذه الأداة من التمويل تتطلب جهوداً وخبرات في البحث عن أفضل سبل و طرق الاستثمار، لنجاح المشروعات وربحيتها، فعلى الدولة ومن يمثلها أن تحاول قدر الإمكان تجنب حدوث خسارة، حتى يقبل أفراد المجتمع والمؤسسات الوطنية والأجنبية مشاركة الحكومة في تمويل المشروعات، وفيما يلي أمثلة تطبيقية:

1- التمويل بصكوك المشاركة السيادية:

تُعتبر صكوك المشاركة السيادية أدوات مالية ترتكز على أصول حقيقية، حيث تمثل حصة الحكومة في بعض المؤسسات والشركات التي تملكها بالكامل أو جزئياً، وبالتالي يُنظر إلى المستثمرين في هذه الصكوك كمشاركين مع الحكومة في تحقيق المنافع والأرباح المحتملة من تلك المؤسسات.

تُعد هذه الصكوك وسيلة فعّالة لتمويل الإنفاق العام ومعالجة العجز في الميزانية، من خلال استثمار عائداتها في مشاريع تدرّ دخلاً، كما أن هذه الآلية لا تُلزم الدولة بتعهدات ثابتة تجاه الممولين، كونها تعتمد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، بالإضافة إلى ذلك يمكن للحكومة أن تستعيد هذه الصكوك من حامليها تدريجياً وفق خطة محددة وعلى مدى زمني معين، ومن هذه المشاريع محطات الطاقة الكهربائية والموانئ والجسور والأنفاق والسكك الحديدية والجامعات.(بنية وفرقاني، 2018، ص.12).

2-التمويل بصكوك المضاربة السيادية:

تُعتبر صكوك المضاربة السيادية أدوات استثمارية تتيح تقسيم رأس المال المضاربة من خلال إصدار صكوك ملكية تعكس وحدات متساوية القيمة، تُسجل بأسماء المستثمرين الذين يمتلكون حصة شائعة في رأس المال، يمكن للدولة الاستفادة من هذه الأداة التمويلية لتمويل احتياجاتها وتغطية العجز في ميزانيتها العامة، عبر إصدار صكوك مضاربة بدلاً من سندات الخزينة، وذلك لجمع الأموال اللازمة لدعم مشروع معين أو لتوسيع مشروع قائم، إذ تمثل قيمة صكوك المضاربة المبلغ المطلوب لتمويل تلك المشاريع. (حمداوي وجابري، 2018، ص. 9).

وبالمثال: يمكن تمويل إنشاء محطة جديدة لتوليد الكهرباء، فيقوم حملة صكوك المضاربة بتقديم رأس المال للحكومة (وزارة الكهرباء) التي تلعب دور المضارب، ويتم تقاسم الأرباح بينهما حسب الاتفاق، أما الخسائر فيتحملها حملة الصكوك بمفردهم إذا لم يثبت وجود تهاون أو إهمال من قبل الحكومة (المضارب) ويكون لها اتخاذ القرار الاستثماري والإداري للمشروع دون مشاركة من أصحاب الأموال، كما يمكن لسورية إنشاء صكوك على المستوى الدولي لتوليد كهرباء لبلد الجوار نظير حصولها على رأس مال التمويل كمضارب، ثم استخدام هذه الأموال في تمويل مشروعات أخرى داخل سورية.

3-التمويل بصكوك الإجارة السيادية:

صكوك التأجير هي مستندات تمثل حصصاً متساوية في ملكية أصول مؤجرة، وتستند إلى عقود إيجار، كل صك يمثل ملكية جزئية في أعيان حكومية مؤجرة، حيث يتم تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية، تمنح هذه الصكوك لحامليها حق الحصول على دخل الإيجار وفقاً لمساهمتهم، تعد صكوك الإجارة وسيلة تمويل مهمة للحكومات، حيث تساهم في جمع الموارد والأموال اللازمة لتغطية النفقات الحكومية ولتمويل مشاريع متعددة، مثل مشروعات البنية التحتية ذات النفع العام، في هذا السياق تكون الحكومة المستأجر الأساسي، بينما يمتلك أصحاب الصكوك الأصول المؤجرة، مما يتيح للمواطنين استخدام هذه المشاريع. (بومعزة وعياش، 2022، ص.165).

كما يمكّن التصكيك السيادي من استخدام حصيلة الصكوك بتوسعة المطارات وشراء طائرات وتصكيكها ومن ثم تأجيرها للحكومة مثلاً لمدة 10 سنوات، بإجارة منتهية بالتمليك.

4-التمويل بصكوك المرابحة السيادية:

صكوك المرابحة هي مستندات مالية تُصدر من قبل الجهة الراغبة الواعدة في شراء بضائع محددة مع تحديد هامش ربح مسبق، يتم ذلك بعد أن يتملك البائع البضاعة ويقوم بقبضها، حيث تُستخدم الحصيلة لتغطية تكلفة الشراء والنقل والتخزين، يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ العقود نيابة عن مالكي الصكوك، مما يسهل على البائعين الاكتتاب بها بعد استلامهم للبضاعة.

تعتمد الحكومات على صكوك المرابحة كوسيلة لتمويل شراء مجموعة متنوعة من السلع، مثل المواد الغذائية (أولية وخام) والآلات والمعدات، بالإضافة إلى مواد البناء والأخشاب وغيرها، يتم ذلك من خلال التعاون مع مؤسسات مالية إسلامية، حيث تطلب منها الحكومة إصدار صكوك مرابحة لتمويل شراء السلع حالاً مع دفع الثمن على أقساط لاحقة، ويحصل حاملو الصكوك على أرباح تعكس الفرق بين سعر شراء البضاعة وسعر بيعها للحكومة، تسهم هذه الآلية في تعزيز الكفاءة الإنتاجية للاقتصاد وتسهيل تمويل بنود الموازنة العامة المتعلقة بالسلع والمعدات. (بومعزة وعياش، 2022، ص163).

تُعتبر المرابحة أداة تمويل رئيسية تُستخدم على نطاق واسع لتحقيق أهداف السيولة المالية للدولة، ورغم عدم إمكانية تداول هذه الصكوك، إذ قد يؤدي ذلك إلى اعتبارها بيعاً للديون إلاَّ أن الجهة المصدرة يمكنها استردادها بشرط عدم تدخل طرف ثالث في العملية، وفقاً لفتوى مجمع الفقه الإسلامي والتي تم إصدارها في القرار رقم 7/2/66، خلال دورته السابعة في جدة. (مختار وحجة الله، 2022، ص.36).

ويمكن أن تلجأ الحكومة إلى استخدام صكوك المرابحة لتمويل المستلزمات اللازمة لمشاريع البنية التحتية التي تُنفذ من قبل القطاع الخاص، على سبيل المثال: إذا كانت إحدى شركات القطاع الخاص تعمل على إنشاء محطة كهرباء تعمل بالطاقة الشمسية، فقد تحتاج إلى بعض المدخلات لإكمال المشروع، في هذه الحالة تقوم الحكومة بشراء هذه المستلزمات ثم تبيعها مباشرةً للقطاع الخاص بسعر الشراء مضافاً إليه

هامش ربح، وبهذا الشكل تتمكن الحكومة من اختصار مراحل الوساطة، مما يؤدي إلى تقليل تكلفة البنية التحتية للمحطة. (الدرشابي، 2023، ص.23).

إضافةً لذلك ترى الباحثة أن هذا النوع من التمويل يكون ذو تكاليف أقل نظراً لعدم تكبد الحكومة تكاليف الجمارك والرسوم والضرائب التي يدفعها القطاع الخاص عادةً عندما يقوم بصفقة الشراء والبيع.

5- التمويل بصكوك السَّلم السيادية:

صكوك السلم السيادية هي أوراق مالية قصيرة الأجل تمثل استثماراً يتضمن ثلاثة أطراف: الحكومة التي تبيع السلعة، والمشتري بصيغة السلم (مثل شركة وساطة أو بنك) الذي يعمل كمدير لمحفظة صكوك السلم، والطرف الثالث هم حملة (مشترو) الصكوك، تقوم المحفظة بجمع قيمة الصكوك من المشترين وتسديد ثمن السلعة للحكومة حالاً على أن يتم استلام السلعة لاحقاً، وفي حالة السلم الموازي تتولى شركة التصكيك السيادي استلام بضاعة السلم بالوكالة عن حملة الصكوك ثم بيعها لطرف ثالث، تعتبر صكوك السلم أداة فعالة لجذب التمويل اللازم للحكومة لتمويل مشاريعها والأنشطة الاستثمارية الحكومية، خاصة في مجالات الإنتاج الزراعي والصناعي والاستخراجي والتعديني. (بومغرة وعياش، 2022، ص.164).

وبالمثال: يمكن للحكومة بيع القمح أو النفط – الغاز – الكهرباء، من خلال إصدار صكوك السلم، حيث تعتبر الحكومة منتجة وقادرة على تسليم هذه الموارد في موعد محدد مستقبلاً، يقوم المكتتبون (حملة الصكوك) بدفع قيمة الصكوك مقدماً عند إبرام العقد، على أن يحصلوا لاحقاً على القمح أو النفط –الغاز – الكهرباء لبيعها بأسعار السوق السائدة، ويمثل الفارق بين السعر المدفوع عند التعاقد وسعر إعادة البيع ربحاً لحملة الصكوك.

6-التمويل بصكوك الاستصناع السيادية:

صكوك الاستصناع تمثل أدوات مالية متساوية القيمة تُستخدم لتمويل تصنيع سلعة معينة، بحيث تصبح هذه السلعة ملكاً لحملة الصكوك، تبدأ العملية بتحديد الحكومة لاحتياجاتها من المنتجات أو المشاريع، ثم تقوم جهة إدارة الصكوك بتصنيع ما تحتاجه الحكومة لصالح هؤلاء الحملة، بعد انتهاء عملية التصنيع تباع السلعة مرة أخرى للحكومة التي تسدد ثمنها على دفعات.

يمكن للحكومة الاستفادة من صكوك الاستصناع كوسيلة فعالة لتمويل وتنفيذ مجموعة متنوعة من المشاريع العمرانية والبنية التحتية، مثل الطرق والسدود والسكك الحديدية، بالإضافة إلى شبكات الكهرباء ومحطات المياه ومرافق التعليم والصحة، على سبيل المثال، يمكن للحكومة أن تطلب بناء (نفق وجسر أو طريق سريع) بمواصفات معينة، حيث تقوم شركة متخصصة بتنفيذ المشروع وتسليمه، مع إمكانية تأجيل أو تقسيط الدفع، هذه الآلية تقلل من الحاجة للدفع الفوري، مما يساعد في تخفيف الضغوط على الموازنة العامة ويقلل من الحاجة للاقتراض في حال عدم توفر السيولة.

تستخدم بعض الدول هذا الأسلوب بنجاح ومن الأمثلة على ذلك:

في ماليزيا استخدمت الحكومة صكوك الاستصناع لتمويل مشاريع تنموية كبرى، حيث أصدرت في عام 2001 صكوك بقيمة 425 مليون رينجيت ماليزي لإنشاء مستشفى ساراواك، وفي عام 2003 أصدرت بقيمة 5.6 مليار رينجيت صكوك استصناع لإنشاء شركة للكهرباء (Sdn Bhd Power)، ثم تبعتها إصدارات أخرى لتمويل مشاريع أخرى كهربائية ومتنوعة.

وقامت حكومة باكستان في عام 2005 بإصدار صكوك استصناع بقيمة 600 مليون دولار لإنشاء طريق سريع يربط بين لاهور وإسلام آباد، وتم تداول هذه الصكوك في بورصة لوكسمبورغ.

أما في البحرين، فقد انطلق مشروع "درة البحرين" السياحي في عام 2005، بتمويل المرحلة الأولى من خلال إصدار صكوك بقيمة 120 مليون دولار، حيث تم اعتماد نموذج يجمع بين الاستصناع والإجارة المنتهية بالتمليك.

وفي السودان، تم دمج صكوك الاستصناع مع صكوك الإجارة تحت مسمى "صكوك التنمية الحكومية"، بهدف جذب الودائع قصيرة الأجل لتمويل مشاريع البنية التحتية. (الدرشابي، 2023، ص.22).

7- التمويل بصكوك المغارسة والمساقاة والمزارعة السيادية:

يُعرف هذا النوع من التمويل باسم "صكوك العقود الزراعية"، ويؤدي دوراً حيوياً في تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة فيما يتعلق بالاستثمارات في البنية التحتية للقطاع الزراعي، حيث تقوم الحكومة، أو وزارة الزراعة باعتبارها المالكة لمساحات واسعة من الأراضي الزراعية، بإصدار صكوك **المغارسة**، وذلك لاستخدام حصيلتها في تجهيز الأرض وتطويرها، بما يتضمن شراء آلات ومعدات خاصة، بالإضافة إلى إنشاء شبكات الري والصرف، وغرسها بالشتلات اللازمة.

يعمل المكتتبون في الصكوك كمغارسين بأموالهم، ويستحقون حصة محددة تنص عليها نشرة الإصدار من الأرض المغروسة بالأشجار بعد وصولها إلى مرحلة الإثمار، وبذلك تكون عوائد هذه الصكوك عبارة عن ثمن الحصة من **الأرض المغروسة** أو حصيلة بيع المحاصيل مثل الفواكه.

تعتبر صكوك المغارسة من الوسائل الفعالة في تمويل مشروعات استصلاح الأراضي الزراعية وما يرتبط بها من بنية تحتية، مما يتيح للحكومة جمع الموارد المالية اللازمة دون الحاجة إلى الاقتراض أو فرض ضرائب إضافية، مما يساهم في تخفيف العبء على الموازنة العامة للدولة والحفاظ على استقرار الأسعار.

يمكن للحكومة السورية استغلال صيغ المغارسة، والمساقاة، والمزارعة كهيكل هجين لتمويل استثمارات البنية التحتية، تُقسم على ثلاث مراحل متتالية في ثلاثة عقود: (الدرشابي، 2023، ص.26).

في المرحلة الأولى، يمكن للحكومة إبرام **عقد مغارسة** مع شركات أو جهات متخصصة في الزراعة، حيث تقوم هذه الجهات باستصلاح مساحات شاسعة من الأراضي الحكومية، وزراعة أشجار مثمرة ذات عمر افتراضي طويل، تتولى فيها الجهة المختصة توفير البنية التحتية اللازمة مثل أنظمة الري والصرف

حتى تثمر الأشجار، ويتم تقسم ملكية الأرض بين الحكومة وهذه الجهات حسب ما نُصّ عليه في الاتفاق، وليكن 60% للحكومة و 40% للجهة المتخصصة في مجال الزراعة.

في المرحلة الثانية، تُبرم الحكومة **عقد مســـاقاة** مع جهة ما مختصـــة، حيث تقوم هذه الجهة برعاية الأشجار المزروعة (الغرس) في المساحة المستصلحة، مقابل الحصول على حصة من الثمار الناتجة من الأرض.

أما في المرحلة الثالثة والأخيرة، يمكن للحكومة إجراء **عقد مزارعة** يُتيح للطرف المتعاقد (القطاع الخاص) بزراعة المحاصيل الحقلية بين الأشجار المغروسة(في المرحلة الأولى)، مقابل حصوله على حصة من هذه المحاصيل.

بهذا الشكل، تكون الحكومة السورية قد استفادت من استصلاح مساحات شاسعة من الأراضي دون تحميل الموازنة العامة أعباء إضـــافية، بينما يحصـــل القطاع الخاص على أراضٍ منتجة دون دفع ثمن الأرض بشكل مباشر، كما يعود ذلك بالنفع على المجتمع من خلال زيادة الإنتاج الزراعي، وتوفير فرص عمل حقيقية، وتحقيق الاكتفاء الذاتي في العديد من المحاصيل الاستراتيجية، بدلاً من استيرادها، مما يعزز من نشاط سوق التصدير بالعملة الأجنبية.

8-التمويل بصكوك الوكالة الاستثمارية:

يمكن للحكومة إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار لتمويل مشاريع البنية التحتية، حيث تعمل الحكومة كوكيل مقابل أجر ثابت أو نسبة من الأرباح، يكتتب المستثمرون في الصكوك لتحقيق أرباح مع تحملهم مخاطر الاستثمار وفق حصصهم، يحصل الوكيل (الحكومة) على أجر ثابت وقد يحصل على حافز إضافي من العائد الزائد، ومع ذلك، يقتصر ربح الحكومة على الأجر المضمون دون صلاحية اتخاذ القرارات الاستثمارية، مما يجعل هذا النموذج غير مثالي للبنية التحتية، لكن يمكن استخدامه لإضفاء الشرعية على شركات القطاع الخاص المنفذة لمشاريع خارج سورية مقابل تعويض عن هذا الضمان يُستفاد منه لاحقاً في مشاريع داخلية. (الدرشابي، 2023، ص.25).

2-3 المبحث الثالث: تطور الصكوك السيادية عالمياً

تمهيد:

يُعد سوق الصكوك من الأسواق المالية التي شهدت تطوراً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، حيث أصبحت الصكوك إحدى الأدوات المالية المبتكرة التي تلعب دوراً مهماً في التمويل الإسلامي وتطوير الأسواق المالية العالمية، وفي هذا المبحث سنتناول التطورات العالمية في مجال الصكوك بشكل عام، ثم ننتقل إلى دراسة التطور الخاص بالصكوك السيادية، التي أصبحت أداة محورية لتمويل الحكومات في العديد من دول العالم.

2-3-1 التطور العالمي لسوق الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك بالشكل العام من الأدوات المالية الحديثة نسبياً مقارنة بباقي المنتجات والصيغ الإسلامية، ولكنها استطاعت أن تحقق نمواً وتوسعاً كبيراً في مختلف الدول في السوق المحلي والدولي، ويوضح الجدول التالي حجم وتطور الإصدارات العالمية للصكوك خلال الفترة 2001- 2022.

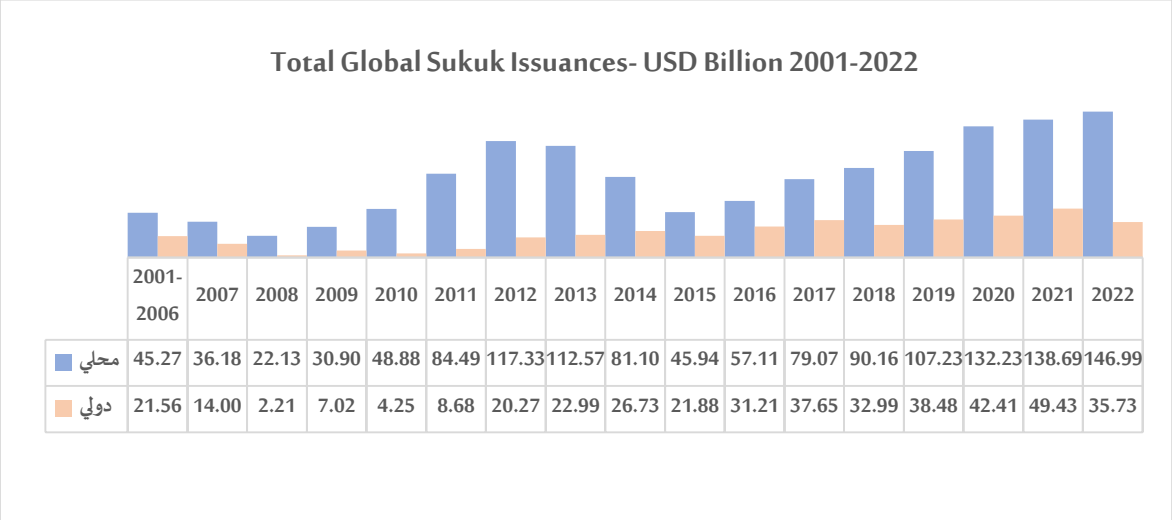
الجدول رقم (03): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية من 2001-2022 (مليار دولار أمريكي)

العام	2001-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
السوق المحلي	45.27	36.18	22.13	30.90	48.88	84.49	117.33	112.57	81.10
السوق الدولي	21.56	14.00	2.21	7.02	4.25	8.68	20.27	22.99	26.73
القيمة الإجمالي	**66.83**	**50.18**	**24.34**	**37.93**	**53.13**	**93.17**	**137.60**	**135.56**	**107.83**

العام	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	الإجمالي
السوق المحلي	45.94	57.11	79.07	90.16	107.23	132.23	138.69	146.99	1,376.27
السوق الدولي	21.88	31.21	37.65	32.99	38.48	42.41	49.43	35.73	417.48
القيمة الإجمالي	**67.82**	**88.32**	**116.72**	**123.15**	**145.70**	**174.64**	**188.12**	**182.72**	**1,793.75**

Source: International Islamic Financial Market, Sukuk Report, 12th Edition, 2023, pp. 29-34; 2020, pp. 28-31.

الشكل رقم (01): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية حسب السوق من 2001-2022.



	2001-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
محلي	45.27	36.18	22.13	30.90	48.88	84.49	117.33	112.57	81.10	45.94	57.11	79.07	90.16	107.23	132.23	138.69	146.99
دولي	21.56	14.00	2.21	7.02	4.25	8.68	20.27	22.99	26.73	21.88	31.21	37.65	32.99	38.48	42.41	49.43	35.73

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

بالإشارة إلى الجدول، نلاحظ أنه في عام **2022**، بلغت **إجمالي** الإصدارات العالمية للصكوك (طويلة وقصيرة الأجل) قيمة **182.715 مليار** دولار أمريكي، بنسبة 80.45% لإصدارات السوق المحلي، و19.55% لـ

إصدارات السوق الدولي، بينما بلغت القيمة **1.79 تريليون** دولار أمريكي منذ عام **2001 وحتى 2022**، بنسبة 76.73% للسوق المحلي ونسبة 23.27% للسوق الدولي، أي **أغلب الإصدارات هي محلية** مقارنةً بالإصدارات الدولية، كما نلاحظ تطور مستمر لإصدارات الصكوك خلال العقد الأخير مما يؤكد ريادة مكانة الصكوك كأداة تمويل رئيسية، فبعدما سجل انخفاضاً في العام 2015، تلته سلسلة من النمو، أما في عام **2021** حققت الصكوك نمواً كبيراً لتسجل أعلى قيمة بين السنوات منذ بداية الفترة 2001 ولغاية 2022، بقيمة **188.12** مليار دولار أمريكي.

ويعود حجم الإصدارات خلال عام 2022 بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا وبعض دول العالم، في حين **تواصل ماليزيا** هيمنتها على سوق الصكوك بشكل عام، في حين أن الإصدارات من السعودية حافظت على المنطقة العربية، وإندونيسيا على اتجاهها التصاعدي وزادت بحجم جيد، وتقوم بعض الدول الأخرى مثل البحرين وتركيا وغيرها بإصدار صكوك بشكل منتظم.(IIFM, 2023, p.29).

الجدول رقم(04): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية المحلية والدولية، حسب الدول منذ نشأتها 2001- 2022 (مليون دولار أمريكي)

عام2022			2001-2022			Period/ الفترة	
% of Total Value	Amount USD Millions	Number of Issues	% of Total Value	Amount USD Millions	Number of Issues	Countries	الدولة
نسبة %	القيمة (مليون دولار)	عدد الإصدارات	نسبة %	القيمة (مليون دولار)	عدد الإصدارات		
36.81%	**67,264**	775	48.40%	**868,130**	9,187	Malaysia	ماليزيا
11.83%	**21,612**	135	9.47%	**169,907**	769	Indonesia	إندونيسيا
3.30%	**6,034**	43	1.85%	**33,176**	191	Pakistan	باكستان
0.85%	1,544	59	0.83%	14,845	310	Brunei Darussalam	بروناي دار السلام
1.37%	2,499	179	0.53%	9,565	308	Bangladesh	بنغلاديش
0.00%	0	0	0.18%	3,196	5	Hong Kong	هونغ كونغ
0.00%	0	0	0.08%	1,499	16	Singapore	سنغافورة
0.00%	0	0	0.02%	337	6	Maldives	جزر المالديف
0.00%	0	0	0.01%	190	3	Japan	يابان
0.00%	0	0	0.01%	97	1	China	الصين
0.00%	0	0	0.00%	5	2	Sri Lanka	سيريلانكا
54.16%	**98,953**	**1,191**	**61.38%**	**1,100,947**	**10,798**	**Total (ASIA & FAR EAST)**	**إجمالي دول آسيا**
23.34%	**42,643**	48	12.55%	**225,087**	311	Saudi Arabia	المملكة العربية السعودية
1.92%	**3,500**	6	5.89%	**105,695**	168	United Arab Emirates	الإمارات العربية المتحدة
1.66%	**3,025**	24	2.58%	**46,288**	518	Bahrain	البحرين
3.46%	**6,318**	6	2.50%	**44,851**	68	Qatar	دولة قطر
0.00%	0	0	0.51%	9,207	19	Oman	سلطنة عمان
0.27%	500	1	0.45%	8,095	27	Kuwait	الكويت
0.00%	0	0	0.03%	483	4	Jordan	الأردن
0.00%	0	0	0.01%	253	2	Yemen	اليمن
30.64%	**55,986**	**85**	**24.53%**	**439,959**	**1,117**	**Total (GCC & MIDDLE EAST)**	**إجمالي دول الشـــرق الأوســـط & مجلس التعاون الخليجي**
0.00%	0	0	1.15%	**20,579**	46	Sudan	السودان
0.20%	369	4	0.13%	2,258	14	Nigeria	نيجيريا
0.31%	561	3	0.06%	1,006	5	Senegal	السنغال
0.15%	278	2	0.03%	602	5	Egypt	مصر

0.02%	35	2	0.03%	535	3	South Africa	جنوب أفريقيا
0.01%	16	118	0.03%	464	804	Gambia	غامبيا
0.00%	0	0	0.03%	460	2	ivory Coast	ساحل العاج
0.00%	0	0	0.02%	285	2	Mali	مالي
0.00%	0	0	0.01%	245	1	Togo	توجو
0.00%	0	0	0.01%	105	1	Morocco	المغرب
0.00%	5	2	0.00%	5	2	Tanzania	تنزانيا
0.69%	**1,264**	**131**	**1.48%**	**26,544**	**885**	**إجمالي دول افريقيا** **Total (AFRICA & FAR EAST)**	
5.48%	**10,011**	34	5.28%	**94,703**	1,189	Türkiye	تركيا
0.00%	0	0	0.14%	2,455	12	United Kingdom	المملكة المتحدة
0.00%	0	0	0.07%	1,267	4	USA	الولايات المتحدة الأمريكية
0.00%	0	0	0.02%	280	3	Luxembourg	لوكسمبورغ
0.00%	0	0	0.01%	206	3	Germany	المانيا
0.00%	0	0	0.00%	77	1	Kazakhstan	كازاخستان
0.00%	0	0	0.00%	1	1	France	فرنسا
5.48%	**10,011**	**34**	**5.52%**	**98,989**	**1,213**	**إجمالي دول أوربا & باقي الدول** **Total (EUROPE & OTHERS&)**	
9.03%	**16,500**	39	7.10%	**127,311**	246	Supranational	البنك الإسلامي للتنمية
100%	**182,714**	**1,480**	**100%**	**1,793,750**	**14,259**	**المجموع الكلي** **GRAND TOTAL**	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

Source: International Islamic Financial Market, Sukuk Report, 12th Edition, 2023, pp. 58-62.

الجدول رقم (05): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية في أبرز الدول **المتصدرة** للفترة الممتدة من 2001 لغاية 2022 ، وفي العام 2022 (مليار دولار أمريكي)

الدولة	(من 2001 إلى 2022)			(العام 2022)		
	القيمة	النسبة	الترتيب	القيمة	النسبة	الترتيب
ماليزيا	868.13	54.67%	1	67.26	41.93%	1
السعودية	225.09	14.18%	2	42.64	26.58%	2
إندونيسيا	169.91	10.70%	3	21.61	13.47%	3
الإمارات العربية	105.70	6.66%	4	3.50	2.18%	7
تركيا	94.70	5.96%	5	10.01	6.24%	4
البحرين	46.29	2.92%	6	3.03	1.89%	8
قطر	44.85	2.82%	7	6.32	3.94%	5
باكستان	33.18	2.09%	8	6.03	3.76%	6

من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول والمصدر السابق.

نلاحظ من خلال الجدول ومنذ نشأة الصكوك في عام 2001 ولغاية 2022، تواصل **ماليزيا** بسبب قوة سوق رأس المال لديها، الحفاظ على **مركزها الأول** في إصدارات الصكوك، بإصدارات محلية ودولية مجتمعة تبلغ حوالي **868.13 مليار** دولار أمريكي، تليها المملكة العربية السعودية بـــ **225.09 مليار** دولار أمريكي، أي بفارق أقل عن ماليزيا حوالي 4 أضعاف، وفي المرتبة الثالثة إندونيسيا، ثم الإمارات ومن ثم تركيا والبحرين وقطر وباكستان، وهم يشكلون مجتمعين **1,587.84 مليار** دولار أمريكي بنسبة **88.52%** من إجمالي الصكوك العالمية التي بلغت **1,793.75 مليار** دولار أمريكي.

بينما نلاحظ في عام **2022 تزايد إصدارات السعودية وإندونيسيا** بشكل جيد، بالإضافة إلى قطر وتركيا وغيرها والذي أدى إلى انخفاض حصة ماليزيا في سوق الصكوك العالمية في السنوات الأخيرة، إلاّ أنه مازال على الدول أن تقطع أشواطاً كبيرة لتصل إلى قيمة إصدارات صكوك **ماليزيا** التي **تستحوذ على مايقارب 50% من سوق الصكوك العالمي.** (IIFM, 2023, p. 22)

توزع إصدارات الصكوك حسب نوع الهيكل في عام 2022:

شهد عام **2022** تقديم هياكل متوازنة إلى حد ما، وهو أمر مرغوب ومشجع لسوق الصكوك حيث تمت معالجة مخاوف الاعتماد على هيكل معين، فكانت التوزعات على الشكل التالي:

على الصعيد المحلي: ظلت **صكوك المرابحة** هي الهيكل الأكثر استخداماً بنسبة **29% (42 مليار** دولار أمريكي) تليها صكوك **الإجارة** بنسبة **19%** (28.182 مليار دولار امريكي) والصكوك الهجينة (مرابحة/مضاربة، بنسبة 21% بقيمة 30.470 مليار دولار)، والصكوك الهجينة (وكالة/مرابحة، بنسبة 8%، قيمة 12.147 مليار دولار)، ثم صكوك المضاربة (11.536 مليار دولار بنسبة 8%).

على الصعيد الدولي: حافظت **صكوك الوكالة** على صدارتها بنسبة 51% (18.4 مليار دولار)، تلتها صكوك الإجارة بنسبة 18.68% (6.675 مليار دولار) ثم صكوك المضاربة بنسبة 5% (1.65 مليار دولار)، أما الهياكل التي تشتهر بشكل كبير في السوق من حيث الإصدارات هي الهياكل الهجينة. (IIFM, 2023, p. 194).

2-3-2 التطور العالمي لسوق الصكوك السيادية

تختلف الصكوك الإسلامية عن الصكوك السيادية من حيث الإصدار، حيث يعود إصدار الصكوك السيادية إلى جهة حكومية، وقد لاقت الصكوك السيادية إقبالاً كبيراً وواسعاً لما تحققه من نفع عام، ويُعد المصدرون الرئيسيون للصكوك السيادية وشبه السيادية كلاً من: السعودية، وماليزيا، وإندونيسيا، والإمارات، كما تواصل كل من تركيا، والبحرين، وقطر، ونيجيريا، وغيرها، توفير أساس قوي لسوق الصكوك. (IIFM, 2023, p. 194).

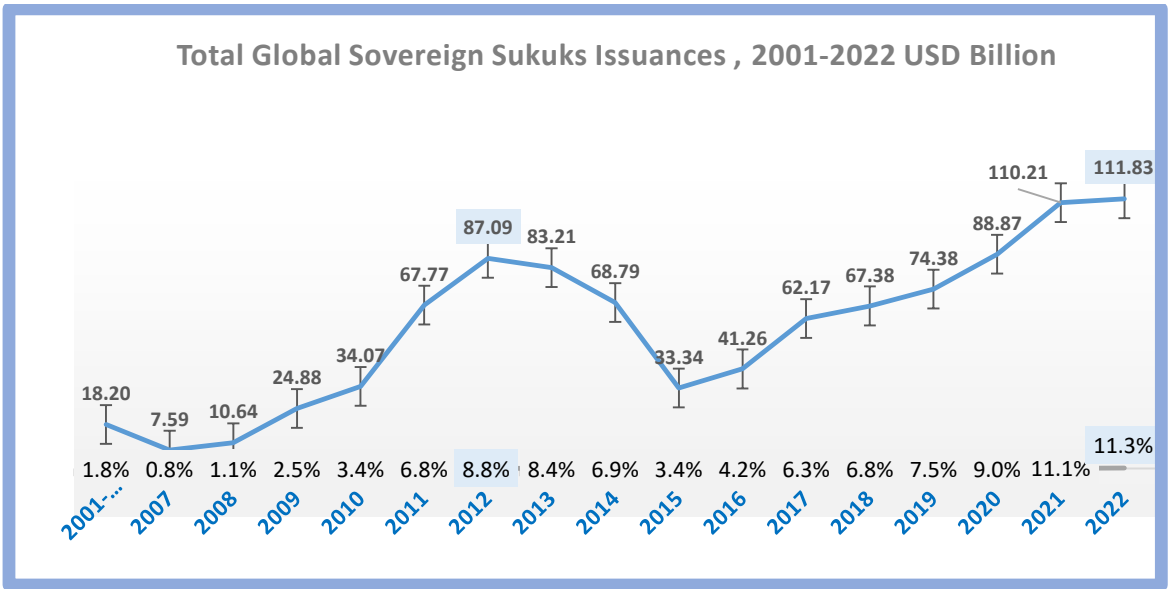
الجدول رقم (06): إصدارات الصكوك السيادية العالمية في الفترة 2001-2022 (مليار دولار أمريكي)

العام	2001-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
القيمة	18.20	7.59	10.64	24.88	34.07	67.77	87.09	83.21	68.79
العام	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	الإجمالي
القيمة	33.34	41.26	62.17	67.38	74.38	88.87	110.21	111.83	991.65

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

Source: International Islamic Financial Market, Sukuk Report, 12th Edition, 2023, p. 48; 2020, p. 43

الشكل رقم (02): إصدارات الصكوك السيادية العالمية للفترة الممتدة من 2001-2022
(مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

تُعد إصدارات الصكوك السيادية المساهم الرئيسي في سوق الصكوك العالمية، ويتضح من خلال بيانات الجدول والشكل السابق أنها في نمو مستمر خلال العقد الأخير بعدما سجلت الصكوك بشكلها العام انخفاضاً في عام 2015، وفي عام **2022** تطورت إصدارات الصكوك السيادية لتصل إلى **111.827** مليار دولار أمريكي بنسبة تغير 1.47% مقارنة بعام 2021، فيما حققت إجمالي إصدارات الصكوك السيادية منذ نشأتها قيمة **991.65** مليار دولار أمريكي، أي بمعدل **55.28%** من إجمالي إصدارات الصكوك العالمية البالغة **1.793** تريليون دولار أمريكي.

