صناديق الثروة السيادية في الاقتصادات المحدودة الموارد: تحليل الجدوى المؤسسية وتعبئة الأصول مع أدلة من سورية

د. محمد بدر داود [1]

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل إمكانية إنشاء صندوق سيادي في الاقتصادات محدودة الموارد وعالية المخاطر، مع تطبيق تحليلي على الحالة السورية. وتعتمد الدراسة إطاراً تحليلياً يجمع بين التحليل المؤسسي المقارن، وتقدير إمكانات الأصول العامة القابلة للرسملة، وتحليل فجوات الحوكمة وفق مبادئ سانتياغو.

وتشير النتائج إلى أن الصناديق السيادية لم تعد حكراً على الدول الغنية بالموارد، إذ يمكن لبعض آليات الرسملة البديلة، مثل تفعيل الأصول الحكومية غير المستغلة وتخصيص إيرادات محددة، أن تشكل أساساً تمويلياً ممكناً. إلا أن تحليل الحالة السورية يكشف عن فجوات جوهرية في الحوكمة، والشفافية، واستقلالية الإدارة، ووضوح مصادر التمويل والهدف الاقتصادي.

وتخلص الدراسة إلى أن إنشاء صندوق سيادي في سورية يمثل خياراً نظرياً مشروطاً بإصلاحات مؤسسية عميقة وبناء إطار حوكمة مستقل، وربطه باستراتيجية وطنية شاملة لإدارة الأصول العامة. كما تسهم الدراسة في الأدبيات الناشئة حول الصناديق السيادية في الاقتصادات الهشة عبر ربط القدرة التمويلية بالجودة المؤسسية والبيئة الاقتصادية الكلية.

الكلمات المفتاحية: الصناديق السيادية، الحوكمة، الدول الهشة، الرسملة، سورية.

1 دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية من جامعة دمشق

Sovereign Wealth Funds in Resource-Constrained Economies: Institutional Feasibility and Asset Mobilization Analysis with Evidence from Syria

Mohamad Bader Daood [1]

ABSTRACT:

This study analysis the feasibility of establishing a sovereign wealth fund (SWF) in resource-constrained and high-risk economies, with a particular focus on the Syrian case. It develops an analytical framework combining comparative institutional analysis, public asset capitalization potential assessment, and governance gap evaluation based on the Santiago Principles.

The findings indicate that sovereign wealth funds are no longer exclusive to resource-rich economies, as alternative capitalization mechanisms—such as mobilizing underutilized public assets and earmarking specific fiscal revenues—can provide a viable funding base. However, the Syrian case reveals substantial institutional gaps in governance independence, transparency, financing clarity, and the definition of the fund's economic objectives.

The study concludes that establishing an SWF in Syria remains a conditional and theoretical option, contingent upon deep institutional reforms, the creation of an independent governance framework, and integration into a comprehensive national public asset management strategy. The study contributes to the emerging literature on sovereign wealth funds in fragile economies by linking capitalization capacity, institutional quality, and macroeconomic conditions.

KEYWORDS: Sovereign wealth funds, governance, fragile economies, capitalization, Syria

1 PhD in Finance and Banking from Damascus University

1-1- المقدمة

أصبحت الصناديق السيادية خلال العقود الأخيرة إحدى الأدوات التي تستخدمها الدول لإدارة الثروة العامة وتحويل الموارد أو الفوائض إلى أصول استثمارية طويلة الأجل. وقد ارتبط النموذج التقليدي لهذه الصناديق تاريخياً بالدول الغنية بالموارد الطبيعية أو ذات الفوائض الخارجية والمالية الكبيرة. غير أن التحولات في إدارة الأصول العامة، وتزايد الضغوط على المالية العامة، واتساع الحاجة إلى تمويل التنمية، أفرزت نماذج أحدث تسعى إلى استخدام مصادر رسملة بديلة، مثل الأصول الحكومية غير المستغلة، وعوائد الخصخصة، والإيرادات المالية المخصصة، والشراكات الاستثمارية.

ولا يعني هذا التحول أن الصندوق السيادي يمكن أن يشكل بديلاً عن الإصلاح المالي أو عن بناء مؤسسات عامة فعالة. فجدوى الصندوق في الاقتصادات محدودة الموارد تعتمد على توافر ثلاثة شروط مترابطة: قدرة واقعية على الرسملة من مصادر مستدامة، وإطار مؤسسي يضمن استقلالية القرار الاستثماري والرقابة والإفصاح، وبيئة اقتصادية كلية تسمح بإدارة أصول طويلة الأجل دون تحويل الصندوق إلى أداة لتمويل العجز قصير الأجل. ومن ثم، فإن السؤال لا يتعلق فقط بإمكان إنشاء الصندوق من الناحية القانونية، بل بمدى قابليته للتشغيل والاستمرار وفق معايير الحوكمة والاستدامة المالية.