وتتوقع الباحثة أن تتجاوز الإصدارات التراكمية للصكوك السيادية حاجز **التريليون** دولار أمريكي بحلول عام **2025**، في ظل النمو المستمر والاهتمام المتزايد بهذا النوع من الأدوات المالية.

حصة الصكوك السيادية وشبه السيادية من سوق الصكوك:

يستعرض الجدول التالي حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية من إجمالي الصكوك العالمية على أساس تراكمي للفترة الممتدة من 2001 لغاية 2022.

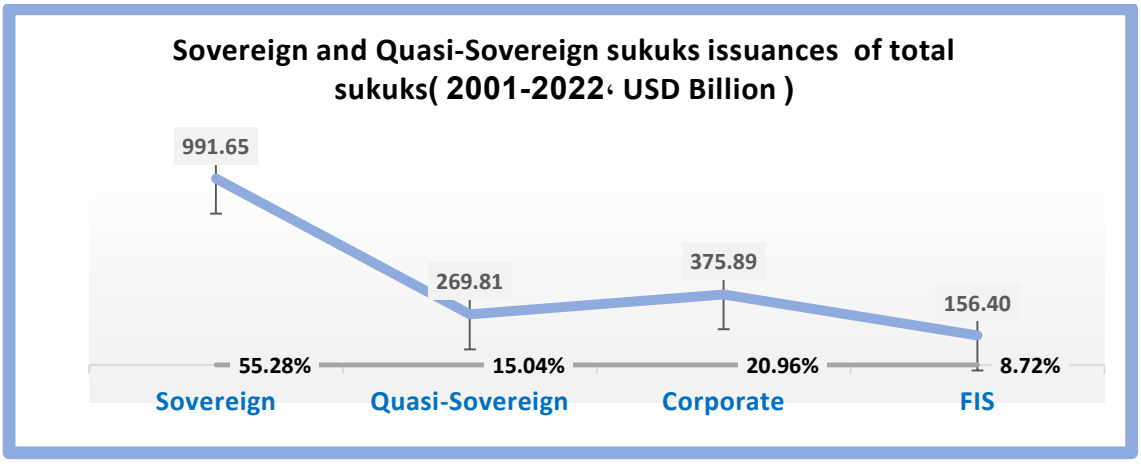
الجدول رقم (07): حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية من إجمالي الصكوك العالمية على أساس تراكمي للفترة الممتدة من 2001- 2022 (مليار دولار أمريكي)

صكوك	سيادية	شبه سيادية	شركات	مؤسسات مالية اخرى	إجمالي
SKUK	Sovereign	Quasi-Sovereign	Corporate	FIS	Total
قيمة	991.65	269.81	375.89	156.40	1,793.75
نسبة	55.28%	15.04%	20.96%	8.72%	100.00%

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على:

International Islamic Financial Market, Sukuk Report, 12th Edition, 2023, pp. 48-51.

الشكل رقم (03): حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية من إجمالي الصكوك العالمية على أساس تراكمي للفترة الممتدة من 2001- 2022 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الجدول السابق، بلغت إصدارات **الصكوك السيادية** منذ إنطلاق سوق الصكوك في عام **2001** لغاية **2022**، قيمة **991.65** مليار دولار أمريكي بنسبة **55.28%** من إجمالي الصكوك **1.79 تريليون** دولار أمريكي، وبلغت الصكوك شبه سيادية قيمة **269.81** مليار دولار بنسبة 15.04% وكلاهما يشكلان نسبة **70.33%**، تليهما صكوك الشركات بقيمة 375.89 مليار دولار بنسبة 20.96%، ومن ثم قيمة 156.40 مليار دولار بنسبة 8.72% للمؤسسات المالية الأخرى، مما يشير إلى أن سوق الصكوك السيادية يشهد تطوراً ونشاطاً مستمراً.

أما بالنسبة لعام 2022، يستعرض الجدول التالي حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية من إجمالي الصكوك العالمية.

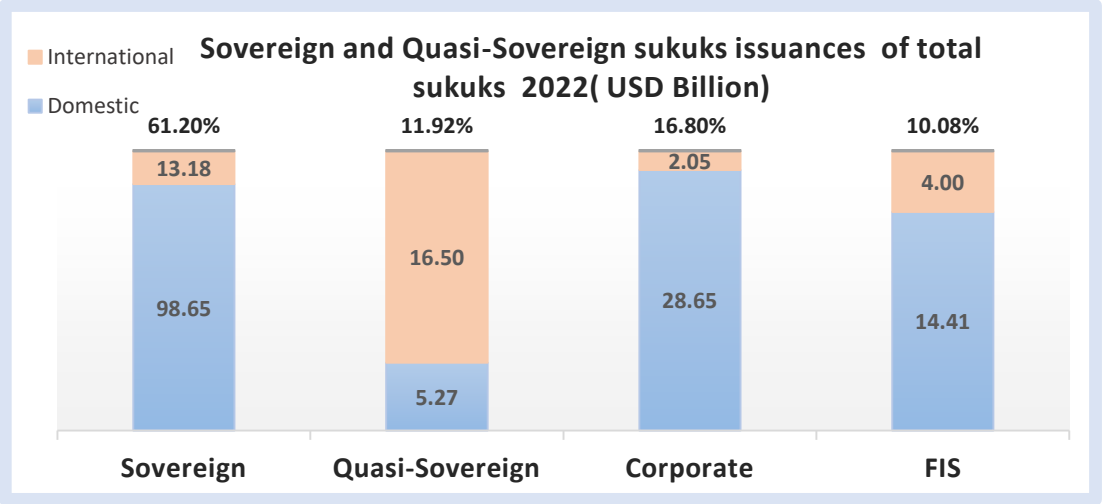
الجدول رقم (08): حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية (محلي/دولي) من إجمالي سوق الصكوك العالمي لعام **2022** (مليار دولار أمريكي)

صكوك	سيادية	شبه سيادية	شركات	مؤسسات مالية اخرى	إجمالي
SKUK	Sovereign	Quasi-Sovereign	Corporate	FIS	Total
المحلي	98.65	5.27	28.65	14.41	146.99
الدولي	13.18	16.50	2.05	4.00	35.73
إجمالي	111.83	21.77	30.70	18.41	182.72
نسبة	61.20%	11.92%	16.80%	10.08%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

International Islamic Financial Market, Sukuk Report, 12th Edition, 2023, pp. 53-54.

الشكل رقم (04): حصة إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية (محلي/دولي) من إجمالي سوق الصكوك العالمي لعام **2022** (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

يتضح من خلال الجدول والشكل السابق، سجل عام **2022** حصته من الصكوك السيادية قيمة **111.83** مليار دولار أمريكي بنسبة 61.20% من إجمالي الصكوك **182.72** مليار دولار أمريكي، وقيمة الصكوك **شبه السيادية 21.77 مليار** بنسبة 11.92% وكلاهما يشكلان نسبة **73.12%**، موزعين (103.92 مليار للمحلي و 29.68 مليار للسوق الدولي)، **وهذا يدل على الارتفاع والنمو المستمر للصكوك السيادية في السنوات الأخيرة**، فيما بلغت صكوك الشركات 30.70 مليار نسبة 16.80% (محلي 28.65 مليار/ دولي 2.05 مليار) وتليها صكوك المؤسسات بقيمة 18.41 مليار بنسبة 10.08% (محلي 14.41 مليار/ دولي 4 مليار).

حصة الدول من إصدارات الصكوك السيادية لعام 2022:

شهد عام 2022م تفاوتاً في إصدارات الصكوك السيادية بين الدول، حيث استحوذت بعض الدول على حصة أكبر بفعل سياساتها التمويلية، ويعرض الجدول التالي أبرز الدول المصدرة للصكوك السيادية ونسبة توزيع الإصدارات بينها.

الجدول رقم (09): نسبة توزيع إصدارات الصكوك السيادية على مستوى العالم حسب الدول لعام 2022

الترتيب	الدولة	Countries	النسبة %
1	السعودية	Saudi Arabia	31.20%
2	ماليزيا	Malaysia	21.60%
3	إندونيسيا	Indonesia	19.10%
4	الكويت	Kuwait	11.90%
5	باكستان	Pakistan	5.60%
6	تركيا	Türkiye	4.10%
7	البحرين	Bahrain	2.50%
8	بروناي دار السلام	Brunei	2.50%
9	الإمارات	UAE	0.80%
10	بنغلاديش	Bangladesh	0.70%
11	سلطنة عمان	Oman	0.40%
12	نيجيريا	Nigeria	0.30%
13	غامبيا	Gambia	0.10%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

https://www.statista.com/statistics/649298/distribution-of-sovereign-sukuk-issuance-by-country/

نلاحظ من خلال **الجدول تأتي المملكة العربية السعودية بالمرتبة الأولى** بإصدارات الصكوك السيادية لعام **2022**، بنسبة **31.20%**، متفوقة على نظيرتها **ماليزيا** التي تأتي في **المرتبة الثانية** بنسبة **21.60%**، (التي تحتل المرتبة الأولى عالمياً بإصدارات الصكوك)، وفي المرتبة **الثالثة** للصكوك السيادية سجلت **إندونيسيا** نسبة 19.10%، في حين تأتي **الكويت** بالمرتبة الرابعة كإصدارات صكوك سيادية بنسبة **11.90%**، (في حين تسجل الكويت نسبة 0.27% من إجمالي إصدارات الصكوك على مختلف أنواعها)، أما باكستان فسجلت المرتبة الخامسة من الصكوك السيادية بنسبة 5.60%، لتأتي تركيا بالمرتبة السادسة بنسبة 4.10%، ثم بالتوالي البحرين، بروناي، الإمارات، بنغلاديش، سلطنة عمان، نيجيريا، غامبيا.

2-4 المبحث الرابع: تحليل تجارب بعض الدول التي تتداول الصكوك السيادية

في هذا المبحث، سيتم تحليل تجارب بعض الدول الرائدة في تداول الصكوك السيادية، مثل ماليزيا، السعودية، والسودان، بهدف دراسة كيفية استفادتها من هذه الأداة المالية في تمويل مشاريعها وتعزيز نموها الاقتصادي، كما سيتم استخلاص العبر والدروس المستفادة التي يمكن أن تساهم في فهم التحديات والفرص التي قد تواجه سورية عند تفعيل الصكوك السيادية في سياقها الاقتصادي الخاص.

2-4-1 تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك

يقدم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي مجموعة واسعة من المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، منها الصناديق الاسلامية، صناديق الاستثمار العقارية، صندوق المتاجرة في البورصة (ETF) وهو منتج مالي مبتكر يعرض أفضل الصناديق المفتوحة وله خصائص الأسهم المدرجة، أما الصكوك فهي تمثل أحد العناصر الاكثر حيوية في التمويل الإسلامي وتم طرحها للتداول في آوائل التسعينات.(نجيب وأمين، 2024، ص. 44)

باتت ماليزيا اليوم وجهة بارزة ومحط أنظار المستثمرين والأوساط الاقتصادية المتقدمة، بعدما رسّخت مكانتها كدولة رائدة في تنمية السوق المالي، ولا سيما بتفوقها الملحوظ في سوق الصكوك، الذي شهد نمواً متسارعاً ونشاطاً مستمراً خلال العقد الأخير.

مراحل ظهور الصكوك في ماليزيا:

بدأت الحكومة الماليزية منذ العام 1983م، بإصدار الكثير من الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي عام 1990م تم طرح أوراق دين إسلامية من قبل شركات، ولكن تم اعتماد تسمية الصكوك في عام 1994م عندما تم إصدار أول صك مرابحة ثم لتتوالى بعدها الإصدارات، وكانت أول صكوك سيادية في العام 2002م، حيث أصدرت الحكومة الماليزية صكوك إيجارة دولية (Malaysian Global Sukuk)، المتداولة في بورصة لابوان المالية العالمية (Labuan International Financial Exchange)، بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي، لمدة استحقاق 5 سنوات. (عويسي و معتوق، 2019، ص. 114)، ويوضح الجدول التالي أُولى مراحل وأشكال إصدارات الصكوك.

الجدول رقم (10): أُولى مراحل وأشكال إصدارات الصكوك في ماليزيا

-**1990م:** أول أوراق دين إسلامية تحت مسمى (bai' bithaman ajil) مصدرة من طرف (Shell MDS Sdn. Bhd) بقيمة **125** مليون رينجيت ماليزي.
- **1994م:** أول صكوك مرابحة مصدرة من طرف(Cagamas Berhad) بقيمة **30** مليون رينجيت ماليزي.
-**2001م:** أول صكوك الشركات الإجارة مصدرة من طرف (Kumpulan Guthrie Berhad) بقيمة **15** مليون دولار أمريكي.
-**2002م:** أول إصدار صكوك سيادية من قبل حكومة ماليزيا بقيمة **600** مليون دولار أمريكي، وهي صكوك إيجارة دولية (Malaysian Global Sukuk) المتداولة في بورصة لابوان المالية العالمية ، لمدة استحقاق 5 سنوات.
-**2003م:** أول صكوك استصناع قابلة للتداول بقيمة **6** مليار رينجيت ماليزي.
-**2005م:** أول صكوك مشاركة مصدرة من طرف (Musharakah One Capital Berhad) بقيمة **2.5** مليار رينجيت ماليزي
-**2006م:** أول صكوك قابلة للصرف (Khazanah Nasional Berhad) بقيمة **750** مليون دولار أمريكي

Source: Financial Stability and Payment Systems Report, 2007, p. 5

نصيب ماليزيا من السوق العالمي للصكوك:

تمثل ماليزيا أكبر سوق للصكوك في العالم، وبمقارنتها بباقي الدول تصدرت ماليزيا المرتبة الأولى لقائمة الدول المصدرة للصكوك الإسلامية بحسب العدد والقيمة خلال الفترة الممتدة من 2001-2022، حيث أصدرت صكوك بقيمة 868.13 مليار دولار أمريكي أي بنسبة 48.40% من مجموع الإصدارات العالمية 1,793.75 مليار دولار أمريكي خلال نفس الفترة، تليها في المرتبة الثانية المملكة العربية السعودية حوالي 225.09 مليار دولار أمريكي بنسبة 12.55%، ثم بالمرتبة الثالثة إندونيسيا بقيمة 169.91 مليار دولار أمريكي، ثم الإمارات العربية المتحدة بقيمة 105.70 مليار دولار أمريكي وتركيا 94.70 ملياردولار أمريكي ومن ثم البحرين وقطر وباكستان، وفي عام **2022** فقط بلغت إصدارات ماليزيا 67.26 مليار دولار أمريكي، بنسبة بلغت 36.81% من مجموع الإصدارات العالمية البالغة 182.72 مليار دولار أمريكي لعام 2022، تليها السعودية بقيمة 42.64 مليار دولار أمريكي وبنسبة 23.34% (وهو ما يؤكد أيضاً على تطور نشاط سوق الصكوك في السعودية)، وفي المرتبة الثالثة إندونيسيا بقيمة 21.61 مليار دولار أمريكي بنسبة 11.83%، ثم جاءت تركيا في المرتبة الرابعة بقيمة 10.01 مليار دولار أمريكي أي بنسبة 5.48%، ومن ثم قطر وباكستان فالإمارات والبحرين.

أما عن إصدارات الصكوك السيادية العالمية لعام 2022، فكان لماليزيا المرتبة الثانية بنسبة 21.6%، بعدما سبقتها السعودية التي أحرزت المرتبة الأولى بنسبة 31.20%، وفي المرتبة الثالثة إندونيسيا بنسبة 19.1%، ثم الكويت 11.9%، باكستان 5.6%، تركيا 4.1%، والبحرين بنسبة 2.5%.

تطور سوق الصكوك في ماليزيا:

لعبت الصكوك في ماليزيا دوراً حيوياً في تمويل استثمارات البنية التحتية، مثل النقل والتخزين والاتصالات والطاقة والغاز والمياه، التي بدورها تلبي الاحتياجات البشرية الأساسية اقتصادياً واجتماعياً، كما أنّ البنية التحتية الفعالة تقلل من تكلفة ممارسة الأعمال التجارية بالإضافة إلى تحسين الإنتاجية والقدرة التنافسية، وتميزت إصدارات الصكوك المستخدمة في تمويل مشروعات البنية التحتية في ماليزيا بتنوع الجهات المصدرة لها وبمشاركة كافة الفئات للمجتمع في تمويل مشاريع البنية التحتية بما في ذلك أصحاب الدخول المحدودة وذلك نتيجة انخفاض قيمة الصك، إضافةً إلى إعفاء عوائد الصكوك من الخضوع للضريبة على الدخل، كما أن الجانب الأكبر من الصكوك المطروحة في السوق المحلي تكون عوائدها محددة مسبقاً، على اعتبار أنها صكوك مرابحة وتقدم على قسائم، وتدفع على فترات دورية منتظمة وهو ما يمثل فرصة حقيقية لمشاركة المواطنين في كل برامج التنمية في البلاد. (الدرشابي، 2023، ص. 28).

ومنذ بدء الحكومة الماليزية في تطبيق الخطة الخمسية الـــ 11 للفترة (2016-2020) ومع تزايد ضخ الحكومة للمزيد من الاستثمارات في قطاع البنية التحتية لدعم النمو الاقتصادي وتحقيق الاستدامة، فقد ارتفع حجم إصدارات الصكوك سنوياً بشكل ملحوظ وهذا ما سيوضحه الجدول التالي لإصدارات الصكوك خلال الفترة من 2014 لغاية 2023.

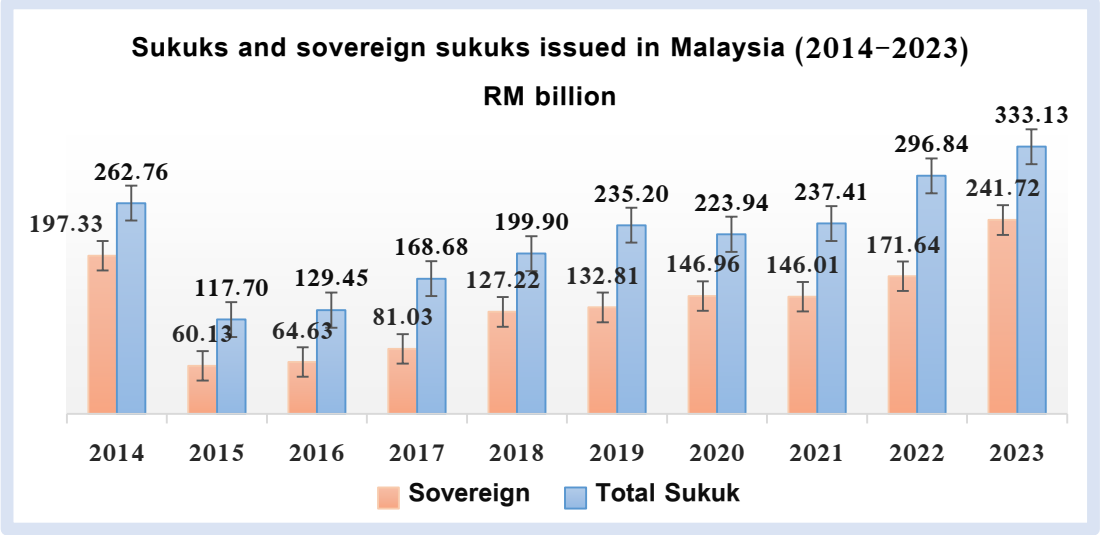
الجدول رقم (11): تطور حجم الصكوك (القائمة & المصدرة) والصكوك السيادية في ماليزيا، في الفترة 2014-2023 (مليار رينجيت ماليزي)

العام	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
الحجم الكلي للصكوك/القائمة	576.31	607.93	661.08	759.64	844.21	938.96	1,017.79	1,104.26	1,183.77	1,271.24
الحجم الكلي للصكوك/المصدرة	262.76	117.70	129.45	168.68	199.90	235.20	223.94	237.41	296.84	333.13
الصكوك السيادية	197.33	60.13	64.63	81.03	127.22	132.81	146.96	146.01	171.64	241.72
نسبة الصكوك السيادية من الإجمالي	75.1%	51.1%	49.9%	48.0%	63.6%	56.5%	65.6%	61.5%	57.8%	72.6%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

Source: Securities Commission Malaysia, Annual Reports, 2015-2023. (2015, p. 183; 2017, p. 161; 2019, p. 203; 2021, pp. 152-153; 2023, pp. 231-232).

الشكل رقم (05): تطور حجم الصكوك السيادية في ماليزيا خلال الفترة 2014-2023 (مليار رينجيت ماليزي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

يتضح من خلال الجدول السابق أن إصدارات الصكوك في ماليزيا انخفضت في عام 2015 إلى **117.70** مليار رينجيت ماليزي مقارنة بعام 2014 الذي بلغت فيه الإصدارات **262.76** مليار رينجيت، لتتوالى بعدها سلسلة من الارتفاعات اعتباراً من عام 2016 وحتى عام 2023، حيث بلغت قيمة إصدارات الصكوك في عام **2023** حوالي **333.13** مليار رينجيت مقابل **296.84** مليار رينجيت في عام 2022، وبذلك يُعد عام **2023 الأعلى** من حيث قيمة إصدارات الصكوك.

وبشكل مشابه تطور حجم الصكوك السيادية، حيث سجل عام **2023** أعلى قيمة للصكوك السيادية البالغة حوالي **241.72** مليار رينجيت، مقارنةً بعام **2014** الذي بلغت فيه قيمة الصكوك السيادية حوالي **197.33** مليار رينجيت، كما يلاحظ حدوث تراجع في عام **2015**، إذ انخفضت قيمة الإصدارات إلى **60.15** مليار رينجيت وهي أدنى **قيمة سجلتها الصكوك السيادية** خلال الفترة 2014-2023، **ويُعزى هذا التراجع إلى قرار البنك المركزي الماليزي** (نيجارا) تقليل إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة، نتيجة عدم وصول الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا إلى المستثمرين المستهدفين، بالإضافة إلى **انخفاض قيمة الرينجيت الماليزي، وتراجع أسعار النفط في عام 2016**، ما أدى إلى تقليص **الإنفاق الاستثماري في دول مجلس التعاون الخليجي** وماليزيا، وقد أثر ذلك على حجم الودائع **و السيولة في المصارف بما في ذلك المصارف الإسلامية**، حيث تُعتبر الحكومات والكيانات التابعة لها من أكبر المودعين في أسواق التمويل الإسلامي، حيث تمتلك حصة تتراوح بين 15% و40% في بنوك دول مجلس التعاون الخليجي، مما ساهم في إضعاف سوق الصكوك العالمي.(هندة وحفيظ، 2021، ص. 531)

أهم إصدارات الصكوك السيادية في ماليزيا:

يستعرض البحث فيما يلي أهم الحالات الخاصة بالصكوك السيادية التي تم إصدارها في ماليزيا:

أ- صكوك إجارة الحكومة الماليزية لأراضي من مفوضية الأراضي الفيدرالية:

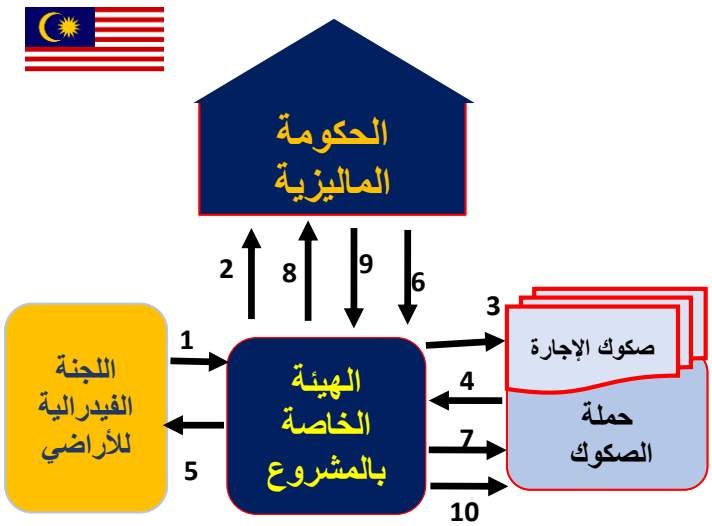
في الربع الأخير من عام 2002م، قامت ماليزيا بتصميم هيكل لإصدار الصكوك السيادية، والذي حقق نجاحاً كبيراً حيث تم تغطيته عدة مرات، تم تصـــميم هذا الهيكل من قبل إدارة الأمانة في بنك(HSBC)، المختصة في المصرفية الإسلامية.

يعتمد هيكل إصدار الصكوك على شراء قطع من الأراضي من مفوضية الأراضي الفدرالية، التي تأسست بموجب قانون عام 1957م، لامتلاك الأراضي في ماليزيا، يتم تأجير تلك الأراضي لمدة تتراوح بين خمس إلى عشر سنوات إلى جهات حكومية أخرى من قبل وكيل حملة الصكوك، يمثل كل صك حصة مشاعة في ملكية تلك الأراضي، بينما تبقى الملكية مسجلة باسم مفوضية الأراضي الفدرالية، مع حقوق مشاعة في الإيجارات.

تتميز هذه الصكوك بأنها قابلة للتداول، إذ تمثل أصولاً حقيقية (الأراضي المؤجرة)، تُدفع الإيجارات كل ستة أشهر خلال مدة عقد الإيجار، ويتم تجديد العقد قبل انتهاء مدته مع إمكانية تعديل قيمة الإيجار، ويتضمن الهيكل وعداً من الجهة الحكومية المستأجرة بشراء الأراضي في نهاية عقد الإيجار أو في حال توقف المستأجر عن دفع الإيجار، وذلك بسعر متفق عليه مسبقاً.(القَرِيّ، 2019، ص. 212).

ويوضح الهيكل التالي خطوات وآلية تمثيل إصدار أول صكوك إجارة دولية من قبل الحكومة الماليزية:

الشكل رقم (06): هيكل صكوك الإجارة السيادية في ماليزيا (الأراضي الفيدرالية)



مراحل الإصدار:

1- بيع للمستفيد وهو الهيئة الخاصة بالمشروع أراضٍ ب 600 مليون دولار من طرف اللجنة الفدرالية للأراضي.
2- إبرام عقد إجارة للأرض مع الحكومة الماليزية.
3- إصدار الصكوك.
4- دفع قيمة الصكوك من طرف حملة الصكوك.
5- تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع.
6- دفع قسط التأجير من طرف الحكومة الماليزية للجنة.
7- تقديم أقساط دورية لحملة الصكوك.
8- بيع الأصل للحكومة الماليزية عند التصفية النهائية .
9- تسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية
10-تسديد قيمة البيع لحملة الصكوك وانتهاء العملية.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: (الضيف، 2008، ص. 200-201).

ب: إصدارات صكوك سيادية لتمويل مشاريع البنية التحتية في ماليزيا:

قامت حكومة ماليزيا من خلال إصدار الصكوك بتمويل العديد من المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية ومن هذه المشاريع: (الدرشابي، 2023، ص. 29-33)

1- مشروع الطريق السريع بمدينة شاه علم الماليزية:

في عام 2008م، أصدرت شركة PLSA المتخصصة في الإنشاءات الهندسية والمدنية الثقيلة ومقرها كوالالمبور، صكوكاً هجينة بقيمة **745 مليون** رينجيت ماليزي لتمويل طريق سريع بطول 14.7 كيلومتر في شاه علم، تمثل الصكوك مزيجاً من عقود **المضاربة والإجارة**، حيث كانت PLSA مسؤولة عن تصميم وبناء وإدارة الطريق، الذي تم منح حق امتيازه لمدة 40 عاماً من الحكومة الماليزية، تبلغ قيمة صكوك **المضاربة 415 مليون** رينجيت (118 مليون دولار) لأجل استحقاق 29 عاماً، وتم استخدامها لتمويل بناء الطريق وتغطية احتياجات رأس المال العامل، تتولى PLSA إدارة المشروع، مع توزيع **90%** من أرباح الطريق على حاملي الصكوك بعد بدء تحصيل رسوم (عوائد) المرور، بمعدل عائد متوقع **7% سنوياً**.

أما صكوك **الإجارة**، فقيمتها **330 مليون** رينجيت (94 مليون دولار) لأجل استحقاق 19 عاماً، حيث تم استخدام رسوم عبور الطريق كأصل ضمني، يتلقى حاملو الصكوك مدفوعات إيجار دورية منذ بداية الإنشاء، مع تحويل الطريق إلى المشروع المشترك بالقيمة الاسمية بعد انتهاء فترة الإيجار، وحصلت صكوك المضاربة على تصنيف ائتماني بدرجة A3 من وكالة RAM، بينما نالت صكوك الإجارة درجة تصنيف A1.

2- صكوك تجزئة شركة DanaInfra Nasional Berhad:

في عام 2011م، أسست وزارة المالية الماليزية شركة DanaInfra Nasional Berhad، وهي شركة ذات غرض خاص(SPV)، بهدف تمويل مشاريع البنية التحتية التي تحددها الحكومة، فكان المشروع الأول الذي حصلت DanaInfra على التمويل اللازم له هو مشروع النقل السريع (MRT) في منطقة Klang Valley، الذي يهدف إلى إنشاء شبكة سكك حديدية متكاملة في كوالالمبور.

قدرت التكلفة الإجمالية للمشروع 6.2 مليار دولار أمريكي، استطاعت الشركة تجميع 2.5 مليار رينجيت ماليزي (ما يعادل 789.14 مليون دولار أمريكي) من خلال إصدار سلسلة من الصكوك، لتغطية جزء من التكلفة الإجمالية للمشروع، تم هيكلة الصكوك على أساس مرابحة السلع، مع سداد مدفوعات الكوبون بشكل نصف سنوي، وتم تقييم الصك بسعر 100 رينجيت ماليزي لكل صك، مع حد أدنى للاكتتاب في صكوك التجزئة يبلغ 1000 رينجيت.

أُطلقت الشريحة الأولى من الصكوك، التي تبلغ قيمتها 300 مليون رينجيت، للاكتتاب في شباط 2013، بأجل استحقاق 10 سنوات، تلتها الشريحة الثانية بقيمة 100 مليون رينجيت في تشرين الأول، بأجل

استحقاق 15 عاماً، ثم الشريحة الثالثة بقيمة 100 مليون رينجيت في تموز 2014، بأجل استحقاق 7 سنوات، وتم تحديد معدلات العائد لحملة الصكوك في الدفعات الثلاث بنسبة 4% و4.58% و4.23% على التوالي، مع إمكانية طرح شرائح إضافية لاحقاً وفقاً لحاجة المشروع التمويلية، وقد تم إدراجها كصكوك تجزئة DanaInfra للتداول في بورصة ماليزيا بضمان الحكومة الماليزية، وتم إتاحة شراء الصكوك للمستثمرين عبر خدمات مصرفية متعددة.

3- صكوك خزانة إحسان للتنمية المستدامة وبرامج المسؤولية الاجتماعية:

قدمت الحكومة الماليزية خطة لتطوير التعليم، فأطلق صندوق الثروة السيادي " Khazanah Nasional Berhad "، في عام 2015م برنامجاً للصكوك المستدامة عبر شركة "إحسان"، بهدف جمع **مليار** رينجيت ماليزي لتمويل تطوير التعليم في مدارس "الأمل" التابعة لبرنامج "Yayasan AMIR Trust Schools".

في المرحلة الاولى كان الهدف إنشاء **20 مدرسة** من مدارس الأمل، فتم طرح الشريحة الأولى من الصكوك بقيمة **100 مليون** رينجيت، بأجل 7 سنوات وعائد **4.3%**، في حزيران عام 2015، وتم جمع التمويل المطلوب خلال يوم واحد، كما أن الطلب على الصكوك قد تجاوز 133 مليون رينجيت، مما يعكس اهتمام المستثمرين، و حصلت هذه الصكوك على تصنيف ممتاز **AAA** من "RAM Rating Services Berhad".

ارتبطت عوائد صكوك خزانة إحسان بمؤشرات أداء اجتماعية محددة، أي لتقييم الأثر الاجتماعي للمدارس الممولة بهذه الصكوك، حيث يُدفع العائد المحدد **4.3%** كاملاً لحملة الصكوك من قبل الحكومة في حال لم يتم تحقيق الأهداف، بينما ينخفض العائد إلى **3.5%** إذا تم تحقيقها إضافةً إلى مساهمة حملة الصكوك بنسبة **6.22%** كتنازل من القيمة الاسمية عند استحقاق الاسترداد، وفي 2017م أُصدرت الشريحة الثانية بنفس القيم **100مليون** رينجيت، لتمويل **20 مدرسة** أخرى، مع إمكانية تخفيض العائد إلى **4.2%** والتنازل عن جزء من القيمة الاسمية بنسبة **3.18%** في حال النجاح، كما شملت الصكوك في المرحلتين خيارات إضافية للمستثمرين، مثل التبرع بعوائد الصكوك لصالح برنامج المدارس العامة "Trust Schools".

4- الصكوك الخضراء لشركة تاداو Green SRI Sukuk Tadau:

أُصدرَت أول صكوك خضراء في ماليزيا خلال تموز من عام 2017م، وذلك في إطار برنامج صكوك الاستثمار المستدام ذات البعد الاجتماعي (SRI) الذي كانت الحكومة الماليزية قد أطلقته في آب من عام 2014م، حيث أصدرت شركة تاداو للطاقة صكوك SRI الخضراء بقيمة 250 مليون رينجيت ماليزي (حوالي 63 مليون دولار أمريكي) لتمويل إنشاء محطتين للطاقة الشمسية بقدرة 50 ميجاوات في مدينة كودات (Kudat).

تم إصدار الصكوك على 15 شريحة، تتراوح آجال استحقاقها بين عامين و16 عاماً، مع مدفوعات كوبون تتراوح بين 4.8% و6.2%، استند الهيكل إلى عقود الاستصناع والإجارة والإجارة الموصوفة في الذمة، وتم تعيين بنك Affin Hwang Investment Bank، كمستشار ومدير رئيسي ووكيل التسهيلات للإصدار، كما تم توقيع اتفاق قانوني لحماية حقوق حملة الصكوك، بالإضافة إلى عقد اتفاقيتي شراء للطاقة لمدة 21 عاماً مع شركة Sabah Electricity Sdn Bhd الحكومية.

5-صكوك مدينة Kimanis لتوليد الكهرباء:

أقامت شركة KPSB مشروع لتوليد الكهرباء في مدينة Kimanis، وهو مشروع شراكة بين شركة بتروناس الماليزية للنفط (Petronas Gas) بنسبة 40%، وبين (Sabah) كيان مملوك للحكومة الماليزية بنسبة 60%، عملت شركة KPSB بتوسيع طاقتها الإنتاجية من خلال إنشاء محطة جديدة في مدينة كيمانس بطاقة 285 ميجاوات، وقد تم اختيار الصكوك كوسيلة لتمويل المشروع بفضل التصنيف الائتماني المرتفع لشركة بتروناس (A1)، مما ساعد على جذب أكثر للمستثمرين وإعطاء سعر أفضل لتسعير الصكوك.