ورغم اتساع الأدبيات المتعلقة بالصناديق السيادية، فإن جانباً كبيراً منها يركز على تجارب الدول ذات الفوائض النفطية أو الاحتياطيات الخارجية المرتفعة، وعلى أداء الصناديق القائمة واستراتيجياتها الاستثمارية. أما الدراسات التي تقيم قابلية تأسيس صندوق سيادي في اقتصاد هش ومحدود الموارد، وتجمع في إطار واحد بين تحليل مصادر الرسملة، والتقييم المؤسسي، والظروف الاقتصادية الكلية، فما تزال محدودة. وتزداد أهمية هذه الفجوة في الحالات التي تعاني من محدودية البيانات الرسمية وضعف

الإفصاح المالي، إذ لا يكفي نقل نماذج الصناديق الناجحة أو المقارنة الشكلية معها لتقييم جدوى تأسيس صندوق جديد.

تطرح الحالة السورية هذا الإشكال بوضوح. فالسياق الاقتصادي يتسم بضغوط على المالية العامة، وتراجع في القدرة الإنتاجية، وارتفاع درجة عدم اليقين، ومحدودية المعلومات العامة المتاحة بشأن الأصول الحكومية ومصادر تمويلها. وفي الوقت نفسه، يثير الإعلان عن إنشاء صندوق ذي طابع سيادي تساؤلات حول مصادر رسملته، وهيكله المؤسسي، ومدى اتساقه مع المبادئ الدولية الحاكمة للصناديق السيادية. لذلك لا تتعامل هذه الدراسة مع الصندوق المعلن بوصفه نموذجاً مكتمل البنية، بل بوصفه حالة تحليلية لاختبار شروط القابلية المؤسسية والمالية لتأسيس صندوق سيادي في بيئة عالية المخاطر.

وعليه، يتمثل سؤال الدراسة الرئيس في الآتي: ما مدى قابلية تأسيس صندوق سيادي في اقتصاد محدود الموارد وعالي المخاطر، وما الشروط التمويلية والمؤسسية والاقتصادية اللازمة لجعل هذا الصندوق قابلاً للتشغيل والاستدامة في الحالة السورية؟

وتسهم الدراسة في ثلاثة جوانب مترابطة. أولاً، توسع النقاش حول الصناديق السيادية من التركيز على النماذج القائمة على الفوائض إلى تحليل نماذج الرسملة البديلة في الاقتصادات محدودة الموارد. ثانياً، تقدم إطاراً تحليلياً يدمج تحليل إمكانات الأصول العامة مع التحليل المؤسسي المقارن وتقييم فجوات الحوكمة في البيئات محدودة البيانات. ثالثاً، تطبق هذا الإطار على الحالة السورية لتحديد الفجوات والشروط السابقة اللازمة قبل الانتقال من فكرة الصندوق إلى مؤسسة قابلة للتشغيل.

وتنظم الدراسة على النحو الآتي: يستعرض القسم الثاني الأدبيات والإطار المفاهيمي للصناديق السيادية والنماذج منخفضة الموارد؛ ويعرض القسم الثالث المنهجية وإطار التحليل؛ ثم يقيم القسم الرابع الحالة السورية؛ ويقدم القسم الخامس النتائج، فيما يعرض القسم السادس التوصيات والسياسات المقترحة، قبل أن تختتم الدراسة بأهم الاستنتاجات.

2-1 الدراسات السابقة:

تتناول الأدبيات المتعلقة بالصناديق السيادية ثلاثة مسارات رئيسة: مسار يركز على الحوكمة وإدارة الفوائض في الصناديق التقليدية، ومسار يبحث في أثر هذه الصناديق في الاستقرار الاقتصادي والمالي، ومسار أحدث يهتم بالنماذج التي تعتمد على مصادر رسملة غير تقليدية. ويتيح التمييز بين هذه المسارات تحديد حدود المعرفة المتاحة والفجوة التي تعالجها الدراسة الحالية.

يركز المسار الأول على الصناديق السيادية التي نشأت في الاقتصادات الغنية بالموارد الطبيعية أو ذات الفوائض المالية الكبيرة. وتبرز التجربة النرويجية بوصفها نموذجاً مرجعياً في هذا المجال؛ إذ تؤكد دراسة نصير وزين وغانية (2018) (نصير، أحمد، آخرون. 2018) أن فعالية الصندوق لا ترتبط بحجم الفوائض النفطية وحده، بل بوجود قواعد واضحة لإدارة الإيرادات، ومستويات مرتفعة من الشفافية، وربط القرار الاستثماري بأهداف التنمية طويلة الأجل. وباتجاه مماثل، تناولت دراسة Özgül (2019) (Özgül, 2019) بنية الحوكمة والاستراتيجية الاستثمارية للصندوق النرويجي، مبينة أن تنويع الأصول، واستقلالية الإدارة، وإدماج الاعتبارات الأخلاقية في الاستثمار تمثل عناصر أساسية في استدامة أداء الصندوق. كما قدمت دراسة Parry and Jan (2019) (Parry & Jan, 2019) مراجعة لتطور الصناديق السيادية وهياكلها وممارساتها الاستثمارية، ولفتت إلى أن ضعف الإفصاح يظل من أبرز مصادر المخاطر المؤسسية، ولا سيما في الدول التي لا تنشر بيانات تفصيلية عن نشاط الصناديق وأصولها.

ويركز المسار الثاني على الوظائف الاقتصادية الكلية للصناديق السيادية. فقد بينت دراسة (عبد الله (2018)، في سياق الاقتصادات العربية، أن الصناديق السيادية يمكن أن تسهم في دعم الاستقرار المالي وتعزيز الناتج المحلي الإجمالي عندما تكون مرتبطة بإدارة رشيدة للموارد العامة. كما خلصت دراسة (Elbadawi et al., 2018) إلى أن الصناديق السيادية قد تخفف من التقلبات الاقتصادية وتحسن استدامة السياسة المالية، غير أن هذا الأثر يتوقف على تصميم قواعد مالية واضحة تحد من استخدام موارد الصندوق في تمويل الإنفاق الحكومي قصير الأجل. وتؤكد هذه النتائج أن وجود الصندوق

بحد ذاته لا يضمن تحقيق الاستقرار، بل إن أثره يرتبط بنوعية قواعد التمويل والسحب، واستقلالية الإدارة، واتساقه مع السياسة المالية الكلية.

أما المسار الثالث، وهو الأكثر صلة بموضوع الدراسة، فيتناول التحول التدريجي نحو نماذج رسملة لا تعتمد حصراً على الفوائض النفطية أو الاحتياطيات الأجنبية. وتشير الأدبيات الحديثة إلى إمكان استخدام الأصول الحكومية غير المستغلة، وعوائد الخصخصة، والإيرادات الضريبية المخصصة، وبعض الأصول المعرفية أو الاستثمارية، بوصفها مصادر محتملة لرسملة كيانات استثمارية عامة طويلة الأجل. وفي هذا السياق، تشير الأدبيات التي ناقشت التحولات الحديثة في نماذج الصناديق السيادية إلى أن نجاح هذه النماذج يتطلب توافر مصدر تمويل محدد ومستدام، ونظام واضح لتقييم الأصول ونقلها، وإطار حوكمة يمنع تحول الصندوق إلى أداة مالية لتمويل العجز أو الإنفاق السياسي قصير الأجل.

ومع أهمية هذه الأدبيات، فإن معظمها يركز إما على تحليل أداء صناديق قائمة في دول غنية بالموارد، أو على دراسة آثار الصناديق السيادية بعد إنشائها، أو على عرض تجارب دولية منفردة. ولا تزال الدراسات التي تقيم قابلية تأسيس صندوق سيادي قبل إطلاقه في اقتصاد هش ومحدود الموارد محدودة، وبخاصة الدراسات التي تجمع بصورة منهجية بين ثلاثة أبعاد: إمكانات الرسملة من الأصول العامة أو الإيرادات المخصصة، والجودة المؤسسية والحوكمة، والظروف الاقتصادية الكلية التي تحدد قابلية الصندوق للتشغيل والاستمرار.

تتمثل الفجوة البحثية التي تعالجها هذه الدراسة في تقديم إطار تحليلي لتقييم قابلية تأسيس صندوق سيادي في اقتصاد محدود الموارد وعالي المخاطر، بدلاً من الاكتفاء بمقارنة شكلية بين الحالة السورية وتجارب الصناديق الناجحة. ويجمع هذا الإطار بين تحليل إمكانات الأصول العامة القابلة للرسملة، والتحليل المؤسسي المقارن بالاستناد إلى مبادئ سانتياغو، وتقييم الظروف الاقتصادية الكلية ذات

الصلة. ومن خلال تطبيق هذا الإطار على الحالة السورية، تسعى الدراسة إلى التمييز بين الإمكانية النظرية للرسملة وبين القابلية العملية لتشغيل صندوق سيادي مستدام.

1-3 مشكلة البحث:

شهدت العقود الأخيرة توسعاً كبيراً في دور الصناديق السيادية باعتبارها أدوات استراتيجية لإدارة الثروة العامة وتعزيز الاستقرار الاقتصادي وتنويع مصادر الدخل الوطني. وقد ارتبط النمط التقليدي لهذه الصناديق تاريخياً بالدول التي تمتلك فوائض مالية كبيرة، ولا سيما الناتجة عن الموارد الطبيعية أو الاحتياطيات الأجنبية.

غير أن التطورات الحديثة في إدارة المالية العامة أفرزت نماذج جديدة لصناديق سيادية أو كيانات شبيهة بها في دول محدودة الموارد، تعتمد على مصادر تمويل غير تقليدية مثل تفعيل الأصول الحكومية غير المستغلة، أو تخصيص إيرادات ضريبية محددة، أو إعادة هيكلة بعض الموارد العامة. إلا أن هذه التحولات لا تعني بالضرورة أن توفر مصادر التمويل يكفي وحده لضمان فعالية هذه الصناديق أو استدامتها، إذ تبقى قضايا الحوكمة، والشفافية، وتقييم الأصول، واستقلالية القرار الاستثماري عوامل حاسمة في تحديد طبيعتها الفعلية.