أصدرت KPSB صكوكاً هجينة بقيمة 1.16 مليار رينجيت ماليزي، بعائد متوقع بين 4.25% و5.5%، تشمل هيكلة الصكوك عقدي الاستصناع والإجارة، حيث تستهدف اتفاقية الاستصناع مرحلة البناء، بينما تغطي اتفاقية الإجارة مرحلة التشغيل، وقعت شركة (KPSB) ثلاث اتفاقيات مع أمين الاستثمار(شركة SPV)، تتضمن:

- **اتفاقية استصناع:** لتشييد محطة توليد الكهرباء و تسليمها لحملة الصكوك مقابل سعر استصناع محدد يُدفع على أقساط.
- **اتفاقية إجارة:** بموجبها يتم التعاقد بصيغة الإجارة المصوفة في الذمة بين المؤجر أمين الاستثمار والمُصدر شركة KPSB بصفتها المستأجر حيث يتم منحها حق تشغيل المحطة بعد الانتهاء، مع دفع إيجار مقدماً يوازي التوزيعات الدورية لحملة الصكوك.
- **اتفاقية وكالة الخدمة:** من خلالها يتم التعاقد مع شركة KPSB وذلك للقيام بإجراءات الصيانة اللازمة ودفع التكاليف نيابة عن حملة الصكوك.

الدروس المستفادة من التجربة الماليزية:

تُعد التجربة الماليزية رائدة في مجال المالية الإسلامية، وخاصةً في إصدار الصكوك السيادية، حيث تشكل نسبة كبيرة من إجمالي الإصدارات العالمية.

ساهمت الصكوك السيادية في تعزيز كفاءة الأسواق المالية من خلال تخصيص الموارد بشكل فعال، مما جعلها أداة رئيسية في تغطية عجز الموازنة العامة، حيث غطت 57.69% من العجز بين عامي 2008 و2017، مما عزز مكانتها الريادية عالمياً، وفي عام 2007، قامت ماليزيا بتحرير سوق الصكوك، مما

سمح بالتداول بعملات متعددة من مختلف أنحاء العالم، وهذا يعكس اهتمامها بتحقيق مكانة مركزية لجذب السيولة على المستوى العالمي. (مختار و حجة الله، 2022، ص. 42).

مقومات نجاح التجربة الماليزية (الدرشابي، 2023، ص. 33)

يعود نجاح التجربة الماليزية في استخدام الصكوك كأداة تمويل إلى مجموعة من العوامل أهمها:

- **تهيئة البيئة القانونية والتنظيمية:** يتم ذلك من خلال العديد من القوانين التي سـنتها ماليزيا لتعزيز صـناعة التمويل الإسـلامي، وكذلك تطبيق قانون خدمات التمويل الإسـلامي، كما أنشـأت الحكومة هيئات دولية في كوالالمبور مثل: مجلس الخدمات المالية الإسـلامية وهيئة المحاسـبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بهدف استدامة التمويل ولضمان أفضل الممارسات، إضافةً إلى تطوير وتأسيس مراكز بحثية وأكاديمية عالمية للبحوث الشرعية.
- **مسـاندة حكومية قوية:** قدمت الحكومة الماليزية حوافز وإعفاءات ضـريبية مميزة للصـكوك، مما جعل البلاد وجهة مفضلة لإصدار الصكوك المحلية والدولية.
- **تطور سـوق تداول الصـكوك الثانوية:** تلعب بورصـة ماليزيا دوراً مهماً في إدراج الصـكوك بالعملات المحلية والأجنبية، مما يعزز الشفافية والحوكمة.
- **توافر كفاءات بشـرية عالية:** يتميز السـوق بوجود خبراء مختصـيين يدعمهم تنظيمات تشـجع على تطوير منتجات مالية مبتكرة، مما يعزز ازدهار الصكوك.
- **الاتجاه نحو صـكوك التمويل المسـتدام والأخضـر ذات الأثر الاجتماعي:** تركز هذه الصـكوك على تمويل مشـاريع البنية التحتية الصـديقة للبيئة ومشـاريع أسـاسـية مثل الصـحة والتعليم، مع قياس وربط العائد بناءً على تحقيق أثر اجتماعي ملموس.

نقاط الضعف في التجربة الماليزية (مختار وحجة الله، 2022، ص. 43)

- إشكالية تعميم النموذج الماليزي: تواجه الصناعة المالية الإسلامية تحديات في تعميم النموذج الماليزي بسـبب إجازة بعض الصـيغ التمويلية التي لا تُقبل في دول أخرى كدول الخليج العربي مثل: إجازة بيع الدين بالدين أو بيع العينة، ويعود هذا إلى الاختلافات المذهبية والفقهية بين ماليزيا وهذه الدول.
- إشـكالية تطبيق المشـتقات: حيث لا يزال الجدل والنقاش قائماً حول جواز اسـتخدام المشـتقات في الصـناعة المالية الإسـلامية، ورغم ذلك تعتمد ماليزيا هذه الأدوات المالية في إدارة المخاطر على المؤشرات والعملات بعد الحصول على موافقة الهيئة الشرعية الإسلامية.

2-4-2 تجربة المملكة العربية السعودية في إصدار الصكوك

تم في الســـعودية تأســـيس المركز الوطني لإدارة الدين **(Saudi NDMC)** بتاريخ 16/ 02/ 1441هـ الموافق 2019م، بناء على قرار مجلس الوزراء رقم 139، ويتمتع المركز بالشخصية الاعتبارية المستقلة، والاســـتقلال المالي والإداري، ويرتبط تنظيمياً بوزير المالية، للقيام بمهام إدارة الدين بما يشـــمل تأمين احتياجات المملكة من التمويل على المدى القصـــير والمتوســـط والبعيد من خلال المســـاهمة في وضـــع استراتيجية وخطة سنوية للاقتراض، تراعي مستهدفات رؤية المملكة 2030 في تعزيز نمو القطاع المالي، وتحقيق استدامة وصـول المملكة إلى مختلف الأسـواق العالمية بتسـعير عادل، وتعتمد اسـتراتيجية الدين العام على تنويع الإصـدارات بين محلية ودولية عن طريق إصـدارات الصـكوك والسـندات بآجال مختلفة، كما يتابع المركز شؤون التصنيف الائتماني للمملكة، بالتعاون مع الجهات الحكومية ذات العلاقة، وكذلك تقديم خدمات اسـتشـارية، واقتراح خطط تنفيذية للأجهزة الحكومية. (المركز الوطني لإدارة الدين، التقرير السنوي 2022، ص. 16-17)

نبذة عن سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية:

يعتبر سوق الصكوك المحلية في المملكة العربية السعودية حديثاً نسبياً بالمقارنة مع ماليزيا، حيث عَرفت السنوات الأولى إصدارات غير متكررة، فتم إصدار أول صكوك مؤسسية في المملكة العربية السعودية عام 2004م، من طرف شركة (HANCO) لتأجير السيارات، وسميت بصكوك القافلة، وهي عبارة عن صكوك إجارة مدتها ثلاث سنوات، بعائد متغير يدفع للمستثمرين على أساس شهري، ثم تبع ذلك إصدار صـكوك إجارة وصـكوك اسـتصـناع بقيمة 100 مليون دولار أمريكي، لصـالح الشـركة الوطنية للتبريد المركزي باسـم (صـكوك تبريد)، ثم انتشـرت عملية إصـدار الصـكوك بين الشـركات في المملكة. (دوابة، 2009، ص. 59)

وفي العام 2006م، تم إصدار صكوك من شركتين، الأولى: من قبل الشركة العربية السعودية للصناعات الأساسية (سابك)، وقد حظي إصدار صكوك (سابك) باهتمام كبير حيث تلقت طلبات شراء بقيمة 4.3 مليار ريال سـعودي، متجاوزة الحد الأقصـى البالغ 3 مليارات ريال سـعودي (800 مليون دولار أمريكي) الذي حددته هيئة السـوق المالية، والثانية: في نفس العام كانت من قبل الشـركة السـعودية للكهرباء التي تصدرت عناوين الأخبار بإصدار صكوك بقيمة 5 مليارات ريال سعودي (1.33 مليار دولار أمريكي) في تمـوز 2006، وكـانـت هـي الأكـبـر عـلـى الإطـلاق مـن قـبـل الشـــركـة الســـعـوديـة. (https://www.sukuk.com/article/sukuk-issuance-in-saudi-arabia)

ثم شهد سوق الصكوك استقراراً ملحوظاً خلال الفترة 2008 -2011م، حيث تراوح عدد الإصدارات بين 3 إلى 4 إصـدارات سـنوياً، ليصـل إجمالي القيمة إلى حوالي 2 مليار دولار أمريكي، إلا أن السوق شـهد نمواً ســـريعاً في عام 2012، حيث ارتفع عدد الإصـــدارات إلى 10، وبلغت قيمتها الإجمالية نحو 6.7

مليار دولار أمريكي، واستمر هذا الاتجاه التصاعدي حتى عام 2013، حيث سجلت أربعة إصدارات أكثر من 3 مليار دولار أمريكي. (عويسي ومعتوق، 2019، ص. 115) .

وكانت أول صكوك **سيادية** في المملكة العربية السعودية في كانون الثاني **2012م** عندما أصدرت الهيئة العامة للطيران المدني (GCA) صكوكاً بقيمة **15 مليار** ريال سعودي (4 مليارات دولار أمريكي)، والتي كانت أول وأكبر صكوك مدعومة من الحكومة في المملكة العربية السعودية في ذلك الوقت، وفي عام 2012 وحده تم إصدار صكوك بقيمة **11.14** مليار دولار أمريكي في المملكة العربية السعودية، ولم يكن المقصود من هذا الكم الهائل من إصدار الصكوك مجرد جمع الأموال، بل كان المقصود منه تحفيز السوق، وهو ما من شأنه أن يفيد المصارف التي تتمتع بكمية هائلة من السيولة غير المستخدمة، وفي الواقع كان ذلك مفيداً أيضاً في استعادة ثقة السوق بين اللاعبين في السوق، وبالتزامن مع التوسع في سوق الصكوك على مستوى العالم، يمثل عام **2013** عاماً مزدهراً آخر لإصدارات الصكوك في المملكة العربية السعودية بإجمالي إصدارات يصل إلى **15.21** مليار دولار أمريكي، وفي عام **2014** أصبحت المملكة العربية السعودية **ثاني** أكبر مصدر للصكوك من خلال إصدار ما مجموعه 15 إصداراً بقيمة إجمالية قدرها 12.1 مليار دولار أمريكي، بالإضافة إلى ذلك، قامت هيئة السوق المالية السعودية بتبسيط الموافقات التنظيمية لمنتجات الصكوك، والتي استحوذت أيضاً على سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية.

كما مثّل العام **2017** علامة فارقة هامة بالنسبة للمملكة العربية السعودية، التي شرعت في إصدار صكوك **دولية** بقيمة 9 مليارات دولار أمريكي في 12 نيسان 2017، مما دفع السوق إلى مستوى جديد، لم يكن هذا الإصدار أول صكوك مقومة بالدولار بين دول مجلس التعاون الخليجي فحسب، بل كان أيضاً أكبر إصدار لأدوات الدين في الأسواق الناشئة، متجاوزاً إصدار الكويت لسندات تقليدية بقيمة 8 مليارات دولار أمريكي في آذار 2017.

(https://www.sukuk.com/article/sukuk-issuance-in-saudi-arabia)

في هذا السياق، أصدرت المملكة ممثلة في وزارة المالية مذكرة تنظيمية لسوق الصكوك بعنوان "برنامج إصدار صكوك"، التي تناولت كافة التفاصيل المتعلقة بعمليات إصدار الصكوك المستقبلية، مثل مفهومها، هيكلتها، عوامل المخاطرة، شروطها وأحكامها، وكذلك متحصلاتها، ويُعد هذا البرنامج بمثابة دعم قوي لسوق الصكوك الإسلامية بشكل خاص، وللمالية الإسلامية بشكل عام في المملكة العربية السعودية. (عويسي ومعتوق، 2019، ص. 115)

الصكوك السيادية المحلية للمملكة العربية السعودية:

أُنشِـــئ برنامج الصـــكوك المحلية بالريال الســـعودي في عام 2017م، حيث تقوم وزارة المالية بإصـــدار صكوك محلية مقومةً بالريال السعودي، يتم الترتيب لها وطرحها بواسطة المركز الوطني لإدارة الدين على شرائح بشكل شهري للمستثمرين، ويأتي دور المركز في برنامج الصكوك بهدف تأمين احتياجات المملكة من التمويل بأفضل التكاليف الممكنة على المدى القصير والمتوسط والبعيد، ودعماً لسوق الصكوك في المملكة العربية السعودية، وفيما يلي جدول يوضح قيمة إصدارات حكومة المملكة العربية السعودية من الصكوك المحلية حسب توزعها، بالإضافة إلى استعراض قيمة إصدارات الصكوك الدولية بعد تقييمها بالريال السعودي، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2017 وحتى الربع الثاني من عام 2024.

الجدول رقم (12): إصدارات حكومة المملكة العربية السعودية من الصكوك المحلية خلال الفترة 2017 لغاية الربع الثاني من عام 2024 (مليون ريال سعودي)

الصكوك السيادية	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 الربع الأول و الثاني
المؤسسات الحكومية		9,115	9,317	41,770	22,837	17,169	9,181	1,907
البنوك الحكومية		39,600	54,206	42,256	50,135	51,195	32,472	28,088
المستثمرون الأجانب			50	81	80	200	2,406	2,695
الأفراد			8	4	31	4	17	11
الصـــناديق والشـــركات الاستثمارية		35	1,905	602	2,264	444	711	717
الشركات			4,352	326	624	329	824	2,762
إجمالي الإصدارات المحلية	**48,455**	**48,750**	**69,838**	**85,039**	**75,971**	**69,341**	**45,611**	**36,181**
إصدارات الصكوك الدولية	**16,875**	**7,500**	**9,375**	**0**	**7,500**	**9,375**	**22,500**	**18,750**
إجمالي الإصدارات السيادية	**65,330**	**56,250**	**79,213**	**85,039**	**83,471**	**78,716**	**68,111**	**54,931**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: (المركز الوطني لإدارة الدين، التقارير والإحصائيات، وبرامج الإصدارات، قائمة الإصدارات، أعوام مختلفة).

يبين الجدول برنامج حجم إصـدارت الصـكوك السـيادية خلال الفترة 2017 ولغاية الربع الثاني من العام الحالي 2024، شـهد فيها العام 2020 أكبر حجم للإصـدارات المحلية بالريال السـعودي بقيمة 85.39 مليار ريال، فيما حقق العام 2023 أعلى مســتوى للإصـــدارات الدولية بقيمة 6 مليار دولار أمريكي أي حوالي 22.500 مليار ريال، مع ملاحظة نشاط السوق خلال الربع الأول والثاني للعام 2024.

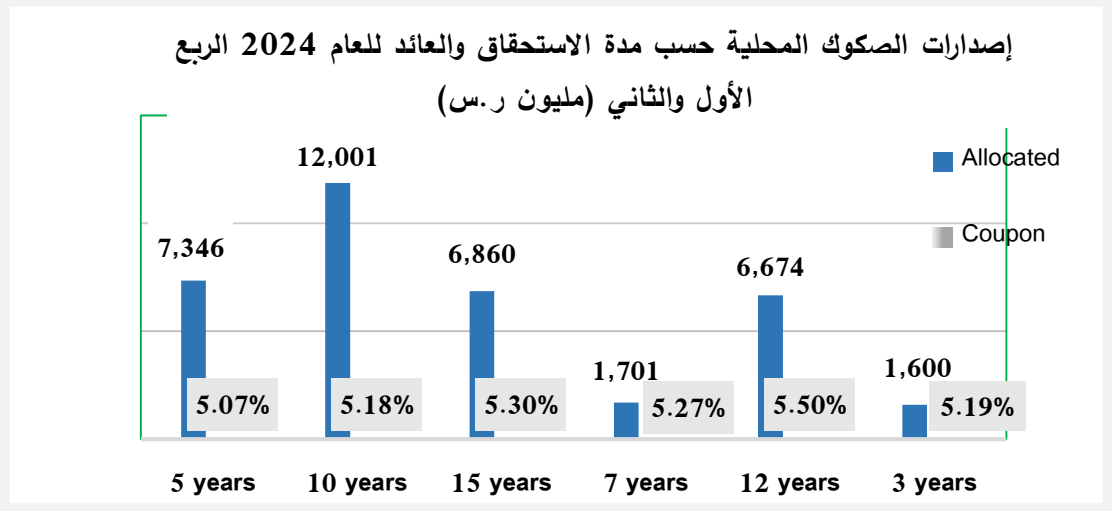
الجدول رقم (13): نتائج الطرح **الشهري** للصكوك المحلية الحكومية في عام 2024 (من شهر 1 لغاية شهر 6) (مليون ريال سعودي)

الصكوك الحكومية المحلية SUKUK Government	كانون الثاني January	شباط February	آذار March	نيسان April	أيار May	حزيران June	الإجمالي Total
حجم طلب الاكتتاب	8,825	7,874	5,266	7,396	3,232	8,649	41,242
حجم التخصيص (الإصدار)	8,825	7,874	4,441	7,396	3,232	4,414	36,181
متوسط نسبة العائد	**4.95%**	**5.22%**	**5.22%**	**5.44%**	**5.29%**	**5.19%**	**5.22%**
فترة الاستحقاق	5-10-15 سنة	5-10-15 سنة	5-10-15 سنة	سنة 12-7-5	سة 12-5	3-7-10 سنوات	

المصـــــدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: (المركز الوطني لإدارة الدين، برنامج صـــكوك المملكة المحلية بالريال السعودي، قائمة نتائج الإصدارات للعام 2024م) .

نلاحظ من خلال الجدول، بلغ **حجم طلب الاكتتاب** للعام 2024 للربع الثاني **41.242** مليار ريال ســعودي، بينما بلغ قيمة **حجم الإصـــدار** (التخصـــيص) **36.181** مليار ريال ســعودي، أي بنســبة **87.73%** من حجم الاكتتاب، وهذا مايشير إلى **تزايد الطلب على الاستثمار بالصكوك السيادية.**

الشكل رقم (07): إصدارات الصكوك المحلية في السعودية حسب مدة الاستحقاق للربع الأول والثاني من العام 2024 (مليون ريال سعودي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: (المركز الوطني لإدارة الدين، مرجع سبق ذكره)

يوضح الشكل السابق قيمة الإصدارات المحلية ونسب العائد، حسب كل فترة استحقاق، للربع الأول والثاني من العام 2024، ونلاحظ إن إصـــدارات الصـــكوك تتفاوت في آجال اســـتحقاقها، مما يســـهم في توزيع المخاطر وتلبية احتياجات فئات مختلف فئات المستثمرين.

الصكوك السيادية الدولية للمملكة العربية السعودية:

تقوم حكومة المملكة العربية السعودية بإصدار صكوك سيادية دولية بعملات أجنبية ضمن إطار برنامجها الدولي لإصدار الصكوك، وفيما يلي جدول استعراض يوضح قيمة إصدارات حكومة المملكة من الصكوك الدولية خلال الفترة من2017 وحتى الربع الثاني من عام 2024، وذلك وفقاً لما تم نشـــره على الموقع الرسمي، وتجدر الإشارة إلى أن المملكة تقوم بتحديث بيانات الجدول بشكل مستمر عند كل إصدار جديد. كما يوضح الجدول تاريخ الاستحقاق، ونسبة العائد، وسوق التداول.

الجدول رقم (14): إصدارات حكومة المملكة العربية السعودية من الصكوك الدولية لغاية شهر 6-2024 (مليار دولار أمريكي)

السوق	العائد	تاريخ الاستحقاق	العملة	المبلغ	إجمالي الطرح	تاريخ الطرح	نوع الورقة المالية
Market	Coupon	Maturity Date	Currency	Amount (Foreign Currency) Billion	Total Amount (Foreign (Currency	Issuance Date	of Debt Type Security
Irish Stock Exchange	2.89%	20-Apr-22	USD	**0.00**	**4.50**	20-Apr-17	USD SUKUK
	3.63%	20-Apr-27	USD	**4.50**			
London Stock Exchange	4.30%	19 Jan 2029	USD	**2.00**	**2.00**	19-Sep-18	USD SUKUK
London Stock Exchange	2.97%	29 Oct 2029	USD	**2.50**	**2.50**	29 Oct 2019	USD SUKUK
London Stock Exchange	2.25%	17-May-31	USD	**2.00**	**2.00**	17 Nov 2021	USD SUKUK
London Stock Exchange	5.27%	25-Oct-28	USD	**2.50**	**2.50**	25-Oct-22	USD SUKUK
London Stock Exchange	4.27%	22-May-29	USD	**3.00**	**6.00**	22-May-23	USD SUKUK
	4.51%	22 May 2033	USD	**3.00**			
London Stock Exchange	5.25%	04 June 2027	USD	**1.25**	**5.00**	04 June 2024	USD SUKUK
	5.25%	04 June 2030	USD	**1.50**			
	5.25%	04 June 2034	USD	**2.25**			
TOTAL	**4.17%**				**24.500**	**Billion dollars**	

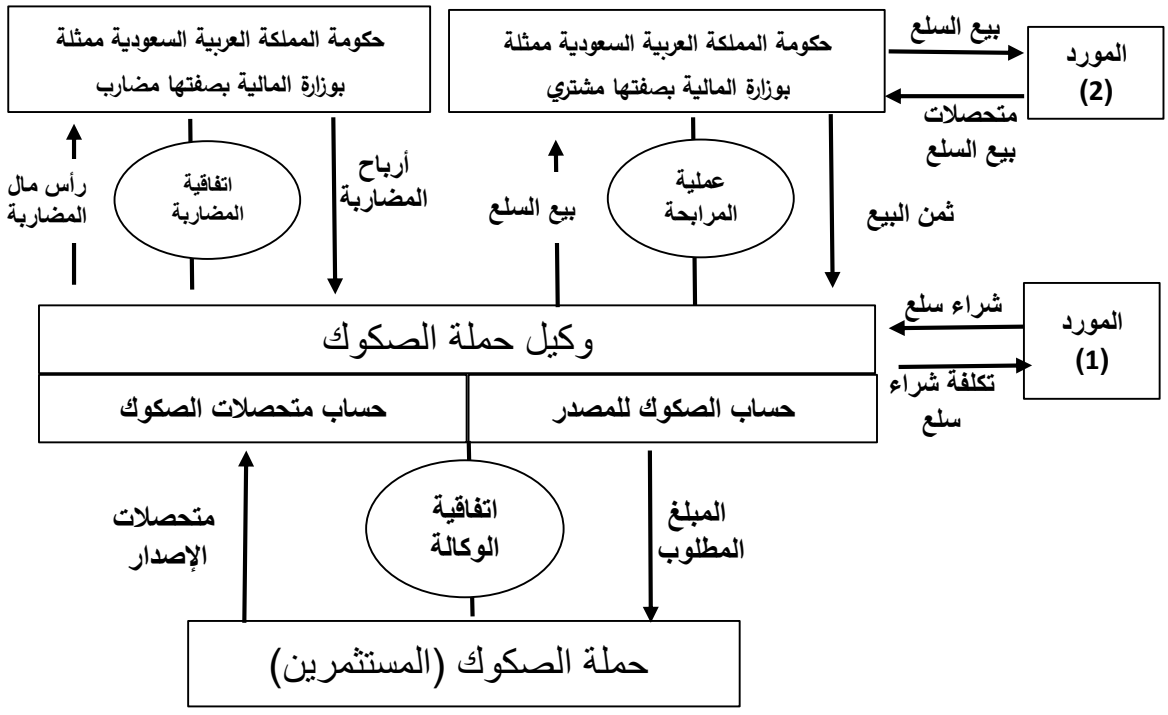
المصـــــدر: من **إعداد الباحثة بالاعتماد على:** (المركز الوطني لإدارة الدين، برنامج حكومة المملكة الدولي لإصـــــدار الصكوك).

يبين الجدول السابق قيمة تنوع حجم الإصدارات السنوية للصكوك الدولية، وبآجال استحقاق مختلفة بالسنوات (3-6-10-12 سنة)، وشهد العام **2023** تطوراً ملحوظاً بحجم إصدارات الصكوك الدولية البالغة **6 مليار** دولار امريكي، وكذلك العام 2024 الذي سجل **5 مليار** دولار لغاية الربع الثاني، فيما بلغ إجمالي إصدارات البرنامج حوالي **24.5 مليار** دولار أمريكي وذلك من العام 2017 لغاية الربع الثاني للعام 2024، وجميع الإصدارات مدرجة للتداول في بورصة لندن باستثناء إصدارت العام 2017 في بورصة أيرلندا.

هيكل الصكوك السيادية والتدفقات النقدية في المملكة العربية السعودية

يستعرض الشكل رسم مبسط لهيكلة الصكوك السيادية والتدفقات النقدية الأساسية للصكوك، (عملية الاكتتاب، العقد، الدفع، التحصيل، الأرباح) والآلية بين حملة الصكوك ووكيل حملة الصكوك، والمصدر، والمورد، وكيفية التدفقات النقدية.

الشكل رقم (08): هيكل الصكوك السيادية والتدفقات النقدية في المملكة العربية السعودية



المصـــدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: (المركز الوطني لإدارة الدين، برامج الإصـــدارات، مذكرة معلومات – برنامج صكوك المملكة العربية السعودية 2023 ، ص. 6)

بعض المستجدات لصكوك المملكة العربية السعودية:

- **صكوك صح الحكومية (2024):**

أطلقت الحكومة السعودية في شهر شباط من العام الحالي 2024م، إصدار أول منتج ادخاري مخصص للأفراد ومدعوم من الحكومة، وذلك تحت اسم "صح" المشتق من الحروف الأولى لعبارة (صكوك حكومية)، ويتم الترتيب لها من المركز الوطني لإدارة الدين، من خلال وزارة المالية، الهدف من إصدار هذا البرنامج يأتي ضمن مبادرات برنامج تطوير القطاع المالي (أحد برامج رؤية السعودية 2030) الهادفة إلى رفع معدلات الادخار بين الأفراد من خلال تحفيزهم على استقطاع جزء من دخلهم بشكل دوري وتخصيصه للادخار، إضافة إلى زيادة المعروض من المنتجات الادخارية، وإثراء الثقافة المالية والتوعية بأهمية الادخار وفوائده للتخطيط لأهداف مستقبلية، وهو موجه للسعوديين من الأفراد فقط ممن هم فوق عمر (18) سنة، يتم طرحه بشكل شهري حسب تقويم الإصدارات وتكون فترة الادخار لمدة سنة واحدة بعائد ثابت لكل إصدار، وتصرف الأرباح المستحقة إن وجدت بنهاية عمر الصك (تاريخ الاستحقاق) مع مبالغ الاشتراك، وهو أحد أدوات الادخار وليس الاستثمار، وهو مضمون من الحكومة وبعيد عن تذبذبات الأسواق والفائدة، يتميز بسهولة الاشتراك، وبدون رسوم على المشتركين، ولا يوجد قيود على الاسترداد، ومتوافق مع الشريعة الإسلامية، يتميز بنسبة مخاطرة منخفضة وبعوائد مجزية سنوية، بلغ العائد لأول إصدار 5.64% ويتم تحديد نسبة العائد لكل إصدار بناء على أوضاع السوق من شهر لآخر، القيمة الاسمية للصك هي (1000) ريال سعودي وهي الحد الأدنى للاشتراك، والحد الأعلى للاشتراك هو (200,000) ريال سعودي لمجموع الإصدارات لكل فرد خلال مدة البرنامج، يتم توفر خدمة الاشتراك بـ(صح) بطرحه من خلال المؤسسات المالية (شركة الأهلي المالية، وشركة الراجحي المالية، وشركة الجزيرة للأسواق المالية، وشركة الأول للاستثمار، وشركة الإنماء للاستثمار)، وهذه الصكوك لن تكون متداولة في السوق.(الموقع الالكتروني للمركز الوطني لإدارة الدين، صكوك صح الحكومية)

- **صكوك إعادة التمويل العقاري:**

أصدرت الشركة السعودية لإعادة التمويل العقاري (SRC) صكوك خلال عام 2022 م بقيمة إجمالية قدرها 7 مليار ريال سعودي، فيما بلغت إجمالي قيمة إصدارات الشركة السعودية لإعادة التمويل العقاري 13.7 مليار ريال سعودي من الصكوك المحلية في الربع الثالث من العام 2022، وكانت الشركة قد حصلت على جائزة أفضل مصدر للصكوك في المملكة العربية السعودية في الربع الثاني من نفس العام. (صندوق الاستثمارات العامة، 2022، ص. 24-25)

الدروس المستفادة من تجربة السعودية:

- وفرت الصكوك السيادية مصادر تمويل إضافية للحكومة السعودية، مما عزز من مرونة الموازنة العامة وقدرتها على الاقتراض، ففي عام 2016 كان عجز الموازنة **311 مليار** ريال، بينما سجل العجز **81 مليار** في العام 2023، حيث ساهمت زيادة الإيرادات غير النفطية في تغطية الميزانية بنسبة 35% في العام 2023.
- تعود هذه المساهمة الكبيرة للصكوك السيادية إلى توجه المملكة إلى إصدار الصكوك كأحد بدائل تمويل عجز الموازنة، الذي تسبب فيه انهيار أسعار النفط منذ أواخر عام 2014 م، حيث بدأت وزارة المالية السعودية ممثلة في مكتب إدارة الدين العام بتاريخ 20 تموز 2017، بإصدار برنامج الصكوك السيادية محلية أو دولية، وفقاً لاحتياجات الموازنة العامة للمملكة العربية السعودية. (النجار وآخرون، 2021، ص. 4).
- ساعدت الصكوك السيادية على جذب استثمارات أجنبية إلى الأسواق المالية السعودية واستفادت المملكة في تحسين مركزها المالي وتعزيز قدرتها الائتمانية على المستوى الدولي، حيث حظيت المملكة في العام 2023م بتصنيف ائتماني بنظرة مستقبلية مستقرة وإيجابية وفقاً لتقرير وكالة فيتش (Fitch) ووكالة التصنيف الائتماني "موديز" (Moody,s) ووكالة ستاندرد آند بورز (S&P)، يأتي هذا التصنيف تأكيداً على قوة الاقتصاد السعودي، ومرونته في التعامل مع التغيرات التي يمر بها الاقتصاد العالمي وقدرته في الحفاظ على الاستدامة في المستقبل.
- وظفت السعودية حصيلة إصدارات الصكوك في تمويل مشاريع البنية التحتية والمبادرات الاقتصادية ضمن رؤية 2030، كمشروع نيوم وغيرها من أهداف رؤية 2030 على مستوى العديد من القطاعات والأنشطة.

(تقرير رؤية 2030، ص. 21؛ تقرير خطة رؤية 2024، ص. 7؛ تقرير البنك المركزي السعودي 2023، ص. 33 و2018، ص. 27؛ تقرير الموازنة العامة 2024، ص. 30؛ تقرير Central Government Operations Q4 2023).

الجدول رقم (15): تطور بعض مؤشرات الاقتصاد السعودي بين عامي 2016 و2023

(مليار ريال سعودي)

البيان	2016	2023
الناتج المحلي	2,658	2,959
حجم الدين العام	317	1,050
إجمالي التمويل العام	200	189
الايرادات غير النفطية	186	458
الايرادات النفطية	334	755
إجمالي الايرادات	520	1,212
العجز / الفائض بالميزانية	(311)	(81)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المصادر السابقة

تشـــير الأرقام إلى **تحســـن في الناتج المحلي** وزيادة كبيرة في **الإيرادات غير النفطية**، مما يعكس نجاح السـياســات الاقتصــادية الهادفة إلى **تقليل الاعتماد على النفط**، كما أن زيادة **حجم الدين العام تعكس التحديات المالية التي تواجهها المملكة**، خصوصاً في فترات **انخفاض أسعار النفط**، حيث اعتمدت على أدوات تمويلية مثل الصكوك والقروض، ورغم التحسن الملحوظ في العجز المالي، إلا أن المملكة لا تزال بحاجة إلى مواصلة جهود التنويع الاقتصادي وتقليل الاعتماد على الدين العام في المستقبل.

2-4-3 تجربة السودان في إصدار الصكوك

تختلف تجربة السودان ممثلة ببنك السودان المركزي وسياسته النقدية، عن تجارب بقية الدول والمصارف المركزية العربية، وذلك لأن القطاع المصـــرفي بما في ذلك بنك الســـودان المركزي، يعمل بالكامل وفق النظام المصرفي الإسلامي، مما يجعل السياسة النقدية في السودان منطلقة من هذا الإطار.

في السابق، كان القطاع المصرفي يعتمد على النظام التقليدي، وفي السبعينات بدأت بعض المصارف في العمل وفقاً للنظام الإسلامي، مما أسهم في إنشاء نظام مزدوج، وفي عام **1984م** تم اتخاذ أولى الخطوات لتحويل القطاع المصـــرفي من النظام التقليدي إلى النظام الإســـلامي، ثم في الفترة ما بين **1991 و1992م** تم تعزيز عملية الأسلمة لتشمل جميع البنوك في السودان بما في ذلك البنك المركزي، حيث أصبح القطاع المصرفي بأسره يعمل وفقاً للنظام الإسلامي.

مرت السـياسـة النقدية في السـودان بمرحلتين: في المرحلة الأولى، التي كانت تُعرف بالسـياسـة النقدية المباشـــرة، تدخل البنك المركزي بشـــكل مباشـــر في إدارة الأوضـــاع النقدية، اســـتمر هذا النظام حتى التسعينات، حيث كان البنك المركزي يفتقر إلى سياسات نقدية نشطة وفعالة تؤثر في الاقتصاد بشكل

مباشـر، وكانت تفتقر إلى وسـائل محددة أو سـياسـة مسـتقلة يديرها البنك المركزي، بل كانت الأوضـاع النقدية تعكس بشكل أساسي السياسة المالية ونتيجة تمويل الحكومة والمؤسسات الزراعية الكبرى من قبل بنك السودان، كان دور بنك السودان المركزي يقتصر على توزيع التمويل المتاح لدى البنوك التجارية بين القطاعات الاقتصـادية المختلفة من خلال التدخل المباشر وتحديد السقوفات وإصدار التوجيهات والأوامر المفصلة، كما كانت المرحلة تتسم بالتمويل المباشر من البنك المركزي للمؤسسات الحكومية الكبيرة وتوفير الأموال اللازمة لعجز الموازنة العامة، واستمر هذا الوضع حتى عام 1996م.