وتبرز الحالة السورية بوصفها حالة تطبيقية معاصرة، إذ تم الإعلان عن إنشاء صندوق سيادي سوري وبدأت عملية تفعيله في سياق اقتصادي يتسم بمحدودية الفوائض المالية التقليدية، وضغوط مرتفعة على المالية العامة، وتراجع القدرة الإنتاجية، وارتفاع درجة عدم اليقين الاقتصادي. غير أن المعلومات المتاحة لا تقدم صورة تفصيلية حول مصادر الرسملة الفعلية للصندوق، أو طبيعة الأصول المحوّلة إليه، أو أسس تقييمها، أو هيكله المؤسسي، أو آليات الإفصاح والرقابة، أو تحديد دقيق لوظيفته الاقتصادية والاستثمارية. وبناءً عليه، لا تنحصر الإشكالية البحثية في واقعة إنشاء الصندوق أو بدء تشغيله، بل تتمثل في تقييم مدى اكتمال مقوماته التمويلية والمؤسسية والحوكمية التي تؤهله للعمل بوصفه صندوقاً سيادياً مستداماً ومتسقاً مع المعايير الدولية.

وعليه تتمثل مشكلة البحث في:

تحليل وتقييم مقومات التشغيل والاستدامة للصندوق السيادي السوري في ضوء المعايير الدولية للصناديق السيادية، من خلال دراسة مصادر الرسملة، وهيكل الحوكمة، وشفافية الإفصاح، ومقارنة الحالة السورية بالتجارب الدولية ومبادئ سانتياغو.

وتتفرع عن هذه المشكلة الأسئلة الآتية:

1. ما الشروط التمويلية والمؤسسية اللازمة لتشغيل صندوق سيادي وفق المعايير الدولية؟
2. ما مدى توافق الهيكل الحالي للصندوق السيادي السوري مع مبادئ الحوكمة والشفافية؟
3. ما الفجوات الرئيسة بين النموذج السوري والممارسات الدولية في الصناديق السيادية؟
4. ما المتطلبات اللازمة لرفع قابلية الاستدامة المؤسسية والمالية للصندوق؟

1-4 أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من كونه يتناول فجوة بحثية تتعلق بتقييم الصناديق السيادية في مرحلة التأسيس أو التشغيل المبكر، وليس فقط تحليل أدائها بعد النضج. فمعظم الأدبيات تركز على الصناديق القائمة في دول ذات فوائض مالية مستقرة، بينما تقل الدراسات التي تتناول حالات دول تعاني من قيود مالية ومؤسسية وتحاول إنشاء أو تفعيل صناديق سيادية في بيئات عالية المخاطر.

وتكمن الأهمية العلمية في تقديم إطار تحليلي يدمج بين مصادر الرسملة البديلة، ومتطلبات الحوكمة، ومؤشرات الاستدامة المؤسسية، بما يسمح بفهم أكثر دقة لطبيعة الصناديق السيادية في البيئات الهشة.

أما الأهمية التطبيقية فتتمثل في تقديم قراءة تقييمية للحالة السورية بوصفها حالة تطبيقية معاصرة، بما يساعد على تحديد الفجوات المؤسسية والمالية والحوكمية التي ينبغي معالجتها لضمان فعالية الصندوق واستدامته.

1-5 أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تقييم مقومات التشغيل والاستدامة للصندوق السيادي السوري في ضوء المعايير الدولية للصناديق السيادية، وذلك من خلال:

1. تحليل الأسس النظرية للصناديق السيادية ومصادر تمويلها التقليدية والبديلة.
2. دراسة التجارب الدولية في إنشاء صناديق أو كيانات سيادية في بيئات محدودة الموارد.
3. بناء إطار تحليلي يربط بين مصادر الرسملة، والحوكمة، والاستدامة المؤسسية.
4. تقييم الحالة السورية في ضوء مبادئ سانتياغو والمعايير الدولية ذات الصلة.
5. تحديد الفجوات المؤسسية والمالية والحوكمية في النموذج السوري.
6. تقديم توصيات لتعزيز قابلية الاستدامة والتشغيل للصندوق

1-6 فرضيات البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث وأهدافه، يمكن صياغة الفرضيات التالية التي سيتم اختبارها من خلال المنهجية التحليلية والمقارنة الدولية المعتمدة:

استناداً إلى مشكلة البحث وأهدافه، تُفحص الفرضيات الآتية تحليلياً في ضوء الأدبيات والتجارب الدولية:

1- ما هي آليات ومصادر الرسملة البديلة المتاحة للصناديق السيادية في الاقتصادات محدودة الموارد، وما مدى استدامتها وملاءمتها المؤسسية للتشغيل؟
2- كيف تؤثر هياكل الحوكمة ومستويات الشفافية والإفصاح على فعالية الصناديق السيادية واستدامتها في البيئات عالية المخاطر؟
3- ما مدى انسجام النماذج المؤسسية للصناديق السيادية في الاقتصادات الهشة مع مبادئ سانتياغو الدولية للحوكمة؟
4- ما هي المتطلبات الاستراتيجية والمؤسسية اللازمة لدمج الصناديق السيادية في إطار وطني شامل لإدارة المالية العامة والأصول الحكومية؟

1-7 منهج البحث:

تعتمد الدراسة منهجاً تحليلياً مقارناً ذا طابع نوعي يهدف إلى تقييم مقومات التشغيل والاستدامة للصندوق السيادي السوري في ضوء المعايير الدولية، وليس إلى اختبار علاقات كمية أو إحصائية.

ويقوم منهج الدراسة على ثلاثة محاور رئيسة:

أولاً: تحليل نظري للأدبيات المتعلقة بالصناديق السيادية، ومصادر تمويلها، ومبادئ الحوكمة والإفصاح، بما في ذلك مبادئ سانتياغو، بهدف تحديد الإطار المرجعي المعياري للدراسة.

ثانياً: تحليل مقارن للتجارب الدولية ذات الصلة، مع التركيز على النماذج التي اعتمدت على مصادر تمويل غير تقليدية أو عملت في بيئات محدودة الموارد، لاستخلاص العوامل المؤثرة في نجاحها أو تعثرها.

ثالثاً: تحليل تطبيقي للحالة السورية، من خلال تقييم مصادر الرسملة المحتملة، وبنية الحوكمة، وآليات الإفصاح، بالاعتماد على المعلومات والبيانات المتاحة، ومقارنة ذلك بالمعايير الدولية.

ويهدف هذا الدمج إلى بناء إطار تفسيري متكامل يسمح بتقييم مدى قابلية الصندوق السيادي السوري للاستدامة التشغيلية والمالية والمؤسسية.

2- الصناديق السيادية:

2-1 مفهوم الصناديق السيادية

شهد مفهوم الصناديق السيادية تطوراً ملحوظاً خلال العقود الأخيرة، وتباينت التعريفات المقدمة لها تبعاً لاختلاف مصادر التمويل، والأهداف الاستثمارية، والأطر المؤسسية التي تعمل ضمنها. ويعود هذا التباين إلى الطبيعة المركبة لهذه الصناديق؛ فهي تجمع بين ملكية الدولة للأصول وبين إدارتها وفق أهداف اقتصادية واستثمارية طويلة الأجل، بما يميزها عن الأدوات التقليدية لإدارة المالية العامة.

وتعرّف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الصناديق السيادية بأنها ترتيبات أو محافظ استثمارية مملوكة للدولة، تُدار لتحقيق أهداف وطنية طويلة الأجل، ويمكن أن تُموَّل من فوائض ميزان المدفوعات،

أو عوائد الموارد الطبيعية، أو الاحتياطيات الأجنبية، أو مصادر حكومية أخرى (Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD], 2008) ويركز هذا التعريف على الملكية العامة للأصول وعلى البعد طويل الأجل في توظيفها.

وفي الاتجاه نفسه، تشير مبادئ سانتياغو إلى أن الصناديق السيادية هي صناديق أو ترتيبات استثمارية ذات أغراض خاصة، تملكها الحكومة العامة، وتُنشأ لتحقيق أهداف اقتصادية كلية، وتستثمر في أصول مالية وفق سياسات استثمارية محددة. ويؤكد هذا المنظور أن الصندوق السيادي ليس مجرد وعاء مالي تابع للدولة، بل كيان استثماري يفترض أن يمتلك هدفاً معلناً، وإطاراً قانونياً، وسياسة استثمارية، ونظاماً للحوكمة وإدارة المخاطر (International Working Group of Sovereign Wealth Funds [IWG], 2008)

كما يعرّف ترومان الصناديق السيادية بوصفها ترتيبات حكومية لإدارة أصول مالية، غالباً ما تكون منفصلة نسبياً عن الاحتياطيات الرسمية للبنك المركزي، وتُخصص لتحقيق أهداف مثل الاستقرار الاقتصادي الكلي، والادخار بين الأجيال، وتنويع مصادر الدخل، أو دعم أهداف التنمية طويلة الأجل (Truman, 2007)، ويضيف كيميت أن الصناديق السيادية تتميز بقدرتها على الاستثمار طويل الأجل وتحمل مستويات أعلى من المخاطر مقارنة بإدارة الاحتياطيات الرسمية، بما يسمح بتنويع المحافظ وتعظيم العائد المعدل بالمخاطر (Kimmitt, 2008).