في المرحلة الثانية، التي عُرفت بالسياسة النقدية غير المباشرة أو سياسة السوق المفتوح، تغير دور البنك المركزي ليصـبح أكثر تركيزاً على إعلان السـياسـات ومتابعة الأداء عبر آليات غير مباشـرة، بدأت هذه المرحلة في عامي 1996–1997م، وشهدت تحولاً كبيراً في السياسة النقدية في السودان، حيث أصبحت أكثر فاعلية، تم تنفيذ برنامج شـامل للإصـلاح الاقتصـادي بهدف معالجة التحديات التي كان يعاني منها الاقتصاد السوداني، مثل عدم الاستقرار المالي المتمثل في ارتفاع معدلات التضخم والتدهور المستمر في سعر صـرف العملة الوطنية، وتم تحديد دور السياسـة النقدية بالتنسيق مع السياسـة المالية، وعمل البنك المركزي على وضـع وتنفيذ السياسات النقدية بالتعاون مع السياسات الاقتصـادية الأخرى لتحقيق أهداف البرنامج، كما قام بنك السودان المركزي بتحديد آليات ووسائل تقليدية تتناسب مع النظام الإسلامي، فضلًا عن ابتكار وســـائل وآليات جديدة بديلة عن تلك التي تعتمد على الفائدة، من بين هذه الابتكارات كانت شهادات المشاركة، مثل "شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)" و"شهادات مشاركة الحكومة (شهامة)"، والتي تتماشى مع أسس الشريعة وتُستخدم كأداة لإدارة السيولة من خلال تداولها في عمليات تشبه عمليات السـوق المفتوحة، تمثل هذه الشـهادات نوعاً من التورق للأصـول المملوكة لبنك السـودان ووزارة المالية، وبذلك، اعتُبر هذا التطور نقلة نوعية في إدارة السـياسـة النقدية في السـودان، حيث تم توفير آليات غير مباشرة جديدة. (حسن، 2004، ص. 6، 9، 13).

شركة السودان للخدمات المالية

هي شركة ذات الغرض الخاص (SPV)، تم تأسيسها عام 1998م، مملوكة لبنك السودان المركزي بنسبة 99%، ووزارة المالية والتخطيط الاقتصـادي بنسـبة 1%، تختص بتقديم مجموعة من المنتجات والخدمات المالية الإسـلامية، وتعمل هذه الشركة كمدير للصـناديق الاستثمارية التي يتم من خلالها إصـدار سـندات مالية مختلفة، تتولى الشركة دور الوسيط المالي بين الجهات المصدرة للسندات–الصكوك السيادية (شمم، شهامة، وصرح، وشهاب، وشامة، وشاشة، وبريق) وبين الجهات الحاملة لهذه السندات، حيث تقوم بإدارة عملية الاكتتاب(الإصـدار) وسداد الأرباح لحملة السندات سواء كانوا أفراداً أم مؤسسات، وفي هذا الشأن تعمل نيابةً عن وزارة المالية والتخطيط الاقتصـادي أو بنك السـودان المركزي (شـمم، شـهاب)، وهي تقوم

بتنظيم المزادات في السوق الأولية للأوراق المالية (سوق الخرطوم للأوراق المالية). (بنك السودان المركزي، التقرير السنوي، 2021، ص. 89).

الصكوك التي أصدرتها الحكومة السودانية

تعتبر تجربة السودان في مجال صناعة الصكوك تجربة رائدة ومتميزة، وخاصة في إصدارات الصكوك السيادية التي من أهدافها إدارة السيولة النقدية على مستوى الاقتصاد الكلي والجهاز المصرفي، وتعبئة الموارد المالية لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل المشاريع الحكومية والبنية التحتية ومختلف القطاعات كالصحة والتعليم وغيرها، وسنذكر أهم الصكوك التي أصدرتها الحكومة السودانية وتديرها شركة السودان للخدمات المالية.

1-شهادات مشاركة الحكومة (شهامة):

عبارة عن شهادات مالية تقوم على أساس صيغة المشاركة تصدرها وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي منذ العام 1999م نيابةً عن حكومة السودان، وتُسوق من خلال شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالة المعتمدة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، هذه الشهادات قصيرة الأجل **مدتها عام** واحد، وتهدف إلى استقطاب المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار، وتوفير أداة لبنك السودان المركزي **لإدارة السيولة** على مستوى الاقتصاد الكلي **وسد عجز الموازنة العامة**، كما تُمكن وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي من الاستدانة من موارد مالية حقيقية غير تضخمية مما يقلل من اعتمادهاعلى الاستدانة من بنك السودان المركزي، وتهدف الشهادات أيضاً إلى تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية، وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين من خلال مشاركتهم في الشركات ذات الكفاءة والأداء المالي المتميز، يُحدد العائد على الشهادات استناداً إلى الأداء المالي للشركات المشاركة ومعدل التضخم السائد، كما تُقبل هذه الشهادات كضمان من الدرجة الأولى مقابل التمويل الممنوح من المصارف. (بنك السودان المركزي، التقرير السنوي، 2021، ص. 91).

2-شهادات الاستثمار الحكومية (صرح):

بدأت شركة السودان للخدمات المالية في إصدار صكوك الاستثمار الحكومية "**صرح**" في عام **2003م**، بناءً على صيغة **المضاربة**، وتتم إدارة هذه الصكوك وتسويقها في السوق الأولية عبر الشركة وشركات الوساطة المالية المعتمدة، تتراوح مدة هذه الصكوك بين **2 إلى 6 سنوات**، تهدف صكوك الاستثمار "صرح" إلى **جمع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار**، بالإضافة إلى **إدارة السيولة** على مستوى الاقتصاد الكلي من خلال عمليات السوق المفتوحة، كما تهدف إلى تطوير أسواق رأس المال المحلية، وتوظيف المدخرات في تمويل المشروعات الحكومية المتعلقة **بالبنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه** في مختلف ولايات السودان، مما يساعد في تقليل الآثار التضخمية. (بنك السودان المركزي، التقرير السنوي، 2021، ص. 93).

3-شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة):

تم بدء إصدار شهادات شامة في عام **2010**م، استناداً إلى صيغة **الإجارة**، وذلك بهدف جمع الموارد المالية من المستثمرين عبر عقد الوكالة الشرعية، بعد ذلك يتم استخدام هذه الموارد لشراء أصول المصفاة وتأجيرها إجارة تشغيلية لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي لتمويل المصفاة، تهدف هذه الشهادات إلى توفير **فرص استثمارية مربحة**، بالإضافة إلى توفير **موارد مالية حقيقية للدولة** تقلل من الاعتماد على القروض من البنك المركزي. (بنك السودان المركزي، التقرير السنوي، 2021، ص. 94).

4-شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء (شاشة):

تم بدء إصدار هذه الشهادات المالية في عام **2013م**، وهي عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل لمدة 4 سنوات، تم إنشاؤه بهدف جمع الموارد من المستثمرين عبر**عقد المضاربة**، ومن ثم استخدام هذه الموارد لشراء أصول الشركة السودانية **لتوزيع الكهرباء وتأجيرها** لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي بنظام الإجارة التشغيلية، لتمويل المصروفات التشغيلية لشركة توزيع الكهرباء، تهدف هذه الشهادات إلى تقديم فرص استثمارية تحقق عوائد للمستثمرين، وتوفير موارد حقيقية للدولة دون التأثير التضخمي، فضلاً عن تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في السودان. (بنك السودان المركزي، التقرير السنوي، 2021، ص. 95).

5-شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم):

بدأ العمل بهذه الشهادة في العام 1998م، وتم تصفيتها في 2004م، نسبةً لانخفاض فاعليتها في إدارة السيولة، وانخفاض قيمة المكون لهذه الشهادات، وكانت عبارة عن شهادات مشاركة تتيح لحاملها المشاركة مع بنك السودان المركزي في ملكيته لأسهمه في البنوك التجارية، يتم إنشاء الشهادة بعد تحديد إجمالي مساهمات بنك السودان المركزي وتحديد قيمتها، ثم يتم تقسيمها إلى شهادات مشاركة بقيم متساوية، وكان الغرض من **إصدارها تنظيم السيولة النقدية في الاقتصاد**. (دربوش، وآخرون، 2018، ص. 88).

6-شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب):

تم إصدار شهادات شهاب في 2005/8/30م، وتمّ تصفيتها في عام 2014م ، وظهرت كبديل لشهادات مشاركة البنك المركزي شمم، كانت هذه الشهادات تصدر استناداً إلى عقود الإجارة، وتعتمد على تصكيك الأصول الثابتة للبنك المركزي، كانت قابلة للتداول بين المصارف فقط، ويتم التداول بها من خلال البيع والشراء مع البنك المركزي فقط، وتهدف إلى مساعدة البنك المركزي في إدارة السيولة وتوفير فرص استثمارية تتيح لحامليها تحقيق أرباح. (بوضياف، 2019، ص. 149).

7-شهادات صندوق الذهب (بريق):

هي صكوك بدأ إصدارها في شهر 11-2018، وتم تصفيتها في العام نفسه بسبب التعقيدات الإدارية وأزمة شح الأوراق النقدية في تلك الفترة، صدرت من قبل شركة الخدمات المالية نيابةً عن البنك المركزي

وهي عبارة عن صكوك استثمارية قائمة على صيغة المضاربة المقيدة لشراء وبيع الذهب، قصيرة الأجل لمدة عام قابلة للتجديد، كان الهدف منها حشد المدخرات القومية، **وتشجيع الاستثمار، وتوفير أداة لإدارة السيولة**، وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين، ومساعدة البنك المركزي في **توفير موارد النقد الأجنبي** وتطوير أسواق المال االمحلية. (بنك السودان المركزي، التقرير السنوي، 2019، ص. 82).

الجدول رقم (16): إصدارات (مبيعات) شهادات (الصكوك الحكومية) في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة من 2014 لغاية 2021 (قيمة الإصدارات بالمليون جنيه سوداني)

العام	عدد الشهادات / القيمة	شهامة	صرح	شامة	شاشة	شهاب	بريق	الإجمالي
		المشاركة الحكومية	الاستثمار الحكومية	إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول	إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء	شهادات إجارة – البنك المركزي	شهادات صندوق الذهب (مضاربة مقيدة)	
2014	العدد	31,645,804	8,279,969	3,784,000	0	185,830		**43,895,603**
	القيمة	15,773.0	828.0	1,892.0	0.0	185.8		18,678.8
2015	العدد	36,891,981	9,042,101	0	4,485,259			**50,419,341**
	القيمة	18,446.0	904.2	0.0	2,242.6			21,592.8
2016	العدد	41,110,428	8,291,901	0	4,485,259			**53,887,588**
	القيمة	20,555.2	829.2	0.0	2,242.6			23,627.0
2017	العدد	47,662,866	8,195,403	3,784,000	4,485,259			**64,127,528**
	القيمة	23,831.4	819.5	1,892.0	2,224.6			28,767.6
2018	العدد	53,684,542	10,524,097	3,784,000	4,485,259		1,544,925	**74,022,823**
	القيمة	26,842.3	1,052.4	1,891.9	2,242.6		1,544.9	33,574.1
2019	العدد	61,684,542	10,524,097	3,784,000	4,485,259		0	**80,477,898**
	القيمة	30,842.3	1,052.4	1,891.9	2,242.6		0.0	36,029.2
2020	العدد	69,566,067	14,244,515	3,784,000	4,485,259			**92,079,841**
	القيمة	34,783.0	1,424.4	1,891.9	2,242.6			40,342.0
2021	العدد	76,921,831	14,823,543	3,784,000	4,485,259			**100,014,633**
	القيمة	38,460.9	1,482.3	1,891.9	2,242.6			44,077.8
الإجمالي	العدد	**419,168,061**	**83,925,626**	**22,704,000**	**31,396,813**	**185,830**	**1,544,925**	**558,925,255**
	نسبة	**%75.0**	**%15.0**	**%4.1**	**%5.6**	**%0.03**	**%0.3**	**%100**
	القيمة	**209,534.1**	**8,392.5**	**11,351.6**	**15,680.4**	**185.8**	**1,544.9**	**246,689.4**
	نسبة	**%84.9**	**%3.4**	**%4.6**	**%6.4**	**%0.1**	**%0.6**	**%100**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

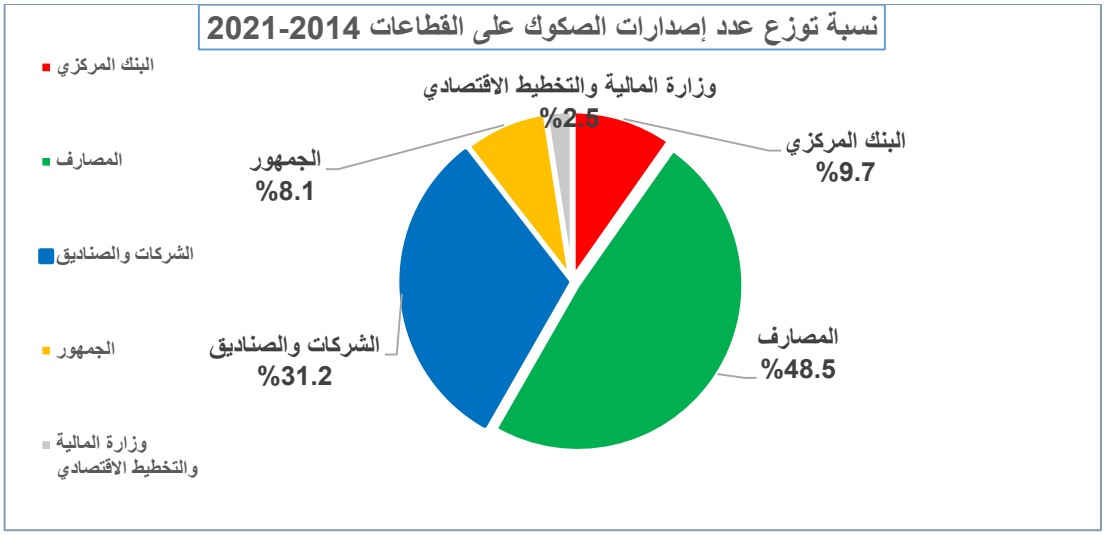
(بنك السودان المركزي، التقرير السنوي، 2015، ص. 75–78 ؛2016، ص. 75–77؛ 2017، ص. 88–91؛ 2018، ص. 78، 80–81، 91؛ 2019، ص. 78–83؛ 2020، ص. 75–76، 79–80؛ 2021، ص. 91–95)

نلاحظ من خلال الجدول أن عدد وحجم إصدار شهادات الصكوك السيادية في ارتفاع مستمر خلال السنوات المذكورة، بمعدل تغيير 127.85% لعدد الشهادات مابين 2014 و2021، وبفارق حجم 25.40 مليار أي بمعدل تغيير135.98% لقيمة الشهادات.

ولإيضاح بيانات الجدول السابق نبين قيمة المساهمة السنوية لكل من الشهادات الحكومية ونسبة المساهمة لكل منها من الإجمالي كالتالي:

- **شهادات المشاركة "شهامة"**: سجلت شهادات شهامة خلال الفترة من 2014 حتى 2021 تطوراً مستمراً في عدد وحجم إصدارات الصكوك، حيث حققت المرتبة الأولى بين مختلف أنواع الشهادات (عدد: 419,168,061 شهادة، وبقيمة إجمالية: 209.53 مليار جنيه سوداني) وهو ما يمثل حوالي 75% من إجمالي عدد الشهادات و 84.9% من إجمالي قيمة حجم الإصدارات، وكانت قيمة إصدار الشهادة (الصك) الواحد **500** جنيه سوداني.
- **شهادات الاستثمار "صرح"**: تأتي شهادات صرح في المرتبة الثانية من حيث عدد إصدارات الشهادات بمعدل 15%، بينما نسبة قيمة حجم الشهادات كانت أقل، 3.4%، نظراً لاختلاف قيمة إصدار الشهادة (الصك) الواحد **ب100** جنيه سوداني (عدد: 83,925,626 شهادة، قيمة: 8.39 مليار جنيه سوداني).
- **شهادات إجارة الأصول "شاشه"**: حققت المرتبة الثالثة بعدد إصدارات الشهادات بنسبة 5.6% والمرتبة الثانية بالقيمة 6.4% (عدد: 31,396,813 شهادة، قيمة: 15.68 مليار جنيه سوداني) وقيمة الصك الواحد **500** جنيه سوداني.
- **شهادات إجارة أصول "شامة"**: حققت المرتبة الرابعة بعدد إصدارات الشهادات بنسبة 4.15% من الإجمالي والمرتبة الثالثة من حيث القيمة بنسبة 4.6% (عدد: 22,704,000 شهادة، قيمة: 11.35 مليار جنيه سوداني)، وقيمة الصك الواحد **500** جنيه سوداني.
- **شهادات صندوق الذهب للمضاربة "بريق"**: سجلت مبيع في عام 2018 وتمت تصفيتها في نفس العام (عدد: 1,544,925 شهادة، قيمة: 1.54 مليار جنيه سوداني)، وكانت قيمة الصك الواحد **1000**جنيه سوداني.
- **شهادات إجارة البنك المركزي شهاب:** سجلت خلال فترة التقرير مبيع لعام واحد في 2014، ثم تمت تصفيتها بنفس العام، وآلت ملكيتها لبنك السودان المركزي، وكانت قيمة الصك الواحد **1000** جنيه سوداني (عدد: 185,830 شهادة، قيمة: 185.300 مليون جنيه سوداني) .

الشكل رقم (09): نسبة توزيع عدد إصدار صكوك السودان السيادية حسب القطاعات (2014-2021)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات بنك السودان المركزي، التقارير السنوية (2014-2021)

مع الإشارة إلى أن الشكل يُظهر نسبة توزيع إصدارات الصكوك حسب العدد، إلاّ أنّ التوزيع حسب القيمة يُبيّن تصدّر مساهمة المصارف في المرتبة الأولى بقيمة 124.18 مليار جنيه أي بنسبة مايقارب 50.3% تليها الشركات والصناديق بـ 77.77 مليار بنسبة 31.5%، ثم مساهمة الجمهور بـ 19.52 مليار بنسبة 7.9%، يليه البنك المركزي 18.53 مليار بنسبة 7.5%، ومن ثم مساهمة وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي بـ 6.68 مليار جنيه بنسبة 2.7% حيث اقتصرت مساهمتها على صكوك شامة وشاشة، بينما ساهمت في عام 2021 أيضاً في شهادات صرح.

الأرباح السنوية للصكوك السيادية

يبين الجدول التالي نسبة متوسط الأرباح السنوية للصكوك السيادية شهامة

الجدول رقم (17): متوسط نسبة الأرباح السنوية لصكوك المشاركة السيادية (شهامة) في السودان من عام 2014 لغاية 2021.

العام	متوسط الأرباح السنوية
2014	18.6%
2015	18.5%
2016	18.0%
2017	16.1%
2018	17.7%
2019	20.8%
2020	19.8%
2021	19.5%
متوسط مجموع السنوات	18.6%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات بنك السودان المركزي، التقارير السنوية (أعوام مختلفة).

نلاحظ من خلال الجدول السابق وكما أظهرت التقارير السنوية لبنك السودان المركزي عن نسبة أرباح صكوك المشاركة الحكومية (شهامة) حيث حققت شهامة 18.6% من الأرباح في العام 2014، فيما حققت في الأعوام الأخيرة على التوالي نسبة 20.8% عام 2019، و نسبة 19.8% عام 2020، نسبة 19.5% عام 2021، و متوسط أرباح مجموع السنوات 18.6% للفترة 2014 لغاية 2021.

تمويل الصكوك السيادية لعجز الموازنة العامة في السودان:

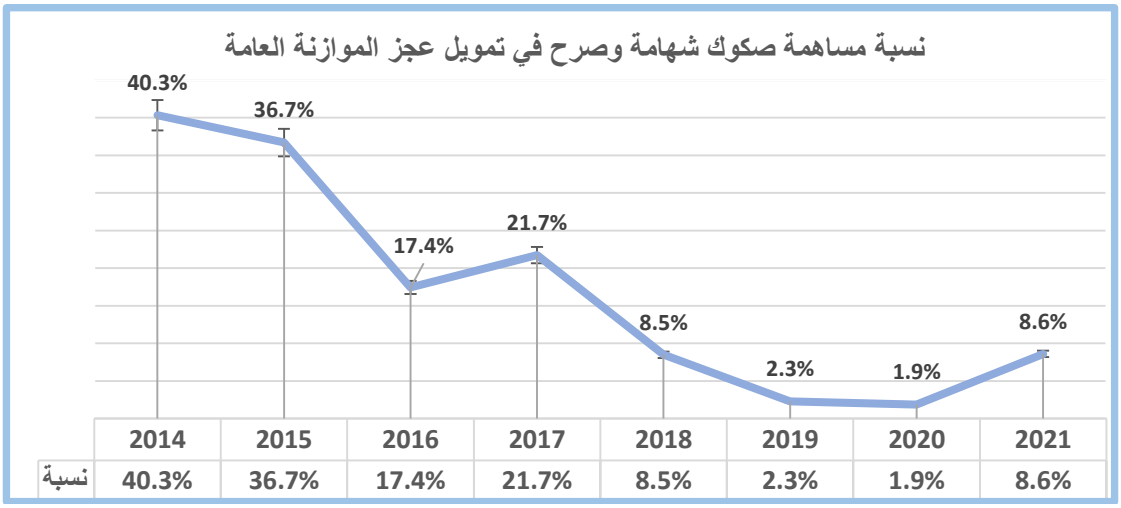
في ظل التحديات الاقتصادية والمالية التي تواجهها السودان، أصبحت الصكوك السيادية أحد الحلول المالية التي تم استخدامها لتمويل عجز الموازنة العامة، من خلال هذه الأداة تمكنت الحكومة من تأمين مصادر تمويل بديلة تسهم في تغطية العجز، وفي هذا السياق سيتم استعراض الأرقام المتعلقة بالعجز وكيفية تغطيته باستخدام الصكوك خلال الفترة الماضية 2014-2021.

الجدول رقم (18): مساهمة الصكوك الحكومية السيادية في السودان في تمويل عجز الموازنة العامة خلال الفترة من 2014 لغاية 2021 (مليون جنيه سوداني)

البيان	السنوات							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
العجز الكلي للموازنة (الأداء الفعلي)	(4,425.1)	(6,976.4)	(10,918.0)	(14,314.0)	(37,846.0)	(63,836.0)	(198,204.0)	(72,808.0)
صافي التمويل الخارجي	**756.30**	**(405.4)**	**1,142.00**	**(385.0)**	**3,518.00**	**4,855.00**	**1,234.00**	**(24,001.0)**
صافي التمويل الداخلي	**3,668.60**	**7,381.80**	**10,094.00**	**15,450.00**	**34,394.00**	**52,076.00**	**197,322.00**	**98,601.00**
سندات اطفاء الدين	(416.5)	(141.4)	(12.0)	0.00				
الضمانات	2,190.80	3,419.80	2,899.00	3,529.00	16,309.00	26,257.00	(3,496.0)	47,793.00
المتاخرات	(2,130.2)	(1,957.6)	(96.0)	(192.0)	(253.0)		(4,004.0)	(2,793.0)
الاستدانة من بنك السودان المركزي	2,240.00	3,500.00	5,400.00	9,000.00	15,121.00	24,361.00	201,075.00	47,332.00
مساهمة شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)	**1,611.60**	**2,611.20**	**2,109.00**	**3,276.00**	**3,011.00**	**(118.0)**	**3,959.00**	**6,469.00**
مساهمة صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)	**173.10**	**(50.3)**	**(206.0)**	**(163.0)**	**206.00**	**1,577.00**	**(212.0)**	**(200.0)**
نسبة مساهمة الصكوك الحكومية (شهامة وصرح) من العجز الكلي	**40.3%**	**36.7%**	**17.4%**	**21.7%**	**8.5%**	**2.3%**	**1.9%**	**8.6%**
نسبة التمويل الداخلي للعجز	**82.9%**	**105.8%**	**92.5%**	**107.9%**	**90.9%**	**81.6%**	**99.6%**	**135.4%**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات بنك السودان المركزي، التقارير السنوية (أعوام مختلفة).

الشكل رقم (10): نسبة مساهمة الصكوك السيادية (شهامة وصرح) في تمويل عجز الموازنة العامة في السودان



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق .

يوضح الجدول السابق قيمة العجز ووسائل التمويل ومساهمة كل من شهامة وصرح في التمويل الداخلي لعجز الموازنة، فقد بلغت مساهمتهما في عام 2014 نحو 1.785 مليار جنيه، بنسبة 40.3% من العجز الكلي البالغ (4.425) مليار جنيه، وهي أعلى نسبة مساهمة مقارنةً بالسنوات اللاحقة، أما أعلى قيمة للمساهمة فكانت في عام 2021 وبلغت 6.269 مليار جنيه، بنسبة 8.6% من العجز الكلي البالغ (72.808) مليار جنيه، وسُجلت أقل نسبة مساهمة في عام 2020، حيث بلغت 1.9% من العجز الكلي الذي بلغ حينها (198.204) مليار جنيه، وهو أعلى عجز تم تسجيله خلال تلك الفترة، وبشكل عام، كان الاعتماد الأكبر في تمويل العجز على مصادر التمويل الداخلي، بنسبة تقارب أو تتجاوز 100% نتيجة التمويل الخارجي السالب.

حركة نشاط تداول الأسهم والصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية

في هذه الفقرة نستعرض قيمة حجم تداول كل من الأسهم والصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية، مع بيان عدد العقود المنفذة لكل منهما خلال الفترة 2014–2022.

الجدول رقم (19): حركة تداول الأسهم والصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية 2014-2021.

الأعوام	حجم التداول الكلي (مليون جنيه)	الأسهم				الصكوك			
		عدد العقود المنفذة	عدد الأسهم (ألف سهم)	حجم التداول (مليون جنيه)	نسبة من الحجم الكلي	عدد العقود المنفذة	عدد الصكوك (ألف صك)	حجم التداول (مليون جنيه)	نسبة من الحجم الكلي
2014	**5,762.9**	569.0	305,681.0	301.9	5.2%	22,101.0	11,195.0	5,461.0	94.8%
2015	**6,246.4**	830.0	1,202,656.5	162.4	2.6%	29,477.0	12,290.0	6,084.0	97.4%
2016	**4,362.7**	1,133.0	1,668,462.0	299.7	6.9%	41,991.0	8,648.0	4,063.0	93.1%
2017	**11,236.2**	901.0	1,078,669.0	839.8	7.5%	37,094.0	21,087.0	10,396.4	92.5%
2018	**9,697.8**	849.0	1,370,863.0	1,377.7	14.2%	21,263.0	20,179.0	8,320.1	85.8%
2019	**14,717.1**	553.0	465,090.0	1,291.3	8.8%	21,781.0	30,785.0	13,425.8	91.2%
2020	**17,147.9**	342.0	1,448,959.0	1,848.9	10.8%	21,374.0	36,203.0	15,299.0	89.2%
2021	**19,701.2**	461.0	508,720.0	843.2	4.3%	20,509.0	56,131.0	18,858.0	95.7%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات بنك السودان المركزي، التقارير السنوية (أعوام مختلفة).

يبين الجدول السابق عدد وحجم الأسهم المتداولة، وعدد وحجم الصكوك المتداول، حيث يتضح أن حركة حجم تداول الصكوك في تطور وارتفاع مستمر في السنوات الأخيرة، وتفوق قيمة تداول الأسهم، فيما يظهر تقلبات في عدد وحجم تداول الأسهم، وذلك خلال الفترة 2014-2021.

تقييم التجربة السودانية في الصكوك

الإيجابيات:

أسهمت الصكوك في تثبيت دعائم سوق الخرطوم للأوراق المالية بآثاره الإيجابية على الاقتصاد السوداني، ومعالجة فجوة الموارد الداخلية بتغطيتها بنسبة كبيرة من عجز الموازنة المحلية، وفي تنويع أدوات إدارة السيولة للجهاز المصرفي بصورة مربحة، كما ساهمت في تطوير وتحريك الاجتهادات الشرعية ومهدت الطريق للابتكارات المالية لتمويل القطاع الخاص مستقبلاً.

كما تنوع المردود الاقتصادي والاجتماعي للصكوك ليشمل كل من المجالات التالية: (خير، 2013، ص. 14-46)

دعم المشاريع الاستراتيجية: تم تمويل جزء من احتياجات مشروع سد مروري، بالإضافة إلى تمويل بناء مطار الخرطوم الجديد، ومشاريع إسكان الطلاب في مختلف الولايات، كما تم تخصيص التمويل أيضاً لتطوير شبكة المياه ومحطة تحلية المياه في بورتسودان.

في مجال الصحة: تم تقديم الدعم للمراكز الطبية القومية من خلال توفير معدات تشخيصية متطورة في مختلف التخصصات للمستشفيات، وذلك في إطار مشروع توطين العلاج داخل البلاد.

في مجال التعليم العام والعالي: تم تزويد الكليات التقنية بمعامل تقنية متطورة، بالإضافة إلى توفير أجهزة كمبيوتر مع ملحقاتها لمدارس الولايات.

في مجال المياه: تم حفر وتركيب مئات الآبار، بالإضافة إلى بناء السدود وحفر الحفائر، مما ساهم في حل مشكلة العطش في عدة ولايات.

في مجال الزراعة والري: تم تعزيز البنية التحتية للري وتوفير مدخلات الإنتاج مثل (تراكتورات، حاصدات وزراعات).

في مجال الثروة الحيوانية: تم توفير الأمصال والأدوية اللازمة للإمدادات البيطرية، إضافة إلى إنشاء المحاجر البيطرية.

في مجال البنية الأساسية: تم دعم سكك الحديد والنقل النهري إضافة إلى المساهمة في تشييد الطرق القومية والردميات والمزلقانيات بالولايات.

في مجال الصناعة: تم تأهيل قطاع النسيج.

في مجال المعلوماتية: تم تعزيز البنية التحتية للتلفزيون والإذاعة ووكالة السودان للأنباء من خلال توفير المراسلات الإذاعية والأجهزة التقنية المتطورة، مما جعل السودان يواكب الدول المتقدمة في هذا المجال.

في مجال الآليات والمعدات: تم تزويد الولايات بوحدات حفر متكاملة ومعدات وآليات متنوعة، بالإضافة إلى تلبية احتياجات دعم القطاع الخاص.

وفيما يخص المردود الاجتماعي، فقد أسهم تمويل الصكوك في تحقيق أثر اجتماعي إيجابي من خلال استقرار المجتمعات الريفية عبر توفير الخدمات الأساسية واستعادة ثقة المستثمرين في المشاركة مع الدولة في المشاريع التنموية، مما أتاح للمستثمرين المحليين فرصاً أكبر للمساهمة في تمويل عملية التنمية.

نقاط الضعف في التجربة السودانية: (بوضياف، 2019، ص. 51)

- تراجع تصنيف السودان من قبل وكالات التصنيف العالمية، مما يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين.
- ضعف القدرات المؤسسية والرقابية للجهات المعنية بالإشراف على سوق الصكوك، بالإضافة إلى وجود بعض المشاكل الهيكلية.
- الحاجة إلى تعزيز معايير الشفافية والإفصاح في إصدارات الصكوك، ودعم الثقة العامة من خلال التوعية وزيادة القبول المجتمعي.
- زيادة المخاطر الائتمانية والتعثر في السداد بسبب الأوضاع الاقتصادية والسياسية غير المستقرة، بالإضافة إلى تزايد المخاطر التشغيلية الناتجة عن نقص الخبرات والكفاءات المؤهلة.

2-4-4 الدروس المستفادة من تجارب ماليزيا والسعودية والسودان في حال تطبيق الصكوك السيادية في سورية

تمثل تجارب الدول في تطبيق الصكوك السيادية مصدراً قيماً لفهم الفرص والتحديات التي قد تواجهها سورية في حال تطبيق هذا النموذج المالي، مما يساعد في تجنب الأخطاء وتعزيز نجاح تنفيذ التجربة في سورية، وفيما يلي نستعرض الدروس المستفادة من تلك التجارب:

1- تحرير السوق المالي وتعدد العملات:

ماليزيا: قامت ماليزيا في عام 2007 بتحرير سوق الصكوك، مما أصدرت صكوكاً متاحة بالتداول بعملات متعددة من مختلف أنحاء العالم مما حققت مكانة مركزية لجذب السيولة والاستثمارات على المستوى العالمي.

السعودية: قامت بتوسيع سوق الصكوك عبر إصدارات متنوعة، عبر إطلاق برنامج حكومة المملكة الدولي لإصدار الصكوك مما أتاح للمستثمرين الوصول إلى صكوك بالعملات المحلية والدولية.

يمكن لسورية: فتح سوق الصكوك أمام عملات متعددة سيعزز الجاذبية الاستثمارية ويوفر فرصاً أكبر لجذب رؤوس الأموال الخارجية.

2- دور الحكومة في الدعم والتحفيز:

ماليزيا: قدمت الحكومة الماليزية مساندة قوية، من خلال منح حوافز وإعفاءات ضريبية كبيرة ومميزة، مما جعلها وجهة مفضلة للاستثمار وإصدار الصكوك، وساهم في نجاح السوق المالي، كما قامت بربط العائد بالهدف، لتحقيق النتائج المرجوة.

السعودية: سعت الحكومة إلى دعم الصكوك كأداة أساسية في خطط التنمية الكبرى، وتقديم تسهيلات لمستثمري القطاع الخاص.

السودان: الحكومة السودانية لعبت دوراً مميزاً في دعم وتحفيز سوق الصكوك، خاصة في بداية تجربتها مع الصكوك السيادية، كما قدمت الحكومة حوافز للمستثمرين المحليين، وقامت بدعم السوق المحلي وتسهيل الإجراءات الإدارية والرقابية.

يمكن لسورية: أن تقدم الحكومة دعماً واضحاً للصكوك من خلال تحفيز السوق المحلي، عبر تقديم حوافز متعددة مثل الإعفاءات الضريبية والتسهيلات التي تشجع على المشاركة المحلية والدولية.

3- التركيز على مشاريع البنية التحتية والتنموية:

ماليزيا: استخدمت الصكوك لتمويل مشاريع ضخمة في البنية التحتية، مثل مشروع توليد الكهرباء، ومشروع النقل السريع المتكامل لشبكة السكك الحديدية في مدينة كيمانس (Kimanis)، ومشروع الصكوك الخضراء لشركة تاداو لتمويل إنشاء محطتين للطاقة الشمسية، ومشروع الطريق السريع بمدينة شاه علم الماليزية، ومشروع خزانة إحسان للتنمية المستدامة وبرامج المسؤولية الاجتماعية لدعم وتطوير التعليم الحكومي في

مدارس أمل، كما اعتمدت على الصكوك السيادية كأداة رئيسية لتنويع مصادر التمويل وتغطية عجز الموازنة بعيداً عن القروض التقليدية.

السعودية: أطلقت المملكة العربية السعودية برنامج الصكوك المحلية بالريال السعودي في عام 2016 تزامناً مع برنامج "رؤية المملكة 2030"، خصصت حصيلة الصكوك لتمويل مشاريع استراتيجية ضمن رؤية 2030، مثل "مشروع نيوم" والمشاريع الصناعية الكبرى، استخدمت هذه الصكوك لتوفير مصادر تمويل إضافية للحكومة، خاصةً بعد تراجع إيرادات النفط في عام 2014، مما ساهم في تغطية عجز الميزانية الذي بلغ 311 مليار ريال في عام 2016، بينما بلغ العجز 81 مليار ريال في عام 2023، وقد ساهم ذلك في تحسين التصنيف الائتماني للمملكة.

السودان: استثمرت الصكوك في تمويل مشاريع حيوية مثل محطات المياه، الإسكان، الصحة والتعليم، وغيرها، مما حقق مردوداً اجتماعياً إيجابياً وأسهم في استقرار المجتمعات الريفية، كما اعتمدت الحكومة السودانية بشكل كبير على صكوك "شهامة" و"صرح" كأداة رئيسية لتمويل العجز المحلي، مما ساعد في تقليل الاعتماد على الاستدانة.

يمكن لسورية: تخصيص إصدارات الصكوك السيادية ضمن برنامج "**بناء سورية الجديدة**" وفق رؤيتها المستقبلية، لتوجيه التمويل نحو مشاريع البنية التحتية في مجالات الطاقة والنقل وإعادة الإعمار، بالإضافة إلى دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة ومشاريع الإنتاج التي تُعد محركاً أساسياً للنمو الاقتصادي المستدام، حيث يمكن لهذه المشاريع أن تسهم في تسريع تحقيق رؤية سورية الجديدة التي تعتمد على التنوع الاقتصادي والابتكار.

4-المخاطر والتحديات التي واجهتها تجارب الصكوك السيادية في ماليزيا والسعودية والسودان وكيفية استفادة سوريا منها

ماليزيا: واجهت تحديات فقهية في التوافق مع الشريعة الإسلامية، إضافة إلى إشكاليات تطبيق المشتقات واختلافات مذهبية في قبول بعض الصيغ التمويلية، ورغم ذلك نجحت في تهيئة بيئة تنظيمية محكمة، أظهرت شفافية عالية، وتعرضت لصعوبة بجذب الاستثمارات الأجنبية بسبب التقلبات الاقتصادية، لكنها وضعت آليات لتقييم المخاطر وضمان استقرار سوق الصكوك.

السعودية: واجهت تحديات زيادة الدين العام بسبب الاعتماد الكبير على الصكوك لتمويل العجز، ولكنها نجحت في تحديث سوق تداول الصكوك وتعزيز الشفافية والحوكمة، مع بناء بنية تنظيمية قوية وتطوير آليات رقابية لضمان الاستقرار المالي.

السودان: واجهت البلاد ضعفاً في القدرات المؤسسية والرقابية للجهات المشرفة على سوق الصكوك، بالإضافة إلى مشاكل هيكلية، مما أسهم في تراجع التصنيف الائتماني من قبل وكالات التصنيف العالمية، كما أدى التضخم المرتفع إلى تدهور الوضع الاقتصادي، ورافق ذلك انخفاض في معايير الشفافية والإفصاح، وضعف الثقافة والوعي والقبول المجتمعي للصكوك.

يمكن لسـورية الاسـتفادة من تجارب ماليزيا والسـعودية والسـودان من خلال تطوير بيئة تنظيمية محكمة، وتعزيز الشفافية في إدارة الصكوك، وبناء بنية مؤسسية ورقابية قوية، ورفع مستوى الثقافة والوعي المجتمعي بالصـكوك، كما ينبغي تحقيق التوازن بين تمويل المشـاريع الحيوية وتجنب الاعتماد الكبير على الصـكوك لتفادي زيادة الدين العام، مع ضرورة استثمار الصكوك في مشروعات اقتصادية مستدامة تسهم في استقرار الاقتصـاد السوري على المدى الطويل، مع الاستفادة من آليات تقييم المخاطر وضـمان استقرار السوق كما طبقتها الدول الرائدة لتفادي العقبات السابقة.

الفصل الثالث: الإطار العملي للبحث

3-1 مجتمع وعينة البحث

3-2 خصائص العينة

3-3 أداة جمع البيانات

3-4 تحكيم الأسئلة

3-5 محاور المقابلة

3-6 تحليل محاور المقابلات

الفصل الثالث: الإطار العملي للبحث

تمهيد:

في ظل التحديات الاقتصادية التي تواجهها سورية، تبرز الصكوك السيادية كأداة مالية هامة، من شأنها تعزيز سوق التمويل المحلي وجذب الاستثمارات.

يهدف هذا القسم إلى استكشاف الجوانب العملية المتعلقة بتطبيق الصكوك السيادية، من خلال تحليل العقبات والفرص المستقبلية المحتملة، بناءً على آراء وملاحظات مجموعة من الخبراء المختصين.

تستند هذه الدراسة إلى منهج استكشافي يعتمد على أداة المقابلة، مما يتيح لنا جمع معلومات عميقة وموثوقة حول التحديات التي تواجه تفعيل الصكوك السيادية في السياق السوري، وتسليط الضوء على الفرص التي يمكن أن تنشأ من خلال تبني استراتيجيات مدروسة ومرتكزة على أسس علمية، وذلك بهدف تقديم الحلول والإجراءات اللازمة لتذليل هذه التحديات، واستثمار الفرص المتاحة مستقبلاً.

بعد ذلك، يسعى البحث بتقديم توصيات عملية لصناع القرار في سورية، تسهم في تعزيز استخدام هذه الأداة المالية السيادية في سوق التمويل.

3-1 مجتمع وعينة البحث:

مجتمع البحث: بما أن الصكوك السيادية لم تُطبق بعد في سورية، فإن مجتمع البحث يشمل الأكاديميين في مجالات التمويل والاقتصاد، بالإضافة إلى المصرفيين، والمستشارين الماليين، والمسؤولين الحكوميين الذين لديهم معرفة متعلقة بالصكوك السيادية وأدوات التمويل، ويمتلكون رؤية نظرية أو عملية حول كيفية تفعيل هذه الأداة المالية في المستقبل.

عينة البحث: تم اختيار المشاركين باستخدام أسلوب العينة القصدية (الانتقائية) بناءً على توفر الخبرة والمعرفة بموضوع البحث، تكونت العينة من 47 شخصاً مختصاً، وتم إجراء المقابلات بشكل شخصي أو عبر الهاتف أو وسائل التواصل الحديثة، وذلك حسب توافر الوقت والظروف المناسبة لكل مشارك، تراوحت مدة المقابلة الواحدة من 30 إلى 90 دقيقة، يمكن تصنيفهم بناءً على نوع خبراتهم الأكاديمية والمهنية كما يلي:

الفئة الأولى: الأكاديميون المتخصصون في الاقتصاد والتمويل: تضم هذه الفئة الأكاديميين الذين يمتلكون معرفة علمية في مجالات الاقتصاد والتمويل، لكنهم لا يشغلون مناصب تنفيذية تؤثر في اتخاذ القرارات المتعلقة بالصكوك السيادية.

الفئة الثانية: المشاركون في صنع القرار: تشمل هذه الفئة الأكاديميين الذين يشغلون مناصب إدارية أو استشارية تمكنهم من التأثير في السياسات المالية، مثل الأساتذة الجامعيين الذين يعملون كمستشارين حكوميين.

الفئة الثالثة: أصحاب الخبرة المهنية والعلمية: تضم هذه الفئة الأساتذة الجامعيين الذين يمتلكون خبرة عملية في الحكومة أو القطاع الخاص.

الفئة الرابعة: الخبراء المهنيون: تشمل هذه الفئة الأفراد العاملين في مؤسسات حكومية أو مصارف، كمصرف سورية المركزي ووزارة المالية، إضافةً إلى المهنيين الذين يمتلكون خبرة عملية مباشرة في مجالات الاقتصاد والتمويل.

3-2 خصائص العينة:

تمتاز عينة الدراسة بالخصائص التالية:

1-من حيث الجنس: 38 ذكراً، و9 إناث.

2-من حيث التوزيع الجغرافي: تَمثّل 43 مشاركاً في دمشق، ومشارك واحد في كل من درعا، وحماة، وطرطوس، ودير الزور.

3-من حيث المجالات الوظيفية: تتوزع العينة عبر عدة مجالات وقطاعات وظيفية، حيث يوجد بعض الأفراد الذين يشغلون أدواراً مزدوجة في أكثر من قطاع، وقد تم التوزيع على النحو التالي:

القطاع الحكومي: هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية-سوق دمشق للأوراق المالية- وزارة المالية- مصرف سورية المركزي، ويشمل 15 شخصاً.

القطاع المالي والمصرفي: البنوك، المؤسسات المالية، المستشارون الماليون المصرفيون، ويشمل 10 أشخاص.

القطاع الأكاديمي: الجامعات والمعاهد العليا (عمادة الكليات – رؤساء الأقسام – أعضاء الهيئة التدريسية – المحاضرين)، ويشمل 15 شخصاً.

القطاع المهني: المحاسبين القانونيين- المحللين والمستشارين الماليين- نقابة المهن المالية والمحاسبية – غرفة تجارة دمشق، ويشمل 5 أشخاص.

القطاع البحثي: الخبراء والباحثين في المجال الاقتصادي والمالي من غير الأكاديميين، ويشمل شخصين.

3-3 أداة جمع البيانات:

تم استخدام أداة المقابلات البحثية شبه المهيكلة لجمع البيانات النوعية اللازمة لهذا البحث، وذلك كونه بحثاً استطلاعياً، حيث تُعد المقابلات أداة فعالة للحصول على رؤى عميقة وشاملة من الخبراء حول موضوع تفعيل الصكوك السيادية في سورية كأداة محتملة لتعزيز سوق التمويل، بالإضافة إلى استكشاف

العقبات التي قد تواجه هذا التفعيل والفرص المستقبلية التي قد تسهم في نجاحه، تم تصميم 13 سؤالاً بطريقة تُتيح للمشاركين التعبير بحرية عن آرائهم وتوقعاتهم، مما يساعد في تقديم صورة واقعية عن مدى مناسبة الوضع الراهن لتفعيل الصكوك السيادية في سوق دمشق للأوراق المالية، والتحديات المستقبلية المرتبطة بذلك.

3-4 تحكيم الأسئلة:

تم تحكيم الأسئلة المطروحة في المقابلات البحثية بعناية من قِبل كلٍّ من الدكتور حسين علي قبلان، أستاذ محاضر في جامعة دمشق في قسم الاقتصاد وقسم المصارف، وعضو مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، والدكتورة آلاء بركة، أستاذة في جامعة دمشق في قسم الاقتصاد ومختصة في منهجية البحث العلمي، حيث قاما بتقييم الأسئلة بشكل شامل لضمان وضوحها وملاءمتها لأهداف البحث، وقد تم بناء الأسئلة بما يتوافق مع الأطر النظرية والعملية للموضوع محل الدراسة.

3-5 محاور المقابلة:

فيما يلي عرض مفصل للأسئلة المتضمنة في المحاور وعنوان المحور الذي تندرج ضمنه:

المحور الأول: الإيجابيات والقوة التنافسية للصكوك السيادية

السؤال 1: ما هي أهم الإيجابيات ونقاط القوة التي تُميز الصكوك السيادية مقارنةً بالأوراق المالية الأخرى في السوق المالي؟

المحور الثاني: متطلبات تفعيل الصكوك السيادية

السؤال 2: ما هي أهم المتطلبات (الجوانب – الإجراءات – التشريعات – الإصلاحات) التي ترونها ضرورية لتفعيل وتمكين إصدار الصكوك السيادية في سورية؟

المحور الثالث: الفرص المستقبلية للصكوك السيادية

السؤال 3: ما هي أبرز (الفرص– المزايا) المستقبلية المحتملة التي قد تجنيها سورية على المستوى الحكومي والاقتصاد العام والمجتمع من تفعيل استخدام الصكوك السيادية، في رأيكم؟

المحور الرابع: دور الصكوك في سوق التمويل

السؤال 4: كيف يمكن أن تساهم الصكوك السيادية في تعزيز – تطوير سوق التمويل والاستثمار في سورية، وتنويع مصادر التمويل الحكومي؟

المحور الخامس: التحديات والعقبات أمام تطبيق الصكوك السيادية

السؤال 5: ما هي أبرز (العقبات – التحديات – المخاطر) التي قد تواجه تطبيق – إطلاق برنامج الصكوك السيادية في سورية من وجهة نظركم؟

المحور السادس: المبادرات الحكومية لتشجيع الصكوك

السؤال 6: ما هي الخطط والمبادرات المستقبلية التي يتوجب على الحكومة السورية اتخاذها لتشجيع وقبول ونجاح التعامل بالصكوك السيادية؟

المحور السابع: إقبال المستثمرين على الصكوك السيادية

السؤال 7: ما هي توقعاتكم حول مدى إقبال المستثمرين المحليين والأجانب على الصكوك السيادية السورية في المرحلة المقبلة؟

المحور الثامن: توصيات لتذليل العقبات

السؤال 8: ما هي المقترحات والتوصيات للجهات المعنية لتذليل العقبات وتعزيز الفرص المتاحة لتطبيق الصكوك السيادية في سورية بما يساهم في تطوير سوق التمويل المحلي "سوق دمشق للأوراق المالية"؟

المحور التاسع: دور الجهات الحكومية الداعمة

السؤال 9: كيف ترون دور الجهات الحكومية (وزارة المالية ومصرف سورية المركزي) في تنشيط وتطوير سوق الصكوك السيادية في سورية؟

المحور العاشر: دور الجهات الحكومية الرقابية

السؤال 10 : ماهو دور الجهات الإشرافية الرقابية (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية) في تنشيط وتطوير سوق الصكوك السيادية في سورية؟

المحور الحادي عشر: دور البحث العلمي والتعليم الأكاديمي والمهني

السؤال 11: ما دور البحث العلمي والتعليم الأكاديمي والمهني في التعريف عن الصكوك السيادية ونشر الوعي والقَبول المجتمعي؟

المحور الثاني عشر: استعداد المستثمرين

السؤال 12: ما مدى استعدادكم كمستثمر محتمل للتعامل بالصكوك السيادية السورية في المستقبل؟

المحور الثالث عشر: المشاريع الهامة لمرحلة إعادة الإعمار

السؤال 13: في ظل الوضع الاقتصادي الحالي والظروف السائدة في سورية، في رأيكم ماهي المشاريع الأكثر أهمية والتي تشكل أولوية ملحة لمرحلة إعادة الإعمار والتنمية ما بعد الحرب، والتي يمكن النظر إلى الصكوك السيادية كأداة محتملة مناسبة لتمويلها؟

3-6 تحليل محاور المقابلات:

تحليل الإجابة للمحور الأول: الإيجابيات والقوة التنافسية للصكوك السيادية

يمكن تلخيص أهم الإيجابيات التي تمتاز بها الصكوك السيادية بالنقاط التالية:

1- توفير حجم رأس المال والسيولة: (إجمالي: 33 إجابة، 70%)

أفاد أغلب المشاركين، الذين يشكلون 70% من إجمالي العينة المدروسة بما يلي:

- **عدد كبير** منهم بنسبة **51%** أشاروا إلى أن الصكوك السيادية تُعتبر أداة استثمارية مرغوبة، خصوصاً من فئات المستثمرين الباحثين عن مغامرات مالية أو من لديهم رغبة في تنويع محافظهم الاستثمارية، وبالتالي تبرز فاعلية الصكوك السيادية في استقطاب المدخرات ورؤوس الأموال الكبيرة من شرائح واسعة من المستثمرين، بما في ذلك رؤوس الأموال الخارجية الضخمة.
- اعتبرها **العديد** منتجاً جاذباً للسيولة ومحركاً للنمو الاقتصادي، مما يعكس قدرتها على تحسين النشاط الاقتصادي وزيادة الاستثمارات.
- أشار **عدد قليل** إلى الصكوك السيادية بأنها سريعة التسييل كونها تمثل أصولاً سيادية يمكن تحويلها بسهولة إلى نقد.

2- تحسين الأداء المالي والاقتصادي والشفافية: (إجمالي: 26 إجابة، 55%)

- رأى **العديد** من المشاركين أنَّ الصكوك السيادية مرتبطة بمشاريع حقيقية تحقق عوائد فعلية، مما يسهم في دفع عجلة الإنتاج ودعم النمو الاقتصادي.
- أفاد **البعض** أيضاً بأنّ الصكوك السيادية توفر مؤشراً أفضل للأداء المالي من خلال تمويل المشاريع بأدوات مالية آمنة ومستقرة وطويلة الأجل.

3- انخفاض المخاطر وتوفير الضمان السيادي: (إجمالي: 28 إجابة، 60%)

- برأي **عدد كبير** من أفراد العينة تنطوي الصكوك السيادية على مخاطر منخفضة أو معدومة، وتعتبر أقل خطراً مقارنة مع السندات والأدوات المالية الأخرى، وهي توفر هامشاً إضافياً من الأمان كونها مدعومة من قبل الدولة حيث إنَّ الضمان السيادي يعزز الثقة في قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية، في حين رأى مشارك واحد احتمالية المخاطر المرتفعة.
- كما أشار **عدد قليل** من المشاركين إلى أنَّ الصكوك تُوائم بين مصادر الأموال واستخداماتها، وهو ما يخفف من المخاطر المرتبطة بتطبيق الصكوك.

4- استقرار وارتفاع العائد: (إجمالي: 18 إجابة، 38%)

- أوضح **بعض** المشاركين ميزة عائد الصكوك حيث يتم ربط العائد مباشرة بالمشروع المُمول من خلالها.
- كما أكد **البعض** أيضاً أن الصكوك السيادية تؤمن ربحية مستقرة، وعائداً مرتفعاً مما يجعلها من العوامل المغرية للمستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات ذات عوائد مجزية.

5- تمويل بالملكية وليس الدين: (إجمالي: 22 إجابة، 47%)

- اعتبر **العديد** من المشاركين أنّ إحدى نقاط القوة الرئيسية للصكوك هي دمج التمويل بالملكية، حيث تُعد الصكوك أداة ملكية تعتمد على وجود سلعة ملموسة وليست مجرد أداة دين، مما يعني أن حَمَلة الصكوك هم أصحاب المشاريع مما يوفر استقراراً في المشروع.
- كما ذكر **البعض** أن الصكوك السيادية تُعد أداة تمويل من خارج الميزانية وبدون تحميل أعباء إضافية على موازنة الدولة، مما يجعلها أداة مرنة تساعد في تمويل المشاريع دون التأثير على مؤشرات الديون، مما يحافظ على التصنيف الائتماني ويقلل الضغوط المالية وبالتالي لن تتحمل الدولة أعباء دفع الفوائد للمستحقين كما هو الحال في السندات التقليدية.

6- التوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية:(16 إجابة، 34%)

أكد **العديد** من المشاركين أنّ الصكوك السيادية تُعد أداة مالية متاحة للجميع تهدف إلى تحقيق النفع العام للمجتمع ككل، كما أنّ خضوعها لرقابة الهيئة الشرعية لضمان توافقها مع الشريعة الإسلامية، يمنحها ميزة تفاضلية مما يساعد في جذب شريحة واسعة من المدخرين الذين لديهم تحفظات على الاستثمار في الأدوات المالية التقليدية الأخرى.

7- المرونة والتنوع لآلية العمل من هياكل الإصدار والتداول والمدة والإطفاء:(إجمالي:12 إجابة، 26%)

- **الإصدار**: في هذا المحور، أشار **البعض** إلى أن الصكوك تتيح تنوعاً في هيكل التمويل من خلال إصدار صيغ متعددة مثل المشاركة، المضاربة، الإيجارة، والاستصناع، وهو ما يزيد من تنوع الفرص الاستثمارية.
- **التداول:** كما ذكر **البعض** قابلية تداولها وتبادلها بسهولة في سوق الأوراق المالية.
- **فترة التمويل:** أشار عدد **قليل** إلى أن التمويل يكون لفترات طويلة الأجل ومحددة بوقت معين، تنتهي عند سداد المبالغ المستحقة خلال عملية الإطفاء.
- **الإطفاء:** ذكر **أحد** المشاركين أنّ عملية الإطفاء تتم بنهاية المدة المحددة، مع إمكانية اعادة شراء الدولة للمشاريع الممولة بعد انتهاء فترة الإطفاء.
- التصفية: ذكر **أحد** المشاركين أنّ الصكوك لها أولوية في حالة التصفية، حيث يُعطى حملة الصكوك الأولوية في سداد مستحقاتهم.

تحليل الإجابة للمحور الثاني: متطلبات تفعيل الصكوك السيادية

تتمثل في النقاط التالية:

1- سن التشريعات والقوانين الناظمة لصناعة وتنظيم عمل الصكوك: (إجمالي:38 إجابة،81%)

- أكد **أغلب** المشاركين بنسبة **77%** على أهمية وضع إطار تشريعي شامل ينظم إصدار وطرح الصكوك، وكيفية تداولها، وحيازتها، وإطفائها، كما أُشير إلى ضرورة تحديد ضوابط تشريعية ومحاسبية لضمان تطبيقها بفعالية.
- كما أشار **بعضهم** إلى ضرورة وضع مجموعة من المعايير القانونية والتنظيمية والاقتصادية، حيث تشمل الناحية **القانونية** (قوانين تنظم إصدار الصكوك)، **والتنظيمية** (إجراءات وضوابط للتداول والرقابة ممثلة في **تسجيل** الصكوك السيادية في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، **إيداع وحفظ** الصكوك المسجلة لدى مركز المقاصة والحفظ المركزي و**طرح وإدراج** الصكوك في سوق دمشق للأوراق المالية)، و**الاقتصادية** (تحديد الآليات التي تضمن النجاح والاستدامة الاقتصادية لهذه الأدوات المالية في سورية بما يتماشى مع المرحلة الراهنة).
- كما اقترح **أحد** المشاركين إصدار قانون خاص للمؤسسات المالية الإسلامية، ليكون ذلك أحد المحفزات الضرورية لإصدار الصكوك السيادية.

2- تشكيل الهيئات واللجان الرقابية المستقلة: (إجمالي: 14 إجابة، 30%)

- أشار **بعض** المشاركين إلى أهمية تأسيس هيئات رقابية مستقلة لتتولى مهمة تنظيم عمل الصكوك السيادية، ويشمل ذلك إنشاء شركات مستقلة ذات غرض خاص (SPV) لتسهيل عملية إصدار وإدارة الصكوك وضمان الامتثال للمعايير القانونية والمحاسبية. (10 إجابة،21%)
- ذكر **عدد قليل** من المشاركين أهمية التركيز على الرقابة الشرعية المستقلة لمراجعة واعتماد الصكوك قبل إصدارها وفقاً للمعايير الشرعية، مما يعزز الثقة في هذه الأدوات المالية بين المستثمرين.
- كما اقترح **عدد قليل** تشكيل لجنة تضم ممثلين من وزارة المالية، مصرف سورية المركزي، ووزارة الاقتصاد، بالإضافة إلى متخصصين في الاقتصاد لدراسة القانون وضبط آلية العمل الخاصة بالصكوك وتحقيق الهدف الأسمى في الاستثمار والتنمية.
- وأيضاً ذكر **عدد قليل** من المشاركين اقتراح إنشاء مديرية مختصة في وزارة المالية لمتابعة وتنسيق كافة إجراءات الصكوك بكفاءة وفعالية.

3- القيام بإصلاحات لتحسين التشريعات المالية والضريبية: (13 إجابة، 28%)

نوه **بعض** المشاركين وبنسبة تقارب **28%** من إجمالي العينة، إلى ضرورة القيام بحزمة إصلاحات شاملة ومرنة تتناسب مع الرؤية لإصدار الصكوك، تتضمن إصلاحات مالية وضريبية، إضافةً لإجراءات اقتصادية تساعد في الحد من التضخم التراكمي والعمل على تخفيض الأسعار، مما يساهم

في تحسين القدرة الشرائية وجذب الاستثمارات، وفي حال تعذر ذلك في المرحلة الراهنة اقترح **أحد** المشاركين إصدار الصكوك السيادية بخصم إصدار يعكس نسب التضخم في السوق، مما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين.

4- توسيع مشاركة القطاع الخاص وتعزيز دور القطاع العام: (9 إجابة، 19%)

حيث أشار **بعض** المشاركين والذين يشكلون **19%** من إجمالي العينة المدروسة إلى ضرورة وضع خطط عمل وتهيئة البيئة المناسبة للاستثمار، إضافةً إلى توسيع مشاركة القطاع الخاص من خلال السماح وتشجيع النقابات والجهات غير الحكومية والأفراد على المشاركة بالاستثمار في الصكوك، في حين اقترح **أحدهم** استغلال الشركات العامة الرابحة من خلال إصدار صكوك مشاركة، بحيث يتم توريق حصة الحكومة في هذه الشركات وطرحها للمستثمرين كأداة تمويلية.

5- نشر التوعية المجتمعية والتدريب المتخصص: (9 إجابة، 19%)

أشار **بعض** المشاركين والذين يشكلون **19%** من إجمالي العينة المدروسة إلى أهمية اعتماد التدريب المتخصص، لضمان توافر كوادر مهنية ذات كفاءة عالية لإدارة وتنفيذ الصكوك، كما تم التأكيد على ضرورة رفع الوعي الاستثماري بين الجمهور حول كيفية عمل الصكوك وفهم المخاطر المرتبطة بها لتأمين القَبول المجتمعي لها.

6- اتخاذ الإجراءات المناسبة لتحسين البيئة الاقتصادية: (إجمالي: 8 إجابة، 17%)

برأي **17%** من المشاركين يتم ذلك من خلال مايلي:

- تحديد المشاريع التي سيتم تمويلها من خلال الصكوك، و إجراء دراسات جدوى اقتصادية شاملة ودقيقة لضمان تحقيق العوائد المتوقعة.
- تيسير الإجراءات في سوق دمشق للأوراق المالية بما يشمل بيع وشراء وتبادل وإطفاء الصكوك.
- تحسين كفاءة المؤسسات العامة وزيادة ربحيتها قبل إصدار الصكوك باسمها وذلك لضمان النجاح، لأنّ الفشل سيؤدي إلى عزوف المستثمرين عن الاستثمار.
- كما أشار **أحد** المشاركين إلى أهمية الاستفادة من صكوك الإجارة بأنواعها المختلفة في تمويل موازنة الدولة، من خلال استغلال الأصول الحكومية مثل الأراضي والمباني.

7- توفير البنية التحتية والتقنية اللازمة: (5 إجابة، 11%)

من خلال تطوير الأنظمة المالية والإدارية اللازمة لتطبيق الصكوك بكفاءة.

8- العمل على استقرار السياسة النقدية والمالية: (5 إجابة، 11%)

حيث أشار **11%** من أعضاء العينة إلى ضرورة مراجعة السياسات النقدية لمصرف سورية المركزي لضمان استقرار العملة السورية، مما يسهم في تحسين بيئة الاستثمار في الصكوك، وكذلك العمل على تسهيل حركة رؤوس الأموال الداخلية والأجنبية عبر التشريعات التي تشجع الاستثمار في عمليات التصكيك، إضافةً لمراجعة تشريعات حيازة وتداول العملات الأجنبية، كما اقترح **أحدهم** إمكانية استخدام

الصكوك قصيرة الأجل مثل المرابحة والسلم في إدارة السياسة النقدية عبر مصرف سورية المركزي وآليات السوق المفتوح.

9- الإفصاح والشفافية وقواعد الحوكمة: (5 إجابة، 11%)

حيث أكّد 11% من المشاركين على أهمية الإفصاح والشفافية ووضع قواعد الحوكمة التي تضبط إجراءات عملية إصدار الصكوك لضمان المصداقية والمشاركة الفعالة من قبل المستثمرين.

10-تعزيز التعاون الدولي وتوسيع نطاق إصدار الصكوك: (4 إجابة، 9%)

ويتم ذلك برأي 9% من أعضاء العينة من خلال بناء علاقات مع الدول العربية والأجنبية والتعاون مع المؤسسات المالية الدولية، إضافةً لتمكين إصدار الصكوك السيادية على المستوى الدولي لجذب الاستثمارات العالمية وزيادة الدعم الاقتصادي.

تحليل الإجابة للمحور الثالث: الفرص المستقبلية للصكوك السيادية

تتمثل هذه الفرص برأي الخبراء المشاركين بمايلي:

1- جذب الاستثمارات وتمويل المشاريع الكبرى: (46 إجابة، 98%)

حيث أشار **98%** من المشاركين إلى أهمية الصكوك في تمويل مشاريع البنية التحتية كمشاريع إعادة بناء شبكة الكهرباء الوطنية وتحسين البنية التحتية للطاقة، بالإضافة إلى مشاريع النقل الكبرى، وكذلك جذب الاستثمارات الكبيرة لإدارة السيولة للمشاريع الحكومية التي تحتاجها الدولة السورية.

كما تم التأكيد على أن الصكوك السيادية يمكن أن تلعب دوراً محورياً في تحفيز الاقتصاد الوطني، من خلال النهوض بالإنتاج الوطني وتحقيق التوازن في الميزان التجاري.

إضافةً لدورها في تحويل الاكتناز العقيم إلى دورة الاستثمار، وتوفير سيولة عاجلة للحكومة السورية لتمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، مثل التمويل بالسلم، استناداً إلى الموارد الطبيعية التي تتمتع بها الدولة من مستخرجات مثل الغاز والفوسفات، إضافة إلى الطاقة الكهربائية، والإنتاج الزراعي مثل القمح.

2- دعم الموازنة العامة وتقليل الاعتماد على الديون: (25 إجابة، 53%)

حيث تم التأكيد من قبل **53%** من عينة الدراسة على دور الصكوك في تخفيف العجز الحكومي، وزيادة مستوى الاستثمار الحكومي دون زيادة الضغط وإرهاق الموازنة العامة بتحمل شروط القروض الخارجية المجحفة.

3- معالجة الركود التضخمي عبر الصكوك السيادية: (24 إجابة، 51%)

أشار **51%** من المشاركين إلى أن الصكوك تعتبر أداة تمويل بطرق غير تضخمية وهي تساهم في الحد من مشكلة الركود التضخمي فطالما الصكوك السيادية أداة تمويل من خارج الميزانية فإن الإنفاق

الحكومي لن يزداد وبما أن توجيهها إلى مشـاريع إنتاج حقيقي فإنها سـتزيد من حجم الانتاج الكلي في الاقتصاد الوطني وبالتالي تساهم في معالجة الركود.

4- تعزيز العدالة الاجتماعية: (إجمالي: 16 إجابة، 34%)

حيث يتم ذلك برأي المشاركين من خلال:

- مسـاهمة الصـكوك في إنقاذ المجتمع من البطالة من خلال خلق فرص عمل جديدة وتحقيق اسـتقرار اجتماعي عبر تنفيذ مشاريع تنموية.
- التوزيع العادل للثروة من خلال الاستفادة من العوائد الناتجة عن المشاريع الممولة بالصكوك، مما يقلل الفوارق الاقتصادية بين فئات المجتمع.

5- مشاركة القطاع الخاص والأفراد في توجيه الأوعية الإدخارية: (إجمالي: 14 إجابة، 30%)

- تمت الإشـارة إلى أن الصـكوك يمكن أن تسـتخدم كوسـيلة لتمويل مشـاريع عبر شـراكات مع القطاع الخاص، مما يعزز من مشـاركة الأفراد في الادخار واسـتثمار أموالهم، وتحمل المخاطر التجارية مما يخفف من الضغط المالي على الميزانية العامة.
- تم التأكيد على أن هذا سيؤدي إلى تحقيق مزايا اجتماعية من خلال توسيع قاعدة المشاركة الشعبية في المشاريع الاقتصادية التي تعود عليهم بالنفع الاجتماعي والاقتصادي.

6- المساهمة في تعافي الاقتصاد السوري: (19 إجابة، 40%)

أشـار **العديد** من المشـاركين إلى أن الصـكوك يمكن أن تسـاهم في انتعاش الاقتصـاد السـوري عبر استقطاب الاستثمارات، وتنفيذ مشاريع حيوية تساهم في تعزيز النمو المستدام، كما يمكن أن تساهم في استقرار سعر صرف الليرة وتحسين التصنيف الائتماني.

7- المساهمة في إعادة الإعمار وتحقيق النمو الاقتصادي المستدام: (6 إجابة، 13%)

حيث يرى **13%** من المشـاركين وجود دور للصـكوك في إعادة تأهيل واسـتغلال الموارد المتعطلة والمتوقفة عن العمل، مثل المعامل والمصـانع، وبالتالي تسـريع عملية إعادة الإعمار لتحقيق نتائج ملموسة في زمن قصير نسبياً.

8- استخدام الصكوك كوسيلة للتحكم في السياسة النقدية والمالية: (3 إجابة، 6%)

وذلك من خلال جذب السيولة وتنظيم الديون بطريقة تتناسب مع الظروف الاقتصادية الحالية.

9- إعادة ملكية أصول الدولة ومواردها بعد إنهاء المشاريع:

أعطى **أحد** المشاركين أهمية للصكوك في استعادة ملكية أصول الدولة بعد إتمام المشاريع الممولة بها، مما يضمن استدامة استفادة الدولة من هذه الأصول على المدى الطويل.

تحليل الإجابة للمحور الرابع: دور الصكوك في سوق التمويل

تساهم الصكوك بشكل فعال في سوق التمويل من خلال الجوانب التالية:

1-تنويع المنتجات المالية والقنوات والمحافظ الاستثمارية: (34 إجابة، 72%)

أشار **72%** من المشاركين لمساهمة الصكوك السيادية في **تنويع مصادر** التمويل الحكومي عبر توفير أداة تمويلية جديدة تتيح للحكومة جمع الأموال من الأسواق بشكل أكثر تنوعاً، وهذا يعطي أيضاً **تنوعاً في القنوات الاستثمارية** التي يتم من خلالها تنفيذ العمليات الاستثمارية مثل المصارف وشركات الوساطة، إضافة إلى أن هذا التنوع بالمنتجات يؤدي إلى **تنوع بالمحافظ** الاستثمارية وهذا يزيد من مرونة الخيارات المتاحة للمستثمرين، مما يساعد على تقليل المخاطر وتعظيم العوائد المحتملة.

2- زيادة حجم التداول وزيادة السيولة وتوسيع رأس مال السوق: (30 إجابة، 64%)

ويتم ذلك برأي **64%** من الخبراء، عبر توفير أدوات استثمارية جديدة وقابلة للتداول مما يساهم في تنشيط السوق المحلية وتعزيز جاذبيتها للمستثمرين المحليين والأجانب، ويسهم في تحسين هيكلها المالي وأدائها الاستثماري.