وبناءً على هذه التعريفات، يمكن تحديد الخصائص الرئيسة للصندوق السيادي في العناصر الآتية:

- ملكية الدولة الكاملة أو النهائية للأصول.
- وجود مصدر تمويل أو رسملة محدد وقابل للتتبع.
- وجود هدف اقتصادي أو استثماري طويل الأجل ومعلن.
- إدارة استثمارية مستقلة نسبياً عن القرارات المالية قصيرة الأجل.
- وجود إطار قانوني ومؤسسي يحدد الصلاحيات والمسؤوليات.

- الالتزام بقواعد الحوكمة والشفافية والإفصاح وإدارة المخاطر.

وتساعد هذه الخصائص على التمييز بين الصندوق السيادي وبين الاحتياطيات الأجنبية التي يديرها البنك المركزي لأغراض السيولة والاستقرار النقدي، وبين صناديق التقاعد التي ترتبط بالتزامات محددة تجاه المشتركين، وبين الشركات العامة التي يكون هدفها الأساسي تقديم خدمة أو إنتاج سلعة، لا إدارة محفظة استثمارية عامة مستقلة.

وعلى ضوء ذلك، تعتمد الدراسة وفق وجهة نظر الباحث التعريف الإجرائي الآتي:

الصندوق السيادي هو كيان استثماري مملوك للدولة، يتمتع بإطار قانوني ومؤسسي محدد، ويُموَّل من مصادر رسملة معلنة وقابلة للاستدامة، ويهدف إلى إدارة واستثمار الأصول العامة لتحقيق أهداف اقتصادية طويلة الأجل، وفق قواعد واضحة للحوكمة والشفافية وإدارة المخاطر، سواء تم توظيف أصوله محلياً أو خارجياً.

2-2 نشأة، نمو وتطور الصناديق السيادية:

ترتبط النشأة الحديثة للصناديق السيادية بظهور ترتيبات حكومية هدفت إلى إدارة الفوائض المتأتية من الموارد الطبيعية واستثمارها على المدى الطويل. وتُعد تجربة هيئة الاستثمار الكويتية، التي تعود جذورها إلى عام 1953 (Kuwait Investment Authority [KIA], 2023)، من أقدم النماذج المعاصرة في هذا المجال، إذ قامت على توظيف جزء من العوائد النفطية بهدف الحفاظ على الثروة وتنويع مصادر الدخل عبر الزمن. وتبعتها لاحقاً تجارب أخرى، من أبرزها شركة تيماسيك القابضة في سنغافورة عام 1974، وجهاز أبو ظبي للاستثمار عام 1976، ثم الصندوق الحكومي النرويجي الذي تطور لاحقاً إلى أحد أبرز النماذج المرجعية في الحوكمة والإفصاح والاستثمار طويل الأجل (International Forum of Sovereign Wealth Funds [IFSWF], 2024).

وقد دخل مصطلح «صندوق الثروة السيادية» الاستخدام الأكاديمي والمهني الواسع بعد طرحه من قبل روزانوف في عام 2005، في سياق توصيف الدور المتنامي للأصول الحكومية الاستثمارية في الأسواق المالية العالمية (Rozanov, 2005)، ومنذ ذلك الحين، توسع انتشار هذه الصناديق من حيث العدد وحجم الأصول وتنوع الأهداف، وأصبحت تشمل نماذج للادخار بين الأجيال، وتحقيق الاستقرار المالي، وتمويل التنمية، وإدارة الاحتياطيات أو الأصول العامة ذات الطابع الاستثماري (Al-Hassan et al., 2013).

ومع أن الموارد الطبيعية والفوائض الخارجية شكلت المصدر التاريخي الرئيس لرسملة معظم الصناديق السيادية، فإن تطور إدارة الأصول العامة خلال العقدين الأخيرين أظهر تنوعاً أكبر في مصادر التمويل. فقد نشأت أو تطورت بعض الكيانات الاستثمارية العامة اعتماداً على عوائد الخصخصة، وتحويل ملكية الشركات والأصول الحكومية، وتخصيص إيرادات ضريبية أو رسوم محددة، وإدارة محافظ من الأصول التجارية والعقارية. ولا يعني ذلك أن جميع هذه الكيانات تنطبق عليها بالضرورة صفة الصندوق السيادي وفق التعريفات الضيقة، لكنه يعكس اتجاهاً متزايداً نحو استخدام أدوات استثمارية عامة لإدارة الثروة والأصول الوطنية في سياقات لا تعتمد حصراً على الفوائض النفطية.

ويكتسب هذا التحول أهمية خاصة للدول محدودة الموارد، إذ ينقل النقاش من سؤال توافر الفائض المالي التقليدي إلى سؤال أكثر تعقيداً: هل تستطيع الدولة تحديد أصول قابلة للتقييم والتحويل، وتأمين تدفقات تمويل مستدامة، وبناء هيكل حوكمة مستقل يضمن عدم استخدام الصندوق كأداة للتمويل قصير الأجل؟ ومن ثم، فإن تطور الصناديق السيادية لا يُقاس فقط بزيادة عددها أو حجم أصولها، بل بتطور نماذج رسملتها، وأهدافها، ودرجة استقلاليتها المؤسسية.

وتُظهر التجارب الدولية أن الصناديق التي تستند إلى موارد مستقرة وقواعد مالية واضحة وإفصاح منتظم تكون أكثر قدرة على تحقيق أهدافها طويلة الأجل. أما الصناديق التي تُنشأ دون تحديد دقيق لمصدر الرسملة أو دون فصل واضح بين الملكية العامة والإدارة الاستثمارية، فتواجه مخاطر التحول إلى هياكل شكلية أو إلى أدوات مالية خاضعة للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل (Truman,

2007). ويشكّل هذا الاستنتاج أساساً تحليلياً مهماً لتقييم الصندوق السيادي السوري في الأقسام اللاحقة..

2-3 الأسس النظرية والتجارب الناشئة للصناديق السيادية في الدول منخفضة الموارد

شهدت الأدبيات المتعلقة بالصناديق السيادية تحولاً تدريجياً في فهم مصادر رسملتها ووظائفها الاقتصادية. فقد ارتبط النموذج التقليدي للصندوق السيادي تاريخياً بالدول التي تمتلك فوائض كبيرة من صادرات الموارد الطبيعية، أو احتياطيات أجنبية مرتفعة، أو فوائض مستمرة في الحساب الجاري. إلا أن التطورات الاقتصادية والمؤسسية خلال العقدين الأخيرين وسّعت النقاش ليشمل إمكان توظيف أدوات الاستثمار العام وإدارة الأصول الحكومية في دول لا تمتلك هذه الفوائض التقليدية، شريطة التمييز بين الصناديق السيادية بالمعنى الضيق وبين الصناديق التنموية والكيانات الاستثمارية العامة ذات الأهداف الوطنية طويلة الأجل (Al-Hassan et al., 2013).

وفي هذا السياق، لم يعد السؤال مقتصراً على حجم الفائض المالي المتاح، بل أصبح مرتبطاً بقدرة الدولة على حصر أصولها العامة، وتقييمها بصورة مهنية، وتحويل الأصول القابلة للاستثمار إلى قاعدة رأسمالية منتجة. وتشمل هذه الأصول الشركات الحكومية القابلة لإعادة الهيكلة، والأصول العقارية غير المستغلة، وحقوق الامتياز، والبنى التحتية ذات الإيرادات المحتملة، وحصص الدولة في المشروعات التجارية، إضافة إلى تدفقات مالية مخصصة قانونياً مثل بعض الضرائب أو الرسوم. غير أن تحويل هذه الأصول إلى مصدر تمويل مستدام يتطلب وجود سجل وطني للأصول، وقواعد محاسبية واضحة، وفصل مؤسسي بين الجهة المالكة للأصول والجهة المسؤولة عن إدارتها الاستثمارية (World Bank, 2020).

وقد برزت في هذا الإطار نماذج لصناديق أو كيانات استثمارية عامة تعتمد على مصادر تمويل بديلة عن الفوائض النفطية. ففي لوكسمبورغ، أُنشئ صندوق الأجيال بهدف دعم الاستدامة المالية طويلة الأجل، واعتمد في تمويله على تحويلات مالية محددة ضمن الموازنة العامة، بما يوضح إمكانية بناء

أدوات ادخارية عامة في الاقتصادات غير النفطية عند توافر قواعد قانونية وتمويلية واضحة (Government of Luxembourg, 2015–2022)، كما تمثل تجربة مالطا مثالاً على توجيه جزء من الإيرادات المتأتية من برامج الاستثمار والإقامة إلى صندوق وطني للتنمية والمشروعات ذات المنفعة العامة، حيث يتمتع الصندوق بشخصية قانونية مستقلة وهيكل حوكمة محدد قانوناً (National Development and Social Fund [NDSF], 2026).

وفي مجال مختلف، تقدم تجارب إدارة الملكية الفكرية نموذجاً مكملاً لفكرة تفعيل الأصول غير المادية. فعلى سبيل المثال، تعمل شركة IP Bridge اليابانية على إدارة واستثمار براءات الاختراع والأصول الفكرية غير المستغلة، من خلال تطوير استراتيجيات الترخيص والتسويق والاستثمار المرتبط بالابتكار. ولا يمثل هذا النموذج صندوقاً سيادياً بالمعنى التقليدي، لكنه يوضح كيف يمكن للدولة أو للقطاع العام تحويل الأصول غير المادية إلى مصادر قيمة اقتصادية وعوائد محتملة (IP Bridge, 2026).

وتشير هذه التجارب إلى أن الدول منخفضة الموارد تستطيع، من حيث المبدأ، بناء أدوات استثمارية عامة طويلة الأجل اعتماداً على مصادر بديلة؛ إلا أن نجاحها لا يرتبط بمجرد نقل الأصول أو تخصيص الإيرادات، بل يتوقف على جودة الحوكمة، ووضوح التفويض القانوني، واستدامة التدفقات التمويلية، ووجود سياسة استثمارية مستقلة عن الضغوط المالية والسياسية قصيرة الأجل. وتؤكد مبادئ سانتياغو أن الإطار القانوني الواضح، وتحديد الأهداف، والشفافية، والمساءلة، وإدارة المخاطر، تشكل عناصر أساسية لضمان أن تعمل الصناديق الاستثمارية العامة وفق أهداف اقتصادية طويلة الأجل لا كأدوات تمويل مباشر للموازنة العامة (International Forum of Sovereign Wealth Funds [IFSWF], 2022).