3- زيادة المدخرات الصغيرة والمتوسطة وجذب الاستثمارات مع تحقيق العائد المرتفع: (7 إجابة، 15%)

أشار **15%** من الخبراء إلى أن الصكوك السيادية يمكن أن تكون وسيلة مثالية لزيادة المدخرات الصغيرة والمتوسطة، من خلال جذب الأفراد والمؤسسات للمشاركة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما أنّ العوائد المرتفعة التي توفرها الصكوك تجعلها خياراً جذاباً للمستثمرين.

4- توفير تمويل مستدام للمشاريع الحكومية: (4 إجابة، 9%)

أشار **9%** من الخبراء إلى إمكانية مساهمة الصكوك السيادية في تمويل المشاريع الحكومية طويلة الأجل، مثل البنية التحتية والمشاريع الاقتصادية، من خلال جمع الأموال بأسعار تنافسية وتوزيع المخاطر بشكل أكثر فاعلية.

5- تعزيز أجواء التنافسية بين المؤسسات المالية: (2 إجابة، 4%)

أكد **اثنان** من أفراد العينة المدروسة أنّ إطلاق الصكوك السيادية سيؤدي إلى تحفيز التنافس بين المؤسسات المالية، مثل المصارف والشركات الاستثمارية، لتقديم خدمات تنافسية أفضل وأسعار جذابة لجذب المزيد من الاستثمارات.

6- زيادة مخزون مصرف سورية المركزي من العملات الأجنبية:

برأي **أحد** الخبراء يمكن أن تسهم الصكوك في جذب الاستثمارات الأجنبية إلى سوق دمشق للأوراق المالية، مما يؤدي إلى زيادة مخزون مصرف سورية المركزي من العملات الأجنبية وبالتالي تعزيز الاستقرار النقدي والاقتصادي للبلاد.

7- **تحسين كفاءة رأس المال من خلال إدارة الأصول المرجحة بالمخاطر بشكل أكثر فاعلية:** برأي **أحد** المشاركين يمكن للصكوك السيادية أن تسهم في تحسين كفاءة رأس المال عبر توجيه الأموال نحو مشاريع ذات مخاطر منخفضة وعوائد مستقرة.

تحليل الإجابة للمحور الخامس: التحديات والعقبات أمام تطبيق الصكوك السيادية

في هذا التحليل، تتنوع التحديات بين اقتصادية، مالية، اجتماعية، سياسية، تشريعية، إدارية وتنظيمية، فيما يلي توضيح موجز لأهم آراء أفراد العينة حول هذه التحديات:

1- التحديات الاقتصادية والمخاطر المالية: (إجمالي: 29 إجابة، 62%)

برأي **62%** من المشاركين، تعد التحديات الاقتصادية أكبر عائق أمام إطلاق الصكوك السيادية في سورية، هذه التحديات تنقسم إلى عدة عوامل:

- **التقلبات الاقتصادية ومخاطر السوق:** أشار **العديد** من المشاركين إلى أن العائد المتوقع من الصكوك السيادية في سورية يعتبر أقل من متوسط سعر السوق، وذلك بسبب تقلبات سعر الصرف وارتفاع مخاطر التضخم، كما يعتقد البعض أن ارتفاع سعر الفائدة قد يؤثر سلباً على استقرار الصكوك السيادية، حيث قد تنخفض قيمتها السوقية في السوق الثانوية، مما يقلل من جاذبيتها مقارنة بالأدوات المالية الأخرى ذات العوائد الأعلى.
- **العقوبات الخارجية والأزمات الراهنة الاقتصادية والسياسية:** يرى **بعض** المشاركين أن العقوبات الاقتصادية المفروضة على سورية بالإضافة إلى التقلبات في الاقتصاد المحلي، قد تزيد من تعقيد الوضع، مما يجعل جذب الاستثمارات أكثر صعوبة وقد تساهم في زيادة المخاطر التي تواجه المستثمرين في السوق السوري ومنها **تأخير سداد التزامات الصكوك. (13 إجابة، 28 %)**
- **انخفاض الدخل العام وضعف القدرة المالية للمواطنين:** أشار **عدد قليل** من المشاركين إلى أن ضعف القدرة المالية للمواطنين وانخفاض الدخل العام في سورية يمثلان عائقاً كبيراً أمام النجاح المحتمل للصكوك السيادية.
- **مخاوف الدخول بمشاريع غير منتجة:** أبدى **عدد قليل** من المشاركين مخاوف من أن الأموال المجمعة عبر الصكوك السيادية قد تُستثمر في مشاريع غير مُنتجة أو غير مستدامة، مما قد يؤدي إلى إهدار الموارد المالية، ويَعوق تحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة، كما أشاروا إلى أن انخفاض العوائد المتوقعة قد يؤدي إلى تراجع ثقة المستثمرين.
- **خروج رؤوس الأموال من سورية وتأثيرها على الاقتصاد الوطني:** أشار **أحد** المشاركين إلى أن الوضع السياسي والاقتصادي المتردي وغير المستقر، يؤدي إلى هروب الاستثمارات المحلية والأجنبية إلى خارج سورية، مما يؤدي إلى تآكل الموارد المالية المتاحة للاستثمار في المشاريع التنموية، هذا ويؤثر سلباً على قدرة الدولة على جذب الاستثمارات.

- **فشل الاستثمار وفشل هذه الأداة في سورية:** أشار **أحد** المشاركين إلى أن سلبية الوضع العام في سورية، قد تؤدي إلى فشل المشاريع الاستثمارية، وأن ضعف فاعلية الأدوات المالية في هذه الظروف قد يزيد من المخاطر ويؤثر سلباً على الثقة في الصكوك السيادية كأداة تمويل فعالة.
- **مخاطر التخلف عن السداد وإدارة السياسة النقدية:** ذكر **اثنان** من المشاركين أنه في حال تأخر الحكومة السورية عن دفع العوائد أو سداد قيمة الصكوك السيادية قد يؤدي إلى فقدان الثقة في القدرة المالية للدولة، مما يزيد من المخاطر المالية المرتبطة بهذه الأدوات، كما أوضحا أن السياسة النقدية غير المستقرة لمصرف سورية المركزي وتقلبات سعر الصرف قد تضعف قدرة الحكومة على إصدار الصكوك بفعالية، مما يشكل مخاطر مالية إضافية.
- **وجود عدد قليل من المؤسسات الاستثمارية:** أشار **أحد** المشاركين إلى أن قلة المؤسسات المالية القادرة على المشاركة في سوق الصكوك السيادية يُعقّد من مهمة تسويق الصكوك بنجاح، حيث إن **المحدودية في الطلب ونقص السيولة** قد يؤديان إلى تقليص الفرص الاستثمارية ويُزيد من صعوبة تسويق الصكوك السيادية في السوق.

2- مخاطر إدارة وتقييم الصكوك: (إجمالي: 22 إجابة، 47%)

يشير **47%** من المشاركين إلى أن إدارة الصكوك السيادية تمثل تحدياً كبيراً في السوق السورية من خلال مايلي:

- **الفساد أو عدم الاستقلالية في شركات الإدارة** المكلفة بإدارة الصكوك السيادية مما يشكل تهديداً لنزاهة عملية إدارة الصكوك، وبالإضافة عندما تكون هذه الشركات غير مستقلة أو غير قادرة على إدارة الأموال بشكل فعال، فإن ذلك يضعف الثقة في قدرة الحكومة على تنفيذ المشاريع التنموية بنجاح مما يعوق انتشار هذه الأداة المالية في السوق.
- **الإخلال بالعقود أو عدم القدرة على تنفيذ المشاريع (المصداقية):** أشار **بعض** المشاركين إلى أنّ الإخلال أو عدم القدرة على تنفيذ المشاريع وفق الخطة المحددة والمعلن عنها، قد يؤدي إلى تأخير في تنفيذ المشاريع الاستثمارية، مما يسبب خسائر مالية ويضر بسمعة الدولة في السوق، ويُضعف مصداقيتها لدى المستثمرين.
- **نقص الكوادر والموارد البشرية والخبرات اللازمة في الإدارة المالية والفنية والشرعية:** يشير **البعض** أن السوق يُعاني من نقص الكوادر المتخصصة في المجالات المالية والفنية والشرعية، مما قد يزيد من المخاطر المرتبطة بتطبيق الصكوك في مشاريع غير مدروسة.
- **عدم القدرة أو قبول شركات التأمين لتأمين المشاريع الممولة بالصكوك السيادية:** أشار **عدد قليل** من المشاركين إلى أن صعوبة الحصول على تغطية تأمينية للمشاريع، فهذا يزيد من المخاطر ويقلل من جاذبية الصكوك للعديد من المستثمرين.

3- التحديات الاجتماعية: (20 إجابة، 43%)

يرى **العديد** من المشاركين أنّ التحدي الاجتماعي الأكبر يتمثل في ضعف الثقافة أو الوعي الاستثماري لدى الجمهور، وعدم إدراكهم لدور الصكوك في تحقيق العوائد، مما يقلل من قَبولها والثقة بها كأداة استثمارية، كما يرى **البعض أن تردد المستثمرين** يعود إلى اعتبار الصكوك أداة **مالية مستجدة** أو غير مفهومة بعد، كما أن **صعوبة تسييلها** قد تجعل بعض المستثمرين **يشككون** في قدرتها على تحقيق العوائد **المرجوة**، مما يساهم في تراجع الإقبال عليها.

4- المخاطر السياسية: (إجمالي: 7 إجابة، 15%)

تعتبر المخاطر السياسية أحد أكبر العوامل التي تؤثر على ثقة المستثمرين:

- **مخاوف من تأميم المشاريع:** يرى **عدد قليل** من المشاركين، قد يشعر بعض المستثمرين بالقلق من احتمال تأميم مشاريعهم في ظل الأوضاع السياسية غير المستقرة، مما يعرض حقوقهم للخطر ويضعف جاذبية الاستثمار ويزيد من المخاطر.
- **الاحتكار الرسمي أو غير الرسمي للمشاريع:** ذكر **عدد قليل** من المشاركين، قد يخشى المستثمرون من احتكار المشاريع الممولة بالصكوك السيادية بمعنى أن تقتصر ملكية أو إدارة المشاريع على أطراف وجهات معينة من الكيانات الرسمية أو غير الرسمية، مما يقلل من فرص المنافسة.
- **تخوف من مآل ملكية الأصول العامة:** أشار **أحد** المشاركين إلى أن المستثمرين يشعرون بالقلق حيال مصير الأصول العامة بعد انتقالها إلى القطاع الخاص، سواء من حيث إمكانية إعادة هذه الأملاك مجدداً إلى الدولة أو تقييمها بشكل غير عادل عن القيمة السوقية الحقيقية لها.
- **التطبيق غير الفعّال لصيغ التمويل (التحليل الشرعي):** يرى **أحد** المشاركين أن استخدام صيغ تمويل غير فعّالة وإضفاء الطابع الشرعي دون التقيد بالمضمون أو الأثر الاقتصادي لها، معتبراً ذلك تحليلاً شرعياً فقط، قد يؤدي إلى تباطؤ التنمية الاقتصادية وتعطيل نمو المشاريع الممولة بالصكوك السيادية، مما يزيد من المخاطر المرتبطة بها.

5- العقبات القانونية والتشريعية والفقهية: (إجمالي: 16 إجابة، 34%)

حسب رأي 34% من أفراد العينة تتمثل هذه العقبات بالتالي:

- **غياب التشريعات لإدارة الصكوك وتنظيم الأسواق المالية:** أشار **العديد** من المشاركين إلى أن غياب التشريعات الكاملة والصحيحة وعدم اكتمال صياغة القوانين والأطر التنظيمية المتعلقة بإدارة الصكوك وعدم ملاءمة القوانين لبيئة الأعمال السورية وكذلك الإجراءات الحكومية اللازمة لتراخيص شركات إدارة التصكيك السيادي، وكذلك القوانين اللازمة لضمان حقوق المستثمرين في الصكوك تُعد من أبرز الأسباب التي تعيق الاستقرار في البيئة التشريعية.
- **الاختلافات الفقهية في التوصيف الشرعي للصكوك مازال بين مؤيد ومعارض:** أشار اثنان من المشاركين إلى أن الاختلافات الفقهية حول التوصيف الشرعي للصكوك بين مؤيد ومعارض يعوق

تطبيقها بشـكل واسـع في السـوق، هذا التباين الفقهي يسـاهم في زيادة التحديات القانونية المرتبطة بالصكوك.

6- ضعف الثقة في البيئة الاستثمارية: (إجمالي: 20 إجابة، 43%)

- **غياب الرؤية الواضحة للاقتصاد السوري:** أشار بعض المشاركين إلى أن عدم وضوح السياسات الاقتصادية والاستراتيجيات الحكومية، بالإضافة إلى غياب المناخ والبيئة المناسبة للاستثمار، يمثل عائقاً كبيراً أمام قدرة سورية على تطوير وتنمية السوق المالي بما يتناسب مع تطلعات المستثمرين، **إضافةً** لعدم انسجام السياسة النقدية والاقتصادية المتبعة في سورية مع التحولات الاقتصادية العالمية، مما يعوق قدرة الاقتصاد على تلبية احتياجات السوق المالي بما يتكيف مع متطلبات الاقتصاد المعاصر، هذا النقص يشكل تحدياً أمام الاستقرار المالي وجذب الاستثمارات.
- **قلة الإطمئنان وتراجع الثقة بين المستثمر والحكومة:** أشار **بعض** المشاركين إلى أن فقدان الثقة وعدم الاطمئنان لقرارات الحكومة السورية بسبب الظروف الاقتصادية والسياسية غير المستقرة يُعد من العوامل الرئيسية التي قد تؤدي إلى تردد المستثمرين في وضع أموالهم والمشاركة في أدوات مثل الصكوك السيادية.
- **غياب التصنيف الائتماني والرقابة من المؤسسات المالية الدولية:** أشار **أحد** المشاركين إلى أن عدم وجود آليات لتصنيف الائتمان، بالإضافة إلى ضعف الرقابة من المؤسسات المالية الدولية على المؤسسات المحلية السورية، يزيد من احتمالية مخاطر الاستثمار ويقلل من الثقة في السوق المالي.

7- التحديات الإدارية والتنظيمية واللوجستية: (إجمالي: 8 إجابة، 17%)

برأي 17% من الخبراء المشاركين تتمثل هذه التحديات في الإجراءات الإدارية المعقدة والتي تفتقر إلى المرونة، ونقص التنسيق التنظيمي وضعف الخبرات التقنية، مما يجعل منها بيئة غير مواتية للاستثمار:

- كما أنّ غياب المستثمرين الحقيقيين وظهور شخصيات هدفها جمع المال فقط، يرى أحد المشاركين يُعد تحدياً إضافياً.
- القيود المفروضة على سوق العملات والأسواق المالية وتداخل القرارات: يرى اثنان من المشاركين أن القيود على التحويلات والودائع بالعملة الأجنبية، والفجوة بين أسعار الصرف الرسمي وغير الرسمي، بالإضافة إلى تداخل القرارات بين مصرف سورية المركزي وهيئة الأوراق المالية، تؤثر سلباً على الاقتصاد المحلي وتحد من نمو الأسواق المالية، مما يقلل من فعالية الصكوك السيادية.
- كما أشار أحد الخبراء إلى التحديات المتعلقة بتقييم الأصول وضمان الشفافية والمساءلة.
- في حين أشار آخر إلى ضعف تطبيق معايير الحوكمة مثل الشفافية، المساءلة، الرقابة، والمراجعة الداخلية مما يقلل من موثوقية العملية.

8- **تتمثل آخر هذه التحديات، برأي أحد المشاركين، في مخاطر تسويقية تتعلق بأسلمة الصكوك**، حيث إنَّ التركيز في تسويق الصكوك على فئة المستثمرين المسلمين فقط قد يشكل مخاطر تحد من انتشارها في المجتمع وتقلل من قدرتها على جذب استثمارات متنوعة، موجهاً بدوره أن يتم تسويق الصكوك السيادية كأداة مالية تحقق النفع العام للجميع مع ضمان توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

تحليل الإجابة للمحور السادس: المبادرات الحكومية لتشجيع الصكوك

استناداً لآراء الخبراء المشاركين في جمع بيانات هذه الدراسة تبين أن أهم هذه المبادرات التي تم التأكيد عليها:

1- **تقديم حوافز تشجيعية وجذب الاستثمارات: (إجمالي: 24 إجابة، 51%)** ووفقاً لإجماع 51% من الخبراء، يتم ذلك من خلال المبادرة الحكومية التي تشمل:

- تقديم **إعفاءات ضريبية**، وعوائد مجزية تجذب الاستثمارات الخارجية وإقامة شراكات مع المؤسسات المالية ذات الصلة الإقليمية والدولية، وأشار أحد المشاركين إلى أن اعتماد نموذج المشاركة في الاستثمار يزيد التزام الحكومة بتلك المشاريع كونها شريكاً فيها، مما يحقق عوائد مشتركة ويقلل المخاطر.
- كما تم اقتراح **ربط العائد بتحقيق أهداف** محددة مسبقاً وفق معايير معينة، مثل زيادة الإنتاجية، خلق فرص عمل، أو تحسين بنية تحتية معينة، بهذا الربط يصبح العائد حافزاً لتحقيق النتائج المرجوة.
- كما يمكن برأي أحد المشاركين تحفيز الطلب عبر تصميم منتجات تصكيك **مبتكرة** لتلبية احتياجات السوق المالي.
- وإعداد **قائمة بالمؤسسات الرابحة** ذات الأداء الجيد لتقليل الوقوع بمخاطر تتعلق بالعائد.

2- **تطوير التشريعات والأنظمة المالية: (17 إجابة، 36%)**

تفرض هذه المبادرة نفسها كمتطلب أيضاً لتفعيل الصكوك كما تم ذكره سابقاً، حيث برأي **36%** من المشاركين يتعين على الحكومة السورية تحديث التشريعات الحالية وإنشاء هيكل مؤسساتي قوي لإدارة الصكوك وتنظيمها، ووضع معايير وخطط استثمارية وتنموية ملائمة للمرحلة الحالية.

كما اقترح **أحدهم** إدراج الصكوك ضمن المؤشر الإسلامي في السوق المالي لتسهيل جذب الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة وتعزيز الشفافية.

3- **تعزيز البنية التحتية البشرية والمؤسساتية وتنفيذ حملات إعلامية وترويجية شاملة لقطاع التمويل والاستثمار: (إجمالي: 14 إجابة، 30%)** برأي 30% من أفراد العينة يتم ذلك من خلال:

- تنظيم ندوات تعريفية وحملات إعلامية واسعة لتعريف الجمهور بالصكوك السيادية وتعزيز الوعي حولها.

- تأهيل وتدريب الكادر البشري لتوفير متخصصين في قطاع التمويل في المجالات الفقهية والمحاسبية والتكنولوجية يتابعون آلية العمل في الصكوك ويسهمون في تطويرها.
- توسيع حجم القطاع المصرفي والمؤسسات الاستثمارية لتلبية احتياجات السوق.
- كما اقترح أحدهم تشكيل فريق اقتصادي أكاديمي يضم خبراء اقتصاديين من رجال الأعمال الوطنيين والمستشاريين ذوي الخبرة يساهم في تطوير هذه الأداة.

4- اعتماد الصكوك السيادية كأداة تمويل للمشاريع المستقبلية: (إجمالي: 6 إجابة، 13%)

حيث أشار بعض المشاركين إلى استخدام الصكوك السيادية كأداة تمويل رئيسية لمشاريع إعادة الإعمار والتنمية لتكون بديلاً فعالاً عن الموارد التقليدية ويتم ذلك من خلال:

- دراسة إصدار الصكوك السيادية **بعناية تامة** من أجل الاستثمار في مشاريع تعيد تأهيل البيئة الاقتصادية، وتحقق عوائد مجزية مع العمل على توسيع هذه المشاريع عبر الزمن.
- **وتحديد حجم التمويل** المطلوب عند إعداد الموازنة التقديرية السنوية ليتم إصدار صكوك سيادية بقدر الاحتياجات التمويلية.
- كم أشار **أحد** المشاركين إلى إمكانية استخدام الصكوك **لمواجهة الكوارث** وحالات الطوارئ مما يساهم في تعزيز قدرة الحكومة على الاستجابة السريعة للتحديات الطارئة.

تحليل الإجابة للمحور السابع: إقبال المستثمرين على الصكوك السيادية

1- توقع الإقبال من المستثمر المحلي: (إجمالي: 29 إجابة، حوالي 62%)

تباينت مستويات هذا التوقع من الأضعف إلى المرتفع: حيث كان التوقع **الضعيف** برأي **21%** من المشاركين، يليه التوقع **المحدود** بنسبة **23%**، ثم التوقع **المرتفع** بنسبة **17%**، في حين أن **18** مشاركاً بنسبة 38% من إجمالي العينة المدروسة لم يظهروا رأيهم في مستوى التوقع.

- **توقع ضعيف (10 إجابة، 21%):** برأي **21%** من أفراد العينة، توقعوا أن يكون الإقبال ضعيفاً، وقد أعزى **عدد قليل** منهم هذا التوقع إلى انخفاض قيمة العملة والتضخم، كما أبدى **أحد** المشاركين رأيه بأن الصكوك لن تكون فعالة على أرض الواقع قبل خمس سنوات، مؤكداً أن هذه الأداة ستُستخدم حالياً لتحقيق الكسب والعائد بدلاً من أن تُصبح أداة جادة للعمل بالصكوك، ويعكس هذا الرأي شكوكاً حول فعالية الصكوك في المرحلة الحالية.
- **توقع محدود (11 إجابة، 23%):** برأي **23%** من أفراد العينة، توقعوا أن يكون الإقبال محدوداً، وقد أعزى المشاركون هذا التوقع إلى أن الوضع الحالي في السوق لا يشجع على الإقبال على الصكوك السيادية السورية، كما أنَّ المستثمرين المحليين قد يكون لديهم تحفظات بسبب الظروف الاقتصادية السائدة مثل التضخم أو انخفاض قيمة العملة، لكنهم **يعبرون عن أملهم** في أن تتغير هذه الصورة مع مرور الوقت.

- **توقع مرتفع (8 إجابة، 17%):** برأي **17%** من أفراد العينة، توقعوا أن يكون الإقبال مرتفعاً، وقد أعزى **أحد** المشاركين هذا التوقع إلى انخفاض المخاطر وتوافق الصكوك مع الشريعة.

2- عوامل جذب الإقبال على الصكوك السيادية: (24 إجابة،51%)

اعتبر 51% من المشاركين أن العوامل التي تحفز أو تمنح دافعاً للإقبال على الصكوك السيادية مرتبطة بالاستقرار السياسي والاقتصادي، وتوفير بيئة استثمارية محفزة، بالإضافة إلى الفرص الاستثمارية المتاحة والعوائد المجزية المقدمة، كما أشاروا إلى أهمية مستوى الشفافية والإفصاح، إلى جانب تقليل المخاطر وبناء الثقة مع المستثمرين.

3- توقع الإقبال من المستثمر الخارجي: (إجمالي: 9 إجابة، 19%)

أما فيما يتعلق بمستوى توقع اقبال المستثمر الخارجي فتراوحت إجابات المشاركين بين توقع عدم المساهمة والتوقع المحدود: حيث توقَّع 11% من المشاركين عدم المساهمة، و9% توقعوا إقبالاً ضعيفاً أو محدوداً، في حين أن 81% من إجمالي العينة، أي 38 مشاركاً، لم يظهروا رأيهم في مستوى توقع إقبال المستثمر الخارجي.

- **توقع عدم المساهمة (5 إجابة، 11%):** وقد أعزى المشاركون هذا التوقع إلى عدة أسباب، منها القيود المفروضة على الأموال وعدم القدرة على سحب أو تحويل العوائد للمستثمرين، كما أشار أحد المشاركين إلى أن القانون في سورية قد لا يسمح بالاكتتاب في الصكوك السيادية من قبل الأجانب، بالإضافة إلى ما ذكره مشارك آخر من أن الوضع الاقتصادي المضطرب في سورية يشهد أزمة مستمرة أو مرحلة ما بعد الأزمة، مما يجعله مرتفع المخاطر.
- **توقع ضعيف أو محدود (4 إجابة، 9%):** تتعلق هذه الإجابات بتوقعات منخفضة بشأن الإقبال على الصكوك السيادية السورية، حيث يعكس المشاركون في هذا التوقع الوضع الاقتصادي غير المستقر وغياب الثقة في السوق السوري، وأشار **أحد** المشاركين إلى توقُّع أن يأتي الإقبال من بعض فئات السوريين المغتربين، إلا أن هذه الفئة ستظل محدودة في تأثيرها.

4- عوامل جذب إقبال المستثمرين من الخارج على الصكوك السيادية: (6 إجابة، 13%)

اعتبر 13% من المشاركين أن قرار إقبال المستثمر الخارجي يعتمد على الظروف السياسية، ورفع العقوبات الدولية، وتعديل القوانين المقيدة لتداول الأموال في سورية.

ملاحظة حول هذا المحور:

من إجمالي 47 مشاركاً، أجاب 29 منهم على سؤال "مستوى إقبال المستثمر المحلي"، بينما أجاب 9 على "مستوى إقبال المستثمر الخارجي" وشارك عدد من المشاركين في الإجابة على "عوامل جذب الإقبال"، يجب الإشارة إلى أن المشاركين الذين أجابوا على إقبال المستثمر المحلي قد يكونوا قد أجابوا

أيضــاً على إقبال المســتثمر الخارجي أو على عوامل الجذب، مع العلم أن 5 مشــاركين لم يقدموا أي إجابة على هذا المحور.

تحليل الإجابة للمحور الثامن: توصيات لتذليل العقبات

من أهم التوصيات التي قدمها المشاركون والتي انسجمت إلى حد كبير مع إجاباتهم على المحاور السابقة لا سيما المبادرات مايلي:

1- تطوير الإطار القانوني والتنظيمي للصكوك السيادية: (إجمالي: 24 إجابة، 51%)

ويتم ذلك من خلال:

- إصدار قانون شامل للصكوك السيادية، مع تحديد الأهداف الرئيسية التي يجب أن يحققها هذا القانون، بما في ذلك العمل بكافة أنواع الصكوك السيادية.
- وضــع قانون خاص للمؤسـسـات المالية الإسـلامية لضـمان أن تتوافق الصـكوك مع الشـريعة، وهو ما سيعزز من جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين المحليين والدوليين.
- إصدار تشريعات نقدية وضريبية مناسبة، وتحسين البيئة القانونية العامة.
- دعم حكومي متكامل لتطبيق الصـكوك السـيادية واتخاذ الإجراءات التنفيذية اللازمة والمرنة بما تشـجع على استخدامها في تمويل المشاريع التنموية طويلة الأجل بما يعزز من الاستدامة المالية.
- تعزيز دور الصكوك السيادية ودعم سوق دمشق للأوراق المالية، حيث إن إدراج الصكوك ضمن سوق دمشق للأوراق المالية والسماح بتداولها يضيف بعداً جديداً للسوق ويعزز من قدرة المستثمرين المحليين على الوصول إلى أدوات تمويل جديدة.
- كما برأي أحدهم يجب دعم ســـوق دمشـــق للأوراق المالية وتطوير الربط الالكتروني والمنتجات الالكترونية لما لذلك من أهمية كبيرة في تعزيز كفاءة التداول وجذب المستثمرين.

2- ضرورة الالتزام بالحوكمة والضوابط التشريعية: (إجمالي: 16 إجابة، 34%)

- تطبيق مبادئ الحوكمة لأن هذا سيساهم برأي 26% من المشاركين في تحسين سمعة السوق المحلي وجذب المستثمرين.
- إضافةً لضرورة مكافحة الفساد وضمان القضاء العادل والحد من التلاعب والاحتكار.
- كما نوه **ثلاثة** خبراء لأهمية اســتقلالية الإدارة المالية والإدارية للمؤســســات المعنية بالصــكوك، مما يضمن فاعلية اتخاذ القرارات وزيادة كفاءة تنفيذ السياسات المالية.
- وتأسيس مؤسسات جديدة ووضع ضوابط تشريعية وشرعية لآلية عملها.
- كما أوصى **أحدهم** بضرورة وضع آليات واضحة لحماية أصول الصكوك من المخاطر.

3- القيام بإصلاحات اقتصادية ومالية: (24 إجابة، 51%)

كما أوصى **51%** من الخبراء المشاركين بضرورة القيام بإصلاحات اقتصادية ومالية بما فيها إصلاح الوضع النقدي، وإعادة هيكلة السلطات الاقتصادية للخروج من الأزمة الحالية وتحسين الميزان التجاري وزيادة الانتاج وتحقيق النمو المستدام، إضافةً لزيادة الدخل الحقيقي للمواطن السوري مما يعزز من قدرته على الاستثمار في الصكوك السيادية، ويكون ذلك متاحاً لكافة فئات المستثمرين والمواطنين، كما أوصى أحدهم بطرح صكوك بالعملة الأجنبية لتنويع مصادر التمويل وجذب الاستثمارات الدولية.

4- إعداد الكوادر المتخصصة وتشكيل لجان متابعة: (إجمالي: 14 إجابة، 30%)

كما أوصى **23%** من المشاركين بضرورة إيجاد مؤسسات وإدارات وكوادر متخصصة بمجال الصكوك السيادية، وضرورة نشر ثقافة الاستثمار في الصكوك على جميع المستويات، بما في ذلك عبر وسائل الإعلام والتعليم والمؤسسات المالية، لتعزيز الفهم المشترك حول أهمية هذه الأداة المالية في السوق السوري، والمشاركة فيها.

كما ذكر **بعض** الخبراء ضرورة تشكيل لجان متخصصة لمتابعة تنفيذ برامج الصكوك تضم خبراء في المجالات المالية والقانونية لضمان تنفيذ برامج الصكوك السيادية بفاعلية، وإنشاء جهاز فني متخصص لإدارة الصكوك يتمتع بالكفاءة والمرونة واستقلال الإدارة.

5- تقديم ضمانات للمستثمرين: (7 إجابة، 15%)

أوصى **15%** من الخبراء بضرورة تقديم ضمانات لحماية أموال وحقوق المستثمرين، وتعزيز الثقة، وتجهيز السوق تدريجياً لمرحلة إصدار الصكوك السيادية.

6- القيام بحملات ترويجية: (3 إجابة، 13%)

في حين أوصى 13% من المشاركين بضرورة الترويج على أوسع نطاق للصكوك والتعاون الدولي لنقل المعرفة.

7- التنمية المستدامة والبنية التحتية: (7 إجابة، 15%)

كما أوصى 15% من المشاركين بضرورة توجيه الاستثمارات نحو المشاريع التي تحقق أهداف التنمية المستدامة، مما سيخلق فرصاً جديدة للاقتصاد السوري ويعزز من العوائد المالية على المدى الطويل، كما أشاروا إلى ضرورة تعزيز وتطوير البنية التحتية اللازمة لدعم هذه المشاريع وضمان استدامتها.

8- تطوير استراتيجيات إدارة المخاطر: (إجمالي: 3 إجابة، 6%)

- دعا خبيران إلى وضع استراتيجيات فعالة لإدارة المخاطر المرتبطة بالصكوك، بالإضافة إلى تكوين احتياطي استثماري لضمان استدامة العوائد وحماية أموال المستثمرين من المخاطر غير المتوقعة.
- وأشار الثالث إلى ضرورة رفع القيود القانونية على حركة رؤوس الأموال مما يسهم في تعزيز تدفقات الاستثمارات الأجنبية والمحلية، ويساعد على تحسين بيئة الأعمال في سورية.

تحليل الإجابة للمحور التاسع: دور الجهات الحكومية الداعمة ممثلة بوزارة المالية ومصرف سورية المركزي

يتمثل هذا الدور وفقاً لآراء أفراد العينة بالجوانب التالية:

1- دور وزارة المالية ومصرف سورية المركزي: (إجمالي 42 إجابة، 89%)

أشار 89% من الخبراء إلى ماهية هذا الدور من خلال تنشيط وتطوير سوق الصكوك السيادية بدءاً من التنظيم مروراً بالترويج والتأهيل وانتهاءً بتحفيز الاستثمار والإشراف الشامل والرقابة، ويتم ذلك بالتعاون بين وزارة المالية ومصرف سورية المركزي، في بيئة عمل تمتاز بالشفافية والحوكمة ويتطلب هذا الدور توفر مايلي:

- تطوير الكوادر البشرية **ذات الخبرة العالية** في هذا المجال، وتوفير برامج **تدريبية وحملات إعلامية** لزيادة الوعي بالصكوك السيادية وتعريف المستثمرين بكيفية التعامل مع هذه الأدوات المالية الجديدة.
- كما أكد 13% من خبراء العينة على دور وزارة المالية والمصرف المركزي في بناء الثقة لكونها العامل الأهم في جذب المستثمرين للأدوات المالية القديمة أو الجديدة كالصكوك، وكذلك التعاون بينهما في اختيار المؤسسات المالية **المؤهلة** التي تتمتع بكفاءة مالية منخفضة المخاطر، ليتم من خلالها عملية التمويل بالصكوك السيادية، وتنظيم عمليات الطرح والتداول والإطفاء بشفافية لضمان النجاح المستدام.
- كما يتم تعزيز الثقة عبر إعداد و**تنفيذ سياسات مالية ونقدية فعالة** تستهدف استقرار السوق وضمان حقوق المستثمرين.
- كما ينبغي التركيز على تحسين البنية التحتية لسوق الصكوك باستخدام التكنولوجيا المالية لضمان التداول الفعال والآمن للصكوك.
- **كما يتطلب هذا الدور** من وزارة المالية والمصرف المركزي العمل على **تذليل أي عقبات** قد تطرأ أثناء تنفيذ عملية إصدار وتداول الصكوك، سواء أكانت إدارية أو قانونية أو مالية أو تنظيمية، مع تعزيز التعاون بين الجهات الحكومية والقطاع الخاص لتسريع العملية وتسهيلها.

2- مستوى دور وزارة المالية ومصرف سورية المركزي في تنشيط وتطوير سوق الصكوك السيادية: من دور محوري إلى ضعيف التأثير. (إجمالي: 19 إجابة، 40%)

أما فيما يتعلق بأهمية هذا الدور، فبرأي **32%** من الخبراء، لكل من وزارة المالية ومصرف سورية المركزي **دورٌ أساسي ومحوري** في عملية تفعيل الصكوك السيادية وتنشيط السوق المالي، في المقابل، يرى **خبيران أنَّ لهذا الدور محدودية** نتيجة غياب التشريعات وضعف التنسيق بين الجهتين المعنيتين، في حين رأى **آخران عدم وجود أي دور فعَّال** للجهات الحكومية المعنية مما يُعيق عملية تنشيط السوق، أما باقي خبراء العينة فلم يُبدِ رأياً واضحاً حول ذلك.

3- دور وزارة المالية في تفعيل سوق الصكوك السيادية: من التنفيذ إلى التوجيه الاستراتيجي (إجمالي: 6 إجابة، 13%)

للوقوف على تفاصيل هذا الدور رأى 13% من خبراء العينة أن دور وزارة المالية يتمثل من خلال:

- دعم المكلفين بالمعايير الضـريبية الواضـحة لضـريبة الدخل والتأكد من أن عملها يتسـم بالتسـهيل والمرونة لصالح المكلفين.
- وأن تقتصـر مسـؤولية وزارة المالية على تنفيذ إجراءات جمع الإيرادات والجباية وضـبط حركة الأموال، وتوجيه الموارد المالية بشـكل اسـتراتيجي أي نحو القطاعات الحيوية التي تدعم الاقتصـاد الوطني، مع الابتعاد عن إصدار القوانين المتعلقة بالصكوك السيادية.
- كما يناط بها تعزيز التعاون بين القطاعين العام والخاص بهدف تمويل المشـاريع الكبرى من خلال إصدار الصكوك السيادية.

4- دور مصرف سورية المركزي في تنشيط سوق الصكوك السيادية: التنظيم، إدارة السيولة، ودعم المؤسسات المالية (إجمالي: 6 إجابة، 13%)

في حين رأى 13% أيضاً من أفراد العينة أن دور المصرف المركزي يتمثل في المهام التالية:

- توفير وإدارة السيولة اللازمة لدعم مشاريع الصكوك، بالإضافة إلى التحكم بحركة النقد، خصوصاً فيما يتعلق بالمسـتثمرين الأجانب، وضـرورة فتح حسـابات مصـرفية خاصـة بالصـكوك لضـمان سـلاسـة العمليات المالية.
- سـن التشـريعات اللازمة لتفعيل الصـكوك السـيادية، وتطويرها واعتماد التعليمات التنفيذية اللازمة، مع تنظيم سوق الصكوك لضمان التوجيه السليم للعمليات المالية المتعلقة بها.
- كما ارتأى أحدهم ضرورة أن يساهم المصرف المركزي في دعم المؤسسات المالية الإسلامية والإشراف على تنفيذ عمليات إصدار وتداول الصكوك، وذلك بما يتماشى مع الضوابط المصرفية والمالية.
- وبرأي خبيرٍ واحدٍ فقط، ينبغي أن يتخذ المصـرف المركزي موقفاً محايداً فيما يتعلق بسـوق الصـكوك السيادية، مع التركيز على دوره في تحقيق الاستقرار المالي والنقدي.

تحليل الإجابة للمحور العاشر: دور الجهات الحكومية الرقابية ممثلة بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

لهذا الدور أوجه عديدة تتمثل فيما يلي:

1- دور الهيئة في الإشراف والرقابة والتنظيم وضبط عمل شركات إدارة الصكوك السيادية: (30 إجابة، 64%)

أكد 64% من المشـــاركين على مهمة الهيئة في الرقابة والإشـــراف الكامل على عمل شـــركات إدارة الصـكوك (SPV)، لضـمان الاحترافية والشـفافية في الإجراءات ذات العلاقة، كما أشـاروا لدور الهيئة في وضع نظام رقابة وضبط التحكم في المخاطر المرتبطة بالصكوك السيادية.

2- دور الهيئة في التسويق والترويج وتوعية السوق بالصكوك السيادية: (21 إجابة، 45%)

أكد العديد من المشـاركين إلى الدور الهام للهيئة في الترويج والتسـويق للصـكوك السـيادية في السـوق المحلي، وكذلك ضـــرورة توعية المجتمع ورفع مســتوى الفهم حول أدوات الصـــكوك، مع التركيز على تدريب الكوادر المتخصصة وتوظيف الكفاءات.

3- دور الهيئة في التحصين وحماية حقوق المستثمرين وضمان الاستقرار: (20 إجابة، 43%)

أكد الكثير من المشاركين إلى الدور التحصـيني للهيئة في حماية أموال وحقوق المسـتثمرين، من خلال التأكد من الشفافية والنزاهة في عمليات السوق، وكذلك ضرورة ضمان استقرار السوق بشكل عام، مما يساهم في جذب الاستثمارات وضمان استدامة السوق.

4- دور الهيئة في وضع المعايير والإفصاح وحوكمة سوق الصكوك: (10 إجابة، 21%)

أكد بعض المشاركين أن الهيئة تتولى مسؤولية وضـع معايير الإفصـاح والحوكمة الخاصـة بالصـكوك، وكذلك ضمان توفير المعلومات المطلوبة للإفصاح عن الصكوك وإدراجها بشكل شفاف وآمن.

5- دور الهيئة في تطوير التشريعات وتنظيم سوق الصكوك: (6 إجابة، 13%)

أشـار بعض المشـاركين إلى أن الهيئة تعمل بشـكل مشـترك مع وزارة المالية والمصـرف المركزي على تطوير التشـريعات المتعلقة بالصـكوك، بما في ذلك من وضـع أطر تنظيمية وتقنية ملائمة لدعم سـوق الصكوك بما يتماشى مع المعايير المحلية والدولية.

6- دور الهيئة في تطوير البنية التقنية للسوق: (5 إجابة، 11%)

أشار بعض المشاركين إلى دور الهيئة في تطوير البنية التقنية لسوق دمشق للأوراق المالية، لضـمان استقرار تداول الصكوك السيادية وتوسيع قاعدة الأوراق المالية في السوق.

7- دور الهيئة في تطبيق المعايير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: (2 إجابة، 4%)

أشـــار اثنان من المشـــاركين إلى أهمية تطبيق معايير الأيوفي (AAOIFI) ومعايير مجلس الخدمات المالية الإســـلامية (IFSB) لضـــمان توافق الصـــكوك مع الشـــريعة الإســـلامية، إضـــافةً إلى تطوير التشريعات بما يكفل التزام السوق بالمعايير الدولية.

8- التعاون مع الجهات الاقتصادية لتفعيل السوق:

أشـار **أحد** المشـاركين إلى ضـرورة تعاون الهيئة مع الجهات الاقتصـادية الأخرى، والنقابات، وغرف التجارة والصـناعة، بهدف تفعيل عملية تحويل الشـركات العائلية إلى شـركات مسـاهمة قابلة للاسـتثمار عبر الصكوك.

بالمقابل أشـــار **أحد** المشـــاركين إلى غياب الدور الفعّال للهيئة في بعض المجالات المتعلقة بتطوير سوق الصكوك السيادية.

تحليل الإجابة للمحور الحادي عشر: دور البحث العلمي والتعليم الأكاديمي والمهني في نشر الوعي بالصكوك السيادية

1- **تباينت آراء الخبراء المشـــاركين** حول أهمية هذا الدور وفعاليته وناقش بعضـــهم الدور الحالي وقارنه بالدور المأمول ويمكن تلخيص هذه الآراء على النحو التالي:

- **ضرورة وجود دور أكبر:** أشار **57%** من المشاركين إلى الدور الأساسي والمهم الذي يمكن أن يلعبه البحث العلمي والتعليم الأكاديمي في نشر الوعي حول الصكوك السيادية، وأشاروا إلى ذلك بالحاجة الملحة إلى مزيد من الجهود الأكاديمية والمهنية، معتبرين أن هذه الأدوات تمثل جزءاً أســـاســـياً من التطور المالي الذي يجب أن يتم تعليمه على نطاق أوسع.
- **الدور الحالي ضعيف أو محدود:** أشار **34%** إلى أن الدور الأكاديمي الحالي ضعيف أو محدود في هذا المجال، مما يتطلب تعزيز هذا الدور ليكون أكثر تأثيراً وفاعلية في نشر ثقافة الصكوك.
- **الدور الحالي غير موجود أو معدوم:** في حين بين **ثلاثة** خبراء غياب كامل لدور البحث العلمي والتعليم الأكاديمي في التعريف بالصكوك السيادية.

2- **أشار 72% من المشاركون** إلى أهمية التعاون بين المؤسسات الأكاديمية، المهنية، والإعلامية في تنظيم ورش عمل، ندوات، وحملات إعلامية للتعريف بالصكوك السيادية وأهميتها الاقتصادية، وإدراج موضوع الصكوك ضمن المناهج الدراسية وتعليم الطلاب الأدوات المالية الحديثة.

3- في الوقت ذاته أشـــار خبيران إلى أنّ العلاقة بين الأبحاث الأكاديمية والمجتمع ضـــعيفة جداً، وأنه لا يوجد تفاعل كافٍ بين الجامعات والمجتمع حول الصكوك أو نشر ثقافة الاستثمار فيها.

4- **كما نوه** أحد المشـــاركين إلى أهمية اســـتفادة الباحثين والطلاب من تجارب الدول الرائدة في تطبيق الصكوك مثل ماليزيا، وتقديم دراسات مقارنة حول تطبيق هذه الأدوات المالية في السوق المحلي.

5- **كما** أكد شخص آخر على أهمية البحث العلمي في فهم تحديات الصكوك السيادية في سورية وتقديم حلول لتطويرها بما يتماشـــى مع الواقع المحلي، ويتطلب ذلك تأهيل كوادر متخصـــصـــة في القطاعين الحكومي والخاص، ليتمكنوا من نشر الثقافة المالية المتعلقة بالصكوك وتحفيز استخدامها.

تحليل الإجابة للمحور الثاني عشر: استعداد المستثمرين

1- **مواقف الخبراء المشاركين تجاه الاستثمار في الصكوك السيادية: (إجمالي: 41 إجابة، 87%)**

تباينت مواقف الخبراء المشـاركين تجاه الاسـتثمار في الصـكوك السـيادية حيث توزعت آراء 41 خبيراً بنسبة 87% على النحو التالي:

- **متريث:** حيث أشار **20** خبيراً إلى حالة تريث من قبلهم، فيما يتعلق بالاستثمار في الصكوك السيادية.
- **غير مستعد:** عبَّر **خمسة** من المشاركين عن حالة عدم استعدادهم للاستثمار في الصكوك السيادية.
- **جاهز في حال تحقق بعض الشروط:** أعرب **خمسة** آخرون عن استعدادهم للاستثمار شريطة توافر بعض المتطلبات.
- **جاهز مستعد:** أبدى **أربعة** مشاركين استعدادهم للاستثمار في الصكوك السيادية دون شروط نظراً لما توفره من ربحية وأمان.
- **أشجع كفرصة جيدة للمستثمرين:** يرى **أربعة** من المشاركين أن الاستثمار في الصكوك السيادية يمثل فرصة جيدة، ويشجعون عليه دون أن ينووا المشاركة فيه بأنفسهم.
- في حين رأى **خبيران** عدم احتمالية استثمارهما في الصكوك معبراً أحدهما عن نفسه أنه باحث وليس مستثمر، **وتحفظ خبير واحد** عن الاستثمار فيها.

2- أسباب تباين مواقف وآراء المشاركين تجاه الاستثمار في الصكوك السيادية: (إجمالي: 23 إجابة، 49%)

ويعود سبب التباين في آراء الخبراء ومدى استعدادهم لعدة عوامل منها:

- **رغبةً من 18 مشاركاً بنسبة 38%** من إجمالي العينة المدروسة، في إجراء تقييم شامل يشمل الجوانب الاقتصادية المتعلقة بالاستثمار، مثل الجدوى الاقتصادية، التكلفة، مدة الإنجاز، ونجاح الإصدار الأول لبرنامج الصكوك السيادية، بالإضافة إلى أهمية وجود إطار تشريعي وتنظيمي واضح، وكذلك توفر الضمانات الحكومية والعوائد المجزية على الاستثمار، كما ينتظر بعضهم حدوث الاستقرار الاقتصادي أو إصلاحات نقدية قبل اتخاذ قرار الاستثمار.
- **ثلاثة** من المشاركين يوافقون على الاستثمار في الصكوك في حال توفرت لديهم **أموال فائضة**، بينما يرى **اثنان منهم** أن الاستثمار في الأدوات المالية التقليدية **على حد سواء** مع الصكوك يعد خياراً مناسباً في حال توفر فائض من المال.
- يفضل **اثنان** من المشاركين استثمار أموالهم في مشاريع خاصة بدلاً من الاستثمار بالصكوك السيادية، وأوضح **أحدهما** أنه مستثمر أيضاً، وأشار إلى سلبية تجربته في سوق دمشق للأوراق المالية، معبراً عن شعوره بالندم لدخوله هذا المجال من الاستثمار، بسبب السياسات النقدية للمصرف المركزي، وتقييد حركة السحوبات، مما أثر سلباً على تحقيق القيمة المضافة والأهداف المرجوة.

تحليل الإجابة للمحور الثالث عشر: المشاريع الهامة لمرحلة إعادة الإعمار

يستهدف هذا السؤال استكشاف آراء المشاركين حول المشاريع ذات الأولوية في مرحلة إعادة الإعمار والتنمية في سورية بعد الحرب، وتحديد مدى إمكانية استخدام الصكوك السيادية كأداة تمويلية ملائمة

لهذه المشـــاريع في ظل الظروف الاقتصـــادية الحالية، حيث توصـــلت نتائج المقابلات إلى أنّ أهم هذه المشاريع تتمثل في الآتي:

1-مشاريع قطاع الطاقة الكهربائية المتجددة والبديلة ومشاريع المياه: (32 إجابة، 68%)

أكد غالبية المشاركين، بنسبة 68% من إجمالي العينة المدروسة، على أهمية وضرورة هذه المشاريع بشكل ملح، مشددين على ضرورة ضمان توافر الطاقة بشكل مستدام لتلبية احتياجات كافة القطاعات الاقتصادية والاجتماعية، وأكدوا على أهمية استغلال جميع المصادر المتاحة لتأمين الطاقة الكهربائية، سواء من خلال الطاقة المتجددة التي تُنتج من مصادر طبيعية تُستعاد باستمرار مثل الشمس، الرياح، والمياه، أو من خلال الطاقة البديلة التي تُســـتخدم كبديل للطاقة التقليدية (مثل الوقود الأحفوري)، كما أشـــار خمســـة مشـــاركون إلى الحاجة لتطوير شـــبكات المياه لتلبية الطلب المتزايد خلال مرحلة إعادة الإعمار.

2-القطاع الإنتاجي والصناعي: (26 إجابة، 55%)

أكد **55%** من المشاركين على أولوية تنفيذ مشاريع حقيقية في القطاعات الصناعية والإنتاجية، تهدف إلى تحقيق عوائد مجزية، وتســهم في التنمية المســتدامة للاقتصــاد الوطني، وتُحدث تغيرات جذرية في السياسة الاقتصادية، بما في ذلك إعادة تأهيل المصانع الكبرى والمتوقفة عن العمل، واستثمار الموارد المتاحة غير المستغلة، ودعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة.

3- قطاع التطوير العقاري والسكني: (24 إجابة، 51%)

حيث عبر 51% من المشـــاركين عن رأيهم في اســـتثمار الأراضـــي الواســـعة في تنفيذ مشـــاريع كبرى ســـكنية وتجارية متكاملة تلبي احتياجات المواطنين والمجتمع، إضـــافةً إلى إعادة إعمار وتأهيل المدن المتضررة وتحسين جودة الحياة.

4-قطاع النقل الداخلي والخارجي والمعابر الاستراتيجية: (21 إجابة، 45%)

أكد 45% من المشـــاركين على مشـــاريع تطوير النقل والمواصـــلات في ســـورية وتعزيز الربط الإقليمي والدولي، وكافة مشاريع البنية التحتية التي تحقق التنمية المستدامة.

5-مشاريع قطاع الزراعة والإنتاج الزراعي والثروة الحيوانية: (13 إجابة، 28%)

أكد 28% من المشـــاركين على دعم المشـــاريع الزراعية التي تهدف إلى تحســـين الأمن الغذائي وزيادة الإنتاج المحلي وتحقيق الإكتفاء الذاتي، مع التركيز على المحاصيل الاستراتيجية التي تكون مخرجاتها هي مدخلات للإنتاج، مثل زراعة القمح والقطن والشـــوندر الســـكري، بالإضـــافة إلى مشـــاريع تطوير الانتاج الحيواني لدعم الأمن الغذائي.

6-مشاريع قطاع الصحة والتعليم: (11 إجابة، 23%)

أكد 23% من المشـــاركين على مشـــاريع تطوير وتحديث القطاعين الصـــحي والتعليمي، بما يشـــمل تحديث المدارس والمســتشــفيات، توفير الأدوية والمســتلزمات الطبية، وتوســيع برامج الدعم والخدمات الاجتماعية للمواطنين.

7-القطاع التكنولوجي والاتصالات: (3 إجابة، 6%)

طالب ثلاثة من المشاركين بدعم قطاع التكنولوجيا وتطوير البنية التحتية للاتصـالات وتطبيقات الذكاء الاصطناعي بهدف تعزيز الابتكار في مختلف القطاعات الاقتصادية.

8-مشاريع القطاع السياحي: (2 إجابة، 4%)

أكد اثنان من المشـاركين على ضـرورة تطوير البنية التحتية السـياحية وتشـجيع الاسـتثمارات في هذا القطاع بهدف تعزيز الإيرادات الوطنية.

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

بناءً على مراجعة الأدبيات النظرية وتجارب عدد من الدول وعلى آراء الخبراء المشـــاركين في المقابلات التي تم اعتمادها في البحث، تم التوصل إلى النتائج التالية:

1- يمكن أن تساهم الصكوك السيادية في تعزيز وتطوير سوق التمويل في سورية من خلال ما يلي:

- قدرتها الكبيرة على جذب الأموال والاســـتثمارات المحلية والدولية نظراً لما تمتاز به من ســـيولة عالية وعوائد مستقرة ومخاطر منخفضة دون تكبد الميزانية العامة للدولة أية أعباء.
- تأمين المتطلبات اللازمة لتفعيل هذا الدور من خلال إجراءات تشريعية شاملة لضمان تنظيم الإصدار والتداول بكفاءة، مع أهمية وجود هيئات رقابية مستقلة لضـمان الامتثال للمعايير القانونية والشـرعية، إضافةً لإجراء إصلاحات مالية وضريبية، وأخيراً نشر التوعية المجتمعية والتدريب المتخصص لضمان نجاح هذه الأدوات المالية.

2- تتمثل التحديات التي تواجه تفعيل الصكوك السيادية في سورية في الجوانب التالية:

- **التحديات الاقتصـادية والمالية** المرتبطة بالتقلبات الاقتصـادية، والعقوبات الخارجية، والانخفاض العام في الدخل، ما يزيد من صعوبة جذب الاستثمارات.
- **المخاطر المرتبطة بإدارة الصـكوك**، مثل الفسـاد وعدم اسـتقلالية شـركات الإدارة، والإخلال بالعقود، وضـــعف الكوادر المؤهلة، وضـــعف الوعي الاســـتثماري والتردد الاجتماعي اللذين يحدان من قبول الصكوك.
- **غياب الثقة في الحكومة** والمخاوف من التأميم والاحتكار للمشاريع وعدم كفاية التشريعات الحالية.

3- يوجد العديد من الفرص المستقبلية للصكوك السيادية لتكون أداة فعالة في تعزيز الاقتصاد الوطني وتحقيق استدامة مالية ومن أبرز هذه الفرص:

- **المساهمة في تمويل مشاريع كبرى** للبنية التحتية من خلال الاستثمارات المحلية والأجنبية مثل شبكات الكهرباء والنقل، مما يسهم في تحسين الخدمات الأساسية وتحفيز النمو الاقتصادي.
- **دعم الموازنة العامة للدولة** وتقليل الاعتماد على الديون الخارجية، مما يعزز الاســـتقلال المالي ويخفف من الضغوط الاقتصادية.
- **معالجة الركود التضخمي** عبر تمويل مشاريع إنتاجية دون زيادة الإنفاق الحكومي، وإيجاد فرص عمل جديدة وتعزيز العدالة الاجتماعية من خلال توزيع العوائد الاقتصادية بشكل عادل.
- **اسـتقرار سـعر صـرف الليرة السـورية**، من خلال تعزيز الإنتاج المحلي وزيادة السـلع الاسـتراتيجية الموجهة للتصدير.

4- تستوجب الاستفادة من الفرص السابقة تضافر جهود العديد من الجهات ذات الصلة بالصكوك السيادية وتكامل الأدوار بينها بدءاً من الجهات الحكومية الداعمة ممثلة بمصرف سورية المركزي ووزارة المالية مروراً بالجهات الرقابية (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية) وانتهاءً بالمؤسسات الأكاديمية والمهنية والوحدات الاقتصادية.

ثانياً: التوصيات

استناداً لنتائج البحث ولآراء الخبراء المشاركين في المقابلات التي اعتمدها البحث يوصي البحث بمايلي:

1-رسم الخارطة الاستثمارية لسورية الجديدة وتوجيهها نحو الصناعات الأكثر فائدة للاقتصاد الوطني.

2- العمل على رفع كفاءة المؤسسات العامة وزيادة ربحيتها قبل إصدار الصكوك باسمها كجهة لإصدار التمويل، وذلك لأن أي فشل في البداية قد يتبعه فشل آخر وتراجع في ثقة المستثمرين وعزوفهم عن المشاركة.

3-عدم أسلمة الصكوك وربطها بالمسلمين فقط، وتسويقها كأداة مالية تمويلية موجهة للجمهور تحقق النفع العام، مع ضمان توافقها لأحكام الشريعة الإسلامية كميزة تفاضلية، مما يسهم في توسيع سوق الصكوك وجذب استثمارات متنوعة.

4-استخدام الصكوك السيادية في تمويل المشاريع الإنقاذية التي تعد ضرورة ملحة لبناء سورية الجديدة وإنعاش الاقتصاد السوري ومواجهة التحديات الاقتصادية.

5-تطوير نماذج تمويل مبتكرة أسوةً بمشروع "تمويل مارشال" وفقاً للحاجة الملحة لإعادة إعمار سورية الجديدة ودعم مشاريع البنية التحتية، في هذا السياق يُقترح الاستفادة من نموذج "مشروع مارشال سورية لتمويل قطاع الطاقة المتجددة عبر الصكوك السيادية " المقترح من قبل الدكتور سامر قنطقجي.

6-استخدام الصكوك السيادية في دعم وتطوير القطاع الزراعي في سورية لضمان تحقيق الأمن الغذائي بشكل يجعلها تعتمد على نفسها، مع التركيز على المحاصيل الاستراتيجية ذات القيمة المضافة مما يُعزز تنافسية سورية في الأسواق الدولية، والاستفادة من تجارب الدول الرائدة والدراسات الواردة في هذا المجال.

7-اعتماد المقترحات التالية للصكوك السيادية بصيغتها الحالية التي اقترحتها الباحثة تحت شعار " الصكوك السيادية رؤية سورية الجديدة " أو تطويرها في حال لزم الأمر.

أولاً: مقترح صكوك المناطق السيادية

يُقترح إصدار برنامج "صكوك المناطق" من قبل الحكومة السورية كأداة مالية سيادية، بهدف تمويل إعادة تأهيل مناطق أو مدن محددة، يَعتمد هذا البرنامج على استغلال الموارد المتاحة في تلك المناطق لتأمين البُنى التحتية الأساسية، مثل الطاقة الكهربائية، الإسكان، والخدمات، عبر صيغ تمويلية متنوعة وفعالة كالمشاركة والمضاربة والإجارة والمرابحة وغيرها، مما يسهم في تحقيق استقرار اقتصادي واجتماعي، يتم تنفيذ البرنامج مع تطبيق قواعد الحوكمة وضمان أعلى درجات الشفافية والإفصاح، من خلال وضع معايير دقيقة وخطط واضحة الأهداف والفترات الزمنية، لضمان تنفيذ المشاريع بكفاءة عالية ومتابعة تقدمها بدقة لتحقيق الفائدة المرجوة، وذلك وفق الآلية المقترحة التالية:

- **تحديد المنطقة المستهدفة** التي تحتاج إلى إعادة تأهيل أو تحسين شامل، وتحليل احتياجاتها من المشاريع التنموية، حيث يمكن أن تكون هذه المناطق ذات بنية تحتية متقادمة أو تحتاج إلى تطوير في مجالات معينة مثل الإسكان، النقل، الطاقة، أو الخدمات الأساسية.
- **دراسة جدوى شاملة للمشاريع المقترحة**، تتضمن تقييم الإمكانات المحلية والموارد المتاحة في المنطقة، ومدى قابلية تنفيذ هذه المشاريع باستخدام الموارد الحالية أو التي يمكن توفيرها.
- **إصدار صكوك خاصة بالمناطق المستهدفة**، تمثل حصصاً في المشاريع المقترحة، وتُتيح للمستثمرين المشاركة في تمويلها مقابل عوائد مالية يتم تحديد نسبتها بما يتناسب مع مستوى المخاطر والعوائد المتوقعة.
- **تمويل المشاريع باستخدام حصيلة الصكوك المصدرة**، بما يضمن توجيه الأموال لتنفيذ المشاريع المحددة ضمن خطة تنفيذية واضحة وشفافة.
- **تأمين الاستدامة** من خلال التركيز على استخدام الموارد المتاحة في المنطقة، مثل الطاقة المتجددة أو القوى العاملة المحلية، بما يساهم في تقليل التكاليف وزيادة الفوائد الاقتصادية والبيئية للمشروع.
- **إدارة المشاريع ومراقبتها** من خلال وضع خطة تنفيذية واضحة لكل مشروع ممول من الصكوك، تتضمن تحديد الأهداف، والجداول الزمنية، والمعايير التي يتم بناءً عليها مراقبة الأداء وتقييم التقدم في تنفيذ العمل.
- **تحقيق العوائد للمستثمرين** في الصكوك، من خلال الإيرادات التشغيلية الناتجة عن المشاريع، مثل الإيجارات أو الأرباح المحققة من تحسين الخدمات المحلية.
- **تقييم الأثر المجتمعي** بشفافية، من خلال قياس الأثرين الاجتماعي والاقتصادي الناتجين عن تطوير المنطقة، بما في ذلك تحسين مستوى المعيشة، وخلق فرص عمل جديدة، وتعزيز الاستدامة البيئية.

ثانياً: مقترح صكوك القطاعات الاقتصادية

يُقترح إصدار"صكوك القطاعات الاقتصادية"، مع توجيه كل جهة من الجهات الحكومية السورية للمشاركة الفعّالة في تطوير القطاعات المتخصصة التي تقع ضمن نطاق مسؤولياتها، وذلك لضمان إعادة تنشيط جميع القطاعات الاقتصادية بشكل شامل ومتوازن، وتكامل هذه المشاريع مع أهداف التنمية المستدامة لتحقيق نمو اقتصادي شامل، وذلك وفق آلية العمل التالية:

- **إصدار تشريعات واضحة** تُمكّن كل وزارة معنية من تطوير وتنفيذ مشاريع متخصصة ضمن نطاق عملها، بحيث تحدد هذه التشريعات المسؤوليات والمهام بوضوح، وتوفر إطاراً قانونياً لتمويل وتوجيه المشاريع.

- **تحديد المشـاريع الحيوية ضـمن** كل وزارة، فمثلاً تركز وزارة الكهرباء على تحديث الشـبكة الكهربائية، بينما تركز وزارة الزراعة على مشـــاريع تحفيز الإنتاج الزراعي والمحاصـــيل الاســـتراتيجية التي تُعد مخرجاتها مدخلات الصناعة والإنتاج المحلي مثل القمح والقطن وغيرها.
- **تخصـيص الموارد اللازمة من** الميزانيات والموارد البشـرية والفنية لدعم المشـاريع التي تتبناها الوزارات المعنية، ويشمل ذلك التمويل الحكومي والمشاركة مع القطاع الخاص.
- **التنســيق بين الوزارات** لضــمان تكامل المشــاريع وتجنب تداخل أو تضــارب بين الجهود المختلفة، ويُفضل إنشاء لجنة تنسيق عليا لمتابعة سير المشاريع وضمان تنفيذها وفق الخطط الموضوعة.
- **وضع مؤشرات أداء واضحة** لقياس تقدم المشاريع ونجاحها، هذه المؤشرات تتعلق بالجوانب الاقتصادية والاجتماعية والبيئية، مما يتيح للجهات المعنية تقييم الفعالية بشكل دوري.
- **مشاركة القطاع الخاص** في تنفيذ المشاريع عبر آليات مثل الشراكة بين القطاعين العام والخاص، مما يساهم في تخفيف العبء على الحكومة وتعزيز كفاءة التنفيذ.
- **تنفيذ آلية للمراقبة والتقييم المســـتمر** لقياس نجاح المشـــاريع ومدى تحقيقها للأهداف المحددة، مع إجراء التعديلات اللازمة على الخطط عند الحاجة.
- **تحقيق الاستدامة** لضـمان ألاّ تقتصـر المشـاريع على نتائج آنية، بل تسـهم في التنمية المسـتدامة من خلال توفير بنية تحتية دائمة، وتحسـين مسـتوى المعيشـة، وخلق فرص عمل مسـتمرة في القطاعات المستهدفة.

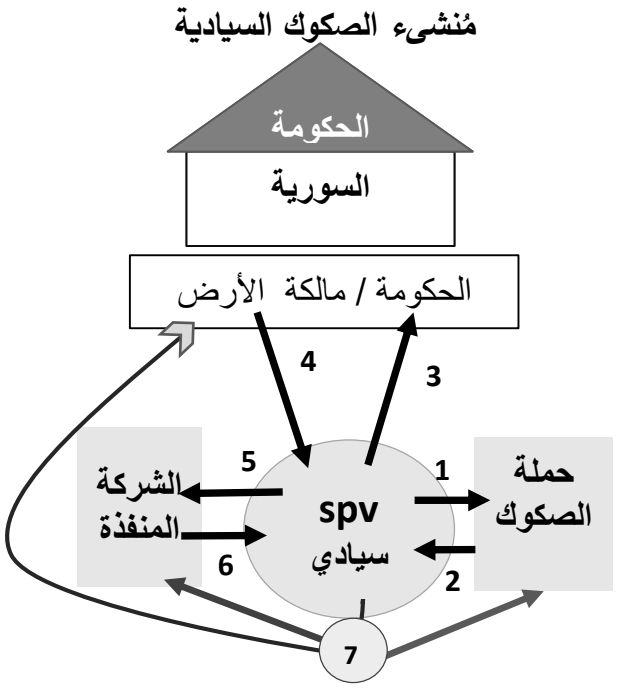
ثالثاً: مقترح هياكل الصكوك السيادية

تم إعداد هذه المقترحات بالاستناد إلى تجارب بعض الدول، ومجموعة من الدراسات السابقة (درشابي، 2023؛ قندوز، 2022؛ السحيباتي، 2016؛ بوضياف، 2009؛ الضيف، 2008).

ويمكن للحكومة السـورية، ممثلة بـــــالوزارات المختلفة (مثل وزارة النقل، النفط، الكهرباء، الإسـكان، الاتصـالات، التعليم، الصـحة..)، الاسترشاد بهذه الهياكل في تمويل مشاريع البنية التحتية وغيرها من المشاريع الحيوية.

وتوضح الأشكال التالية مقترحات لهياكل الصكوك السيادية، وفق صيغ تمويلية متنوعة.

الشكل رقم (11): هيكل مقترح لصكوك **المشاركة** السيادية



1- تقوم شـــركة التمويل الســـيادية ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك المشاركة.

2- يدفع المستثمرين وتنتقل قيمة/ حصيلة الصكوك إلى شركة التمويل.

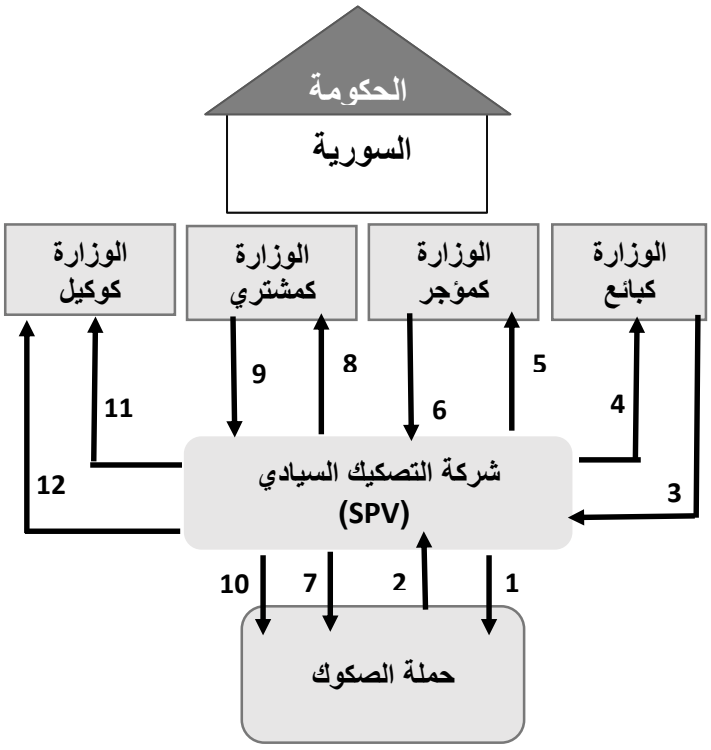
3-4- تتقدم شركة SPV بعطائها إلى الحكومة للحصول على امتياز تنفيذ المشـــروع وبعد القبول تحصـــل شـــركة التمويل على امتياز وفق عقد صيغة المشاركة.

5- توقع شركة التمويل السيادية مع الشركة المنفذة على عقد إنشاء وتشغيل المشروع.

6- تسدد/ تحول الشركة المنفذة إلى شركة التمويل دخل عملية التشغيل للمشروع.

7- تقوم شركة التمويل السيادية بدفع الأرباح بشكل دوري للحكومة وحملة الصكوك وللشركة المنفذة حسب نسبة المشاركة المتفق عليها في نشرة الإصدار.

الشكل رقم (12): هيكل مقترح لصكوك **الإجارة** السيادية (المنشئ أحد الوزارات كوزارة الكهرباء..)



1- طرح وإصدار صكوك إجارة من قبل الشركة السيادية ذات الغرض الخاص (SPV).

2- دفع المســـتثمرين (حملة الصـــكوك) قيمة الصكوك نقداً.

3-دخول شـــركة SPV بعقد بيع مع الحكومة المنشىء للصكوك مالكة الأصل.

4- دفع قيمة الأصول المباعة للحكومة.

5- تأجير الأصول للحكومة.

6- اســـتلام قيمة الإيجارات من الحكومة حســـب الاتفاق.

7- توزيع قيمة الإيجار لحملة الصـــكوك بشـــكل دوري وحسب الاتفاق.

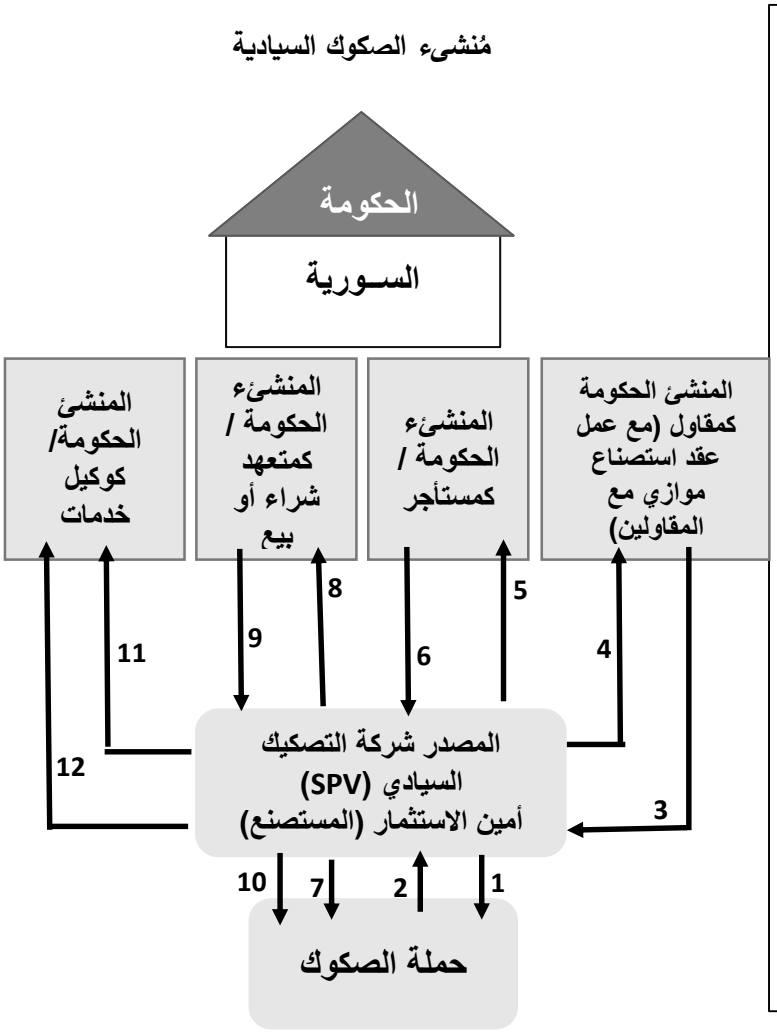
8- شراء الحكومة للأصول المؤجرة.

9- تسديد الحكومة لقيمة شراء الأصول.

10-إطفاء الصـكوك وتوزيع قيمة الصـكوك على حملتها.

11-12- تعيين الحكومـة كوكيـل للادارة ودفع الأجور لها حسب الاتفاق.

الشكل رقم (13): هيكل مقترح لصكوك **الاستصناع** السيادية (المنشئ أحد الوزارات كوزارة الإسكان لبناء مباني ومدن، أو وزارة النقل لبناء طريق سريع)



1- طرح وإصـدار صـكوك اسـتصـناع من قبل الشركة السيادية ذات الغرض الخاص (SPV).

2- دفع المسـتثمرين (حملة الصـكوك) قيمة الصكوك نقداً.

3-دخول شركة SPV بعقد استصناع مع الحكومة المنشىء كمقاول للقيام بصـنعة بمواصـفات ومدة تسليم محددة.

4- يتم دفع قيمة المصـنوع للحكومة وفق مراحل الإنجاز.

5- تأجير المصنوع للحكومة.

6- اسـتلام قيمة الإيجارات من الحكومة حسـب الاتفاق.

7- توزيع قيمة الإيجار لحملة الصـكوك بشـكل دوري وحسب الاتفاق.

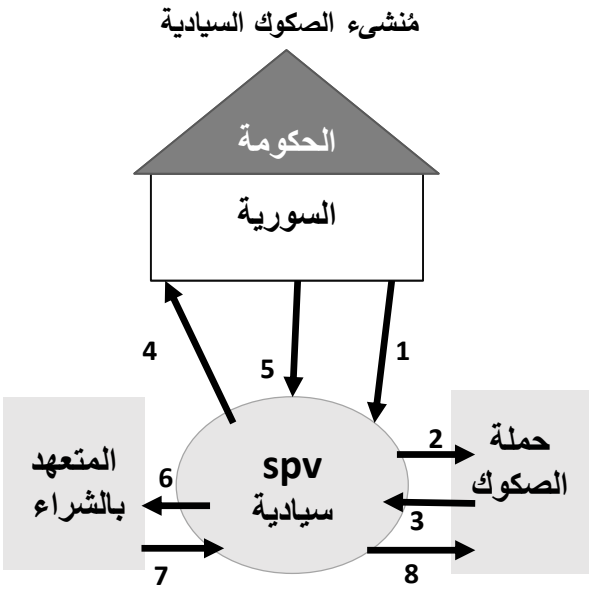
8- شراء أو بيع الحكومة للأصول المؤجرة.

9- تسديد الحكومة لقيمة الأصول.

10-إطفاء الصـكوك وتوزيع قيمة التصـفية لحاملي الصكوك.

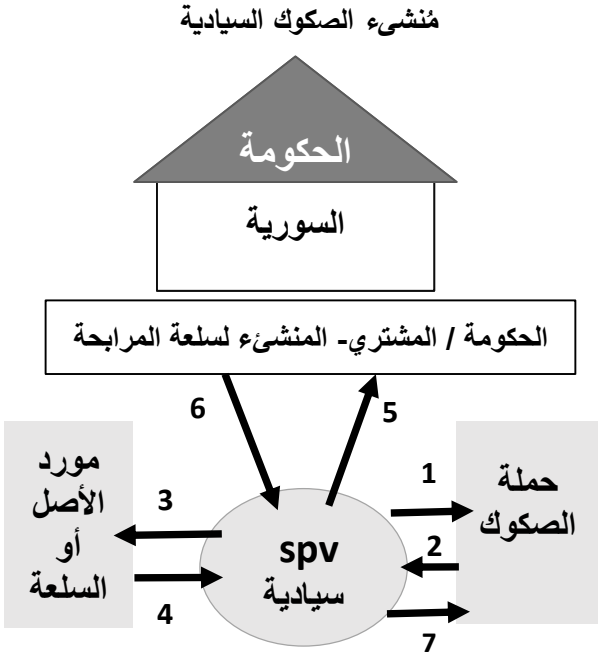
11-12- تعيين الحكومـة كوكيـل للإدارة ودفع الأجور أو التعويض لها حسب الاتفاق.

الشكل رقم (14): هيكل مقترح لصكوك **السّلم** السيادية



1- إنشاء شركة سيادية ذات الغرض الخاص (SPV) من طرف المنشئ (الحكومة).
2- طرح الشركة لصكوك السّلم على المستثمرين.
3- دفع المستثمرين (حملة الصكوك) قيمة الصكوك نقداً.
4- دخول شركة SPV بعقد سلم مع الحكومة المنشء للصكوك وتسليمها القيمة.
5- إستلام الشركة لأصول السّلم (المُسلّم فيه) من المصدر حسب الاتفاق.
6- بيع (المُسلَم فيه) إلى المتعهد بالشراء حسب الاتفاق.
7- تسديد قيمة أصول السلم المباع حسب الاتفاق.
8- الدفع لحملة الصكوك قيمة بيع أصول السّلم مضافاً اليها الربح.

الشكل رقم (15): هيكل مقترح لصكوك **المرابحة** السيادية



1- تقوم شركة التمويل السيادية ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك المرابحة.
2- يدفع المستثمرين وتنتقل قيمة/ حصيلة الصكوك إلى شركة التمويل السيادي.
3-4- تتقدم شركة SPV للمورد لشراء السلعة المحددة ودفع القيمة نقداً أو بشكل حال.
5- منح السلعة المشتراة إلى المصدر (الحكومة) بثمن حال أو آجل وفق الاتفاق وبسعر التكلفة مضاف اليه ربح معلوم.
6- تسدد الحكومة قيمة السلعة بشكل فوري أو بشكل دوري على أقساط.
7- تقوم شركة التمويل السيادية بدفع العوائد إلى حملة الصكوك وفق الاتفاق.

المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- دوابه، محمد أشرف. (2009). الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مصر.
- عمري، آمال عبد الوهاب. (2017). الصكوك: دراسة فقهية مقارنة، تونس.
- القَرِيّ، محمد علي. (2019). صكوك التمويل الإسلامية، سلسلة مطبوعات المجموعة الشرعية (3)، بنك الجزيرة، الرياض.
- قندوز، عبد الكريم أحمد. (2022). الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق النقد العربي، العدد 14.

الأبحاث العلمية والرسائل الجامعية:

- البدري، سعاد. (2018). دور الصكوك السيادية في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة. ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، المغرب، الملف الخاص الرابع، أيار.
- بوخنوقة، عفاف؛ لطرش، نصيرة. (2015). دور الصكوك الإسلامية في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في البنوك الإسلامية – دراسة حالة بنك أبو ظبي الإسلامي خلال الفترة 2003–2013. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي – جيجل.
- بوضياف، منال. (2019). دور الصكوك الإسلامية في تغطية عجز الموازنة العامة: دراسة حالة تجربتي ماليزيا والسودان 2008–2018، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.
- بومعزة، آمنة؛ عياش، زبير. (2022). الصكوك الإسلامية السيادية كبديل شرعي مستحدث لتمويل الإنفاق العام في الجزائر في ظل انحصار مصادر التمويل التقليدية، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 12، العدد 02، جامعة أم البواقي، الجزائر.
- حسن، صابر محمد. (2004). إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي: تجربة السودان، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان.
- خير، محمد عثمان حمد. (2013). تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الإسلامية: الصكوك الحكومية – الأهداف – التحديات – الرؤى المستقبلية.

- دربوش، محمد طاهر وآخرون. (2018). صـــكوك التمويل الإســـلامي كآلية لتفعيل عمليات الســـوق المفتوحة – تجربة البنك المركزي السوداني نموذجاً. مجلة المالية والأسواق، مجلد 4، العدد 8، الجزائر.
- الدرشابي، أحمد سعيد أحمد. (2023). مقومات تفعيل دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية في مصر في ضوء دراسات حالة من التجربة الماليزية، مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، مصر، المجلد 60، كانون الثاني.
- ربيعة بن زيد؛ ناصر، سليمان؛ علي بن الضب. (2019). العائد والمخاطرة وعلاوة المخاطرة للصكوك الإسلامية والسندات التقليدية: دراسة قياسية مقارنة خلال الفترة 2008–2017، مجلة الباحث، المجلد 19، الجزائر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
- زمولي، هندة؛ حفيظ، عبد الحميد. (2021). دراسة تحليلية لواقع الصكوك على الصعيد الدولي – تجربة ماليزيا أنموذجاً، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 04، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر.
- شهرزاد، نشاشدة. (2022). تجارب عربية ودولية عن تطور استخدام الصكوك السيادية، مجلة الإبداع، جامعة البليدة 2، المجلد 12، الجزائر.
- الضيف، محمد عدنان. (2008). الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، الجزائر.
- طروش، فريال؛ بالمرابط، إيمان. (2023). دور الهندســـة المالية في تنشـــيط وتطوير الســـوق المالي الإسلامي: دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم المالية والمحاسبية، الجزائر.
- عويســي، أمين؛ معتوق، جمال. (2019). تقييم تجربة إصــدار الصــكوك في العالم: دراســة مقارنة بين المملكة العربية الســعودية وماليزيا، مجلة إســرا الدولية للمالية الإســلامية، المجلد 10، العدد 2، كانون الأول 2019.
- عمارية، بختي. (2017). التصـــكيك البنكي الإســـلامي في تنمية الاقتصـــاد الإماراتي، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، 2، جامعة الجزائر، كانون الأول 2017.
- مختار، بونقارب؛ حُجة الله، شـاوش. (2022). الصـكوك الإسـلامية السـيادية كأداة لتمويل المشـاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة (دراسة التجربة الماليزية مع استشراف لحالة الجزائر)، مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية، المجلد 3، العدد 02، الجزائر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
- النجار، أحمد محمد حسـن؛ وآخرون. (2021). آلية التسـعير ومنحنى العائد لإصـدارات الصـكوك في المملكة العربية السعودية، معهد المصرفية الإسلامية والتمويل، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م34، ع3.

- نجيب، نصروش أحمد؛ أمين، قمبور محمد. (2024). مقومات النظام المالي الإسلامي: التجربة الماليزية نموذجاً، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف ميلة، الجزائر.

المؤتمرات:

- بنية، حيزية؛ وفرقاني، سومية. (2018). إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل الإنفاق الحكومي الاستثماري في الجزائر، بحث مقدم في الملتقى الدولي حول البدائل التمويلية للإنفاق الحكومي بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي، 13-14 آذار، قالمة، الجزائر.
- بونقارب، مختار؛ ولزهاري، زواويد. (2018). الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة (دراسة تجارب بعض الدول)، الملتقى العلمي الدولي، الآليات الجديدة لتمويل التنمية الاقتصادية: نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر، 25 و26 نيسان 2018، جامعة محمد بن يحي جيجل، الجزائر.
- حمداوي، وسيلة؛ وجابري، أميرة. (2018). تحديات استخدام الجزائر للصكوك الإسلامية الحكومية لتمويل العجز في الموازنة العامة، بحث مقدم في الملتقى الدولي حول البدائل التمويلية للإنفاق الحكومي بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي، 13-14 آذار، قالمة، الجزائر.
- السحيباني، محمد بن إبراهيم. (2016). دور الصكوك السيادية وشبه السيادية في تمويل مشروعات البنية الأساسية المدرة للدخل، منتدى تونس الدولي حول الصكوك، الصكوك الإسلامية في خدمة التشغيل، تونس، 28-30 تشرين الثاني.

التقارير:

- البنك المركزي السعودي. (2018). التقرير السنوي الرابع والخمسون.
- البنك المركزي السعودي. (2023). التقرير السنوي التاسع والخمسون.
- بنك السودان المركزي. (2015). التقرير الخامس والخمسون.
- بنك السودان المركزي. (2016). التقرير السادس والخمسون.
- بنك السودان المركزي. (2017). التقرير السابع والخمسون.
- بنك السودان المركزي. (2018). التقرير الثامن والخمسون.
- بنك السودان المركزي. (2019). التقرير السنوي التاسع والخمسون.
- بنك السودان المركزي. (2020). التقرير السنوي الستون.
- بنك السودان المركزي. (2021). التقرير السنوي الحادي والستون.
- بنك السودان المركزي. (2019). العرض الاقتصادي والمالي.
- بنك السودان المركزي. (2022). العرض الاقتصادي والمالي.

- المركز الوطني لإدارة الدين، المملكة العربية السعودية. (2022). التقرير السنوي (National Debt Management Center).
- المركز الوطني لإدارة الدين، المملكة العربية السعودية. (2024). تقرير خطة الاقتراض السنوية.
- وزارة المالية السعودية. (2024). بيان الميزانية العامة للدولة.
- رؤية السعودية 2030. (2023). التقرير السنوي.
- صندوق الاستثمارات العامة، المملكة العربية السعودية. (2022). صناعة المستقبل: التقرير السنوي.
- عمليات الحكومة المركزية – الربع الرابع 2023، المملكة العربية السعودية. Central Government Operations – Q4 2023, Saudi Arabia.
- هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.(2023). "عملية إصدار الصكوك الإسلامية"، مديرية الدراسات والأبحاث، 3-4-2023.

القرارات:

- مجمع الفقه الإسلامي الدولي. (2009). قرار رقم 178 (4/19)، بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها (30-4-2009).
- قرار مجلس النقد والتسليف – سورية. (7-7-2022)، قرار رقم 205 بخصوص السماح للمصارف الإسلامية بإصدار صكوك إسلامية.

المواقع الالكترونية:

– برنامج حكومة المملكة الدولي لإصدار الصكوك:
https://ndmc.gov.sa/IssuancePrograms/Pages/TrusT_Certificate_Issuance_Programme.aspx

– برنامج سندات حكومة المملكة العربية السعودية الدولي:
https://ndmc.gov.sa/IssuancePrograms/Pages/Global_Medium_Term_Note_Programme.aspx

– المركز الوطني لإدارة الدين – برنامج صكوك المملكة المحلية بالريال السعودي:
https://ndmc.gov.sa/IssuancePrograms/Pages/Sukuk_Issuance_Program_in_Saudi_Riyal.aspx

– المركز الوطني لإدارة الدين – التقارير والإحصاءات:
https://ndmc.gov.sa/stats/Pages/default.aspx

– المركز الوطني لإدارة الدين – صكوك صح الحكومية:
https://ndmc.gov.sa/gov-sukuk/Pages/default.aspx

- المركز الوطني لادارة الدين – مذكرة معلومات:
https://ndmc.gov.sa/IssuancePrograms/Documents/Information%20Memorandum%20-%20KSA%20Sukuk%20Programme%20(AR)%202023.pdf
- صحيفة الاقتصادية - لأخبار الاقتصاد والأعمال:
https://www.aleqt.com/2023/11/22/article_2661906.html

المراجع باللغة الإنكليزية:

Research Articles:

- Malikov, Ahliddin. (2017). "How Do Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis of the Infrastructure Sector", Westminster International University in Tashkent ,Uzbekistan.
- Shaikh, S.A. (2015). "Financing Public Infrastructure Using Sovereign Sukuk", Journal of Islamic Banking and Finance, Jan – March 2015, Pakistan.

Reports :

- Financial Stability and Payment Systems Report.(2007).
- ICD-LSEG.(2023).IFDI, Islamic Finance Develepment Report.
- International Islamic Financial Market. (2020). Sukuk report, 9th edition.
- International Islamic Financial Market. (2023). Sukuk report, 12th edition.
- Securities commission Malaysia.(2015). Annual report.
- Securities commission Malaysia.(2017). Annual report.
- Securities commission Malaysia.(2019). Annual report.
- Securities commission Malaysia.(2021). Annual report.
- Securities commission Malaysia.(2023). Annual report.

Websites:

- https://www.statista.com/statistics/649298/distribution-of-sovereign-sukuk-issuance-by-country/
- https://www.sukuk.com/article/sukuk-issuance-in-saudi-arabia

الملاحق

- جدول بأسماء الخبراء المختصين المشاركين في المقابلة البحثية
- ملف بيانات المقابلة الموجه للمشاركين

جدول أسماء الخبراء المختصين المشاركين في المقابلة البحثية

الرقم		الاسم	المنصب / التوصيف الوظيفي	المدينة
هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية				
1	1	الدكتور حسين علي قبلان	عضو مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية – دكتور في الاقتصاد والتمويل والاستثمار – محاضر في جامعة دمشق وعدد من الجامعات.	دمشق
2	2	الأستاذة نيفين سعيد	مدير مديرية الدراسات والأبحاث والتوعية في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.	دمشق
3	3	الأستاذة سوزان شحادة	مدير مديرية الإصدار والترخيص في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.	دمشق
4	4	الأستاذ أحمد قصار	مدير مديرية الرقابة في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.	دمشق
5	5	الأستاذة شذى حمندوش	معاون مدير مديرية الإصدار والترخيص في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.	دمشق
سوق دمشق للأوراق المالية				
6	1	الدكتور سليمان موصلي	نائب الرئيس التنفيذي لسوق دمشق للأوراق المالية - عضو هيئة تدريسية في كلية الاقتصاد (أسواق مالية، إدارة المحافظ الاستثمارية).	دمشق
7	2	الأستاذة فرح طفيلي	مدير مديرية الإدراج والعمليات في سوق دمشق للأوراق المالية.	دمشق
8	3	الأستاذ أسامة حسن	مدير الدراسات في سوق دمشق للأوراق المالية.	دمشق
وزارة المالية السورية				
9	1	الدكتور إسماعيل إسماعيل	وزير مالية سابق (2014–2016) – عضو هيئة تدريسية في كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة دمشق.	دمشق
مصرف سورية المركزي				
10	1	الدكتور محمد حسان عوض	رئيس الهيئة الاستشارية الشرعية لمجلس النقد والتسليف في مصرف سورية المركزي – عميد كلية الشريعة، جامعة دمشق.	دمشق
11	2	الأستاذة أمل المصري	نائب مدير مديرية مفوضية الحكومة في مصرف سورية المركزي – عضو مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية ممثلةً عن مصرف سورية المركزي.	دمشق
12	3	الأستاذ عمار حاج عبيد	مدير مصرف سورية المركزي في دير الزور.	دير الزور
13	4	الدكتورة غالية الشمري	رئيس قسم الدراسات والتشريعات في مصرف سورية المركزي سابقاً – مدير شركة كوادر المستقبل للاستشارات والتدريب.	دمشق
14	5	الأستاذة رنا المصري	رئيس قسم الإحصاءات النقدية والمصرفية في مصرف سورية المركزي.	دمشق
15	6	الأستاذ نادر المنصور	موظف في قسم الرقابة المصرفية على المصارف التقليدية في مصرف سورية المركزي.	دمشق
البنوك والمصارف السورية				
16	1	الدكتور محمد نجدات المحمد	عضو الهيئة الاستشارية الشرعية لمجلس النقد والتسليف في مصرف سورية المركزي – عضو هيئة الرقابة الشرعية في بنك سورية الدولي الإسلامي.	دمشق
17	2	الأستاذ علاء سردار	مدير إدارة التمويل في بنك سورية الدولي الإسلامي.	دمشق
18	3	الدكتور طارق منصور المصري	مدير إدارة الرقابة والتدقيق الشرعي في البنك الوطني الإسلامي.	دمشق
19	4	الأستاذ يحيى محمد اسعيد	مدير إدارة الخزينة والمؤسسات المالية في البنك الوطني الإسلامي.	دمشق
20	5	الأستاذ ميسر الصعب	مدير إدارة تمويل الشركات في البنك الوطني الإسلامي.	دمشق

الرقم		الاسم	المنصب / التوصيف الوظيفي	المدينة
21	6	الأستاذ أبي أبو كلام	مشرف التمويل التجاري في البنك الوطني الإسلامي.	دمشق
22	7	الأستاذ جهاد القزاز	مدير إدارة الاستثمار ومدير مركز الاستعلام والتحصيل في بنك البركة سورية – شغل منصب مدير فرع في بنك البركة وبنك سورية الدولي الإسلامي، كما تولى منصب نائب مدير فرع في بنك دبي الإسلامي لمدة 17 عاماً.	دمشق
عمادة الكليات وأعضاء الهيئات التدريسية في الجامعات والمعاهد العليا السورية				
23	1	الدكتور طلال عبود	عميد المعهد العالي لإدارة الأعمال بدمشق – مدير الشؤون المالية في مركز الدراسات والبحوث العلمية سابقاً – مدير مشروع مركز دعم القرار في رئاسة مجلس الوزراء سابقاً.	دمشق
24	2	الدكتور هيثم الطحان الزعيم	الوكيل العلمي للمعهد العالي لإدارة الأعمال بدمشق – عضو مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية سابقاً.	دمشق
25	3	الدكتورة ثناء أبازيد	رئيس قسم العلوم الأساسية والرديفة في المعهد العالي لإدارة الأعمال بدمشق – عميد كلية الاقتصاد في جامعة تشرين سابقاً.	دمشق
26	4	الدكتور ياسر كفا	عضو هيئة تدريسية في قسم الإدارة المالية والمصرفية في المعهد العالي لإدارة الأعمال بدمشق.	دمشق
27	5	الدكتور علاء الدين زعتري	عضو الهيئة الاستشارية الشرعية لمجلس النقد والتسليف في مصرف سورية المركزي – عضو تنفيذي في هيئة الرقابة الشرعية في شركة العقيلة للتأمين – دكتور محاضر في المعهد العالي لإدارة الأعمال (اقتصاد ومصارف إسلامية).	دمشق
28	6	الدكتور ياسر الحلاق	دكتور محاضر في قسم المصارف في المعهد العالي لإدارة الأعمال بدمشق – شغل منصب مدير إدارة الرقابة والتدقيق الشرعي في بنك سورية الدولي الإسلامي.	دمشق
29	7	الدكتور ياسر مشعل	نائب عميد كلية الاقتصاد لشؤون الطلاب – عضو هيئة تدريسية في قسم الاقتصاد بكلية الاقتصاد – عضو مجلس النقد والتسليف بصفة خبير في مصرف سورية المركزي – محاضر في الجامعة العربية الدولية الخاصة (قسم التمويل والمصارف) – عضو مفوضية هيئة الأوراق والأسواق المالية سابقاً.	دمشق
30	8	الدكتور بطرس ميالة	رئيس قسم المحاسبة في كلية الاقتصاد بجامعة دمشق.	دمشق
31	9	الدكتور مجدي الجاموس	رئيس قسم المصارف في كلية الاقتصاد الثانية بجامعة دمشق – رئيس فرع نقابة المهن المالية والمحاسبية في درعا – خبير ومحلل اقتصادي.	درعا
32	10	الدكتور علي كنعان	أستاذ السياسة النقدية في كلية الاقتصاد بجامعة دمشق – رئيس قسم المصارف والتأمين سابقاً – دكتور محاضر في قسم الاقتصاد في مجمع الفتح الإسلامي.	دمشق
33	11	الدكتور عبد الرزاق حساني	عضو هيئة تدريسية في قسم المصارف والتأمين في كلية الاقتصاد بجامعة دمشق – نائب الحاكم الأول في مصرف سورية المركزي سابقاً.	دمشق
34	12	الدكتور مطيع الشلبي	عضو هيئة تدريسية في قسم المصارف والتأمين في كلية الاقتصاد بجامعة دمشق.	دمشق
35	13	الدكتور رسلان خضور	عضو هيئة تدريسية في قسم الاقتصاد بكلية الاقتصاد بجامعة دمشق – عميد كلية الاقتصاد سابقاً – مستشار المكتب الاقتصادي المركزي، ورئيس المصرف الصناعي، سابقاً.	دمشق
36	14	الدكتور هيثم أحمد عيسى	عضو هيئة تدريسية في قسم الاقتصاد بكلية الاقتصاد بجامعة دمشق.	دمشق
37	15	الدكتور عدنان غانم	عضو هيئة تدريسية في قسم الإحصاء بكلية الاقتصاد بجامعة دمشق – عميد كلية الاقتصاد سابقاً.	دمشق
38	16	الدكتور تيسير المصري	عضو هيئة تدريسية في قسم المحاسبة بكلية الاقتصاد بجامعة دمشق.	دمشق

الرقم		الاسم	المنصب / التوصيف الوظيفي	المدينة
39	17	الدكتور أحمد صهيوني	عضو هيئة تدريسية في قسم الإدارة العامة في المعهد العالي للتنمية الإدارية بدمشق.	دمشق
40	18	الدكتور عبد السلام راجح	باحث إسلامي وأستاذ جامعي – نائب رئيس مجلس إدارة فرع جامعة بلاد الشام (مجمع الشيخ أحمد كفتارو) للشؤون العلمية والبحث العلمي – مدرس في كلياتها – شغل سابقاً منصب عضو في مجلس الشعب.	دمشق
مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية				
41	1	الدكتور سامر قنطقجي	رئيس تحرير مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية – شغل سابقاً منصب مدير فرع بنك سورية الدولي الإسلامي في حماة.	حماة
نقابة المهن المالية والمحاسبية والمحاسبين القانونيين				
42	1	الأستاذ محمد زهير تيناوي	رئيس نقابة المهن المالية والمحاسبية – محاسب قانوني – عضو لجنة الموازنة والحسابات في مجلس الشعب للدور التشريعي الثاني والثالث.	دمشق
43	2	الدكتورة هلا المالح	دكتوراه في المؤسسات المالية الإسلامية – محاسب قانوني.	دمشق
غرفة تجارة دمشق				
44	1	الأستاذ محمد صبحي الحلاق	نائب مدير غرفة تجارة دمشق.	دمشق
الباحثون والمحللون الاقتصاديون والماليون				
45	1	الدكتور ياسر محمد علوش	رئيس دائرة التخطيط والتعاون الدولي في مديرية التربية في طرطوس – محلل بيانات ونظم – خبير ومحلل اقتصادي في مجلة جامعة طرطوس وتشرين والبعث وحماة – مدرب ومحكم في مجال ريادة الأعمال مع برنامج الأمم المتحدة الإنمائي (UNDP).	طرطوس
46	2	الأستاذ محمد سلوم	باحث ومحلل اقتصادي – جريدة الاقتصادية، محافظة دمشق.	دمشق
47	3	الأستاذ زكريا داوود قادو	خبير مالي – عضو في اللجنة العلمية لجمعية المحللين الماليين – محاسب قانوني.	دمشق

Hasnaa.alasali@gmail.com Tel : 947801980

الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المعهد العالي لإدارة الأعمال

HIBA
HIGHER INSTITUTE OF BUSINESS ADMINISTRATION

مقابلة بحثية (رسالة ماجستير)

عنوان البحث: تفعيل الصكوك السيادية في سورية كأداة تعزيز سوق التمويل: العقبات والفرص المستقبلية المحتملة من وجهة نظر الخبراء المختصين، (في ضوء دراسة تجارب بعض الدول)

مقدمه:

حسناء صافي العسلي، إجازة في الاقتصاد – اختصاص محاسبة – جامعة دمشق، طالبة ماجستير إدارة أعمال، اختصاص مصارف إسلامية (دفعة 12، 2024–2025)، في المعهد العالي لإدارة الأعمال (HIBA).

السيد الفاضل/ة المحترم ة،

أتوجه إليكم بكامل الاحترام والتقدير، والامتنان رجاءَ أن أحظى من وقتكم الثمين لإجراء مقابلة بحثية قيّمة معكم، " بغرض إعداد مشروع لنيل درجة الماجستير"، فأنا على علم بمكانتكم المرموقة كأحد أبرز الخبراء والمختصين في مجال تفعيل الصكوك السيادية في سورية، وأؤمن بأن رؤيتكم وخبراتكم ستكون ذات قيمة كبيرة لإثراء بحثي العلمي بشأن هذا الموضوع الهام، لقد بنيت هذا البحث على آراء وتوجيهات نخبة متميزة من صناع القرار والخبراء الاقتصاديين والماليين المرموقين مثلكم، وأتطلع بشغف إلى الاستفادة من رؤاكم الثاقبة حول العقبات والفرص المستقبلية المحتملة لتفعيل هذه الأداة التمويلية المهمة في سورية.

سأكون ممتنة لإتاحتكم لي الفرصة لتنوير بحثي ببصيرتكم القيّمة، أشكركم مقدماً على حسن تعاونكم، وأتطلع إلى لقائكم بكل اعتزاز وتقدير، تفضلوا بقبول فائق الاحترام والتقدير،

الطالبة: حسناء صافي العسلي المشرف: الدكتور حسين علي قبلان

ملاحظة:

- يتم إجراء المقابلة حسب رغبتكم سواء،(شخصية مباشرة☐ صوتية Online ☐ بريد الكتروني☐).
- أود أن أوضـــح لكم أنه يمكنكم اختيار ماترغبون به وترونه مناســباً لكم فيما يلي، وفي حال كان لديكم أي تحفظات يرجى إخباري:

1- أن أقوم بالإشـارة إلى اسـمكم الكريم مع إجاباتكم التي طرحتموها، بناءً على آرائكم وتجاربكم، وهذه رؤى شخصية مهمة وتعزز من ثقة المعلومات. ☐ √ أو ×

2- تحليل البيانات بشكل عام ، دون الإشارة إلى اسمكم الكريم أو ربط الإجابات بالاسم.

☐ √ أو ×

تمهيد: تعتبر الصـكوك السـيادية التي تصـدرها الحكومات أدوات مالية تمويلية جديدة ومبتكرة، بديلة عن السندات التقليدية ذات الفائدة، إذ تتوافق مع أحكام وضـوابط الشريعة الإسـلامية، تقوم على مبدأ المشـاركة في الربح والخسـارة وأرباحها من ناتج نشـاطها، تعمل على دمج التمويل بالملكية فهي تمثل حصـصـاً شـائعة في ملكية موجودات وتطرح متسـاوية القيمة، تسـاعد الحكومات في إدارة السـيولة وتمويل برامجها، تتسم بالثقة والأمان حيث يتم ضمانها بموجب التزامات الدولة.

وفي ظل الظروف والتحديات الاقتصـــادية والمالية الســائدة التي تواجهها ســورية تبرز أهمية تفعيل الصـــكوك الســـيادية كأداة تمويلية واعدة لإعادة إعمار ســـورية مابعد الحرب وتنشـــيط القطاعات الاقتصـــادية المتضـــررة وتطوير البنية التحتية وتمويل الإنفاق العام ومعالجة عجز الموازنة العامة، وذلك من خلال جمع فائض الأموال واستقطاب المدخرات من المستثمرين وأصحاب المال، في سبيل تعزيز النمو الاقتصادي والاجتماعي.

أسئلة المقابة للبحث العلمي

1- في رأيكم ماهي أهم الإيجابيات ونقاط القوة التي تُميز الصـكوك السـيادية مقارنةً بالأوراق المالية الأخرى في السوق المالي ؟

2- ماهي أهم المتطلبات (الجوانب -الإجراءات-التشـريعات-الإصـلاحات) التي ترونها ضـرورية لتفعيل وتمكين إصدار الصكوك السيادية في سورية؟

3- ما هي أبرز (الفرص- المزايا) المستقبلية المحتملة التي قد تجنيها سورية على المستوى الحكومي والاقتصاد العام والمجتمع، من تفعيل استخدام الصكوك السيادية، في رأيكم؟

4- كيف يمكن أن تساهم الصكوك السيادية في تعزيز -تطوير، سوق التمويل والاستثمار في سورية، وتنويع مصادر التمويل الحكومي؟

5- ما هي أبرز(العقبات – التحديات- المخاطر) التي قد تواجه تطبيق-إطلاق برنامج- الصكوك السيادية في سورية من وجهة نظركم؟

6- ما هي الخطط والمبادرات المستقبلية التي يتوجب على الحكومة السورية اتخاذها لتشجيع وقبول ونجاح التعامل بالصكوك السيادية ؟

7- ما هي توقعاتكم حول مدى إقبال المستثمرين المحليين والأجانب على الصكوك السيادية السورية في المرحلة المقبلة ؟

8- ما هي المقترحات والتوصيات للجهات المعنية لتذليل العقبات وتعزيز الفرص المتاحة لتطبيق الصكوك السيادية في سورية بما يساهم في تطوير سوق التمويل المحلي "سوق دمشق للأوراق المالية" ؟

9- كيف ترون دور الجهات الحكومية (وزارة المالية ومصرف سورية المركزي) في تنشيط وتطوير سوق الصكوك السيادية في سورية؟

10- ماهو دور الجهات الإشرافية الرقابية (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية) في تنشيط وتطوير سوق الصكوك السيادية في سورية؟

11- مادور البحث العلمي والتعليم الأكاديمي والمهني في التعريف عن الصكوك السيادية و نشر الوعي والقَبول المجتمعي ؟

12- ما مدى استعدادكم كمستثمر محتمل للتعامل بالصكوك السيادية السورية في المستقبل؟

13- في ظل الوضع الاقتصادي الحالي والظروف السائدة في سورية، في رأيكم ماهي المشاريع الأكثر أهمية والتي تشكل أولوية ملحة لمرحلة إعادة الإعمار والتنمية ما بعد الحرب، والتي يمكن النظر إلى الصكوك السيادية كأداة محتملة مناسبة لتمويلها؟

أجوبة المقابلة للبحث العلمي

لكم مني" حسناء صافي العسلي" جزيل الشكر والعرفان ..