ومع ذلك، تواجه النماذج الناشئة في الدول منخفضة الموارد تحديات أكثر حدة من الصناديق التقليدية، أهمها محدودية البيانات المتعلقة بالأصول العامة، وضعف القدرة على التقييم المالي، وتداخل الأهداف التنموية مع الاعتبارات السياسية، وارتفاع مخاطر استخدام الصندوق لتغطية العجز المالي أو

تمويل الإنفاق الجاري. لذلك، فإن إنشاء صندوق أو كيان استثماري عام في هذه البيئات ينبغي أن يسبقه إصلاح في إدارة الأصول العامة، وتطوير منظومة الإفصاح المالي، وبناء آليات رقابة مستقلة، وربطه باستراتيجية اقتصادية وطنية واضحة. وتكتسب هذه الاعتبارات أهمية خاصة عند الانتقال إلى تحليل الحالة السورية، حيث لا تكمن المسألة في إعلان إنشاء الصندوق بحد ذاته، بل في مدى توافر المقومات المالية والمؤسسية التي تمنحه صفة صندوق سيادي فعّال وقابل للاستدامة.

3- الحالة السورية الراهنة: تقييم مدى توافق الصندوق السيادي السوري مع معايير الصناديق السيادية:

أُحدث الصندوق السيادي السوري بموجب المرسوم رقم (113) لعام 2025 بوصفه مؤسسة ذات طابع اقتصادي تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وترتبط برئاسة الجمهورية. وقد حدد المرسوم أهدافاً عامة للصندوق تتمثل في تنفيذ مشروعات تنموية وإنتاجية مباشرة، والاستثمار الأمثل للموارد البشرية والمادية والخبرات الفنية، وتنشيط الاقتصاد الوطني من خلال استثمارات مدروسة ومتنوعة، وتحويل الأصول الحكومية غير المفعلة إلى أدوات للإنتاج والتنمية (رئاسة الجمهورية العربية السورية، 2025).

وتكشف مقارنة هذا الإطار المعلن مع المبادئ الدولية الحاكمة للصناديق السيادية، ولا سيما مبادئ سانتياغو، عن وجود فجوة بين الإطار القانوني العام ومتطلبات الإفصاح والتنفيذ المؤسسي اللازمة لتقييم الصندوق بوصفه صندوقاً سيادياً مكتمل المقومات. فمبادئ سانتياغو لا تقتصر على إنشاء كيان يتمتع بالشخصية القانونية أو الاستقلال المالي والإداري، بل تتطلب وضوحاً في مصدر التمويل، وتحديداً دقيقاً للأهداف الاقتصادية، وفصلاً عملياً بين الملكية والإدارة، وإدارة مستقلة للمخاطر، وإفصاحاً منتظماً عن الأصول والسياسات الاستثمارية والأداء المالي (International Forum of Sovereign Wealth Funds [IFSWF], 2008).

وتوفر التجربة الدولية قاعدة مقارنة مفيدة في هذا السياق. فقد بلغت أصول الصناديق السيادية العالمية مستويات مرتفعة خلال السنوات الأخيرة، مع تركز نسبة كبيرة من الأصول لدى عدد محدود من الصناديق الكبرى. إلا أن أهمية هذه التجارب لا تكمن في حجم الأصول فقط، بل في اعتماد معظم الصناديق الكبرى على مصادر رسملة محددة ومستقرة، مثل عوائد الموارد الطبيعية، وفوائض الحساب الجاري، والاحتياطيات الأجنبية، أو الأصول الحكومية المحولة وفق ترتيبات قانونية ومحاسبية معلنة (Global SWF, 2023).

فعلى المستوى المالي، يحدد المرسوم السوري هدف تحويل الأصول الحكومية غير المفعلة إلى أدوات إنتاج وتنمية، لكنه لا يوضح، ضمن المعلومات العامة المتاحة، قائمة الأصول التي ستُنقل إلى الصندوق، أو منهجية تقييمها، أو قيمتها الدفترية والسوقية، أو الجدول الزمني لتحويلها، أو نسبة الأصول التي ستبقى تحت ملكية الدولة المباشرة. كما لا تتوافر بيانات منشورة بصورة كافية حول مصادر الرسملة الأولية أو التدفقات المالية الدورية التي يمكن أن تؤمن استدامة نشاط الصندوق. ويحد هذا النقص في المعلومات من القدرة على تقييم القاعدة الرأسمالية الفعلية للصندوق، حتى مع وجود هدف معلن لتفعيل الأصول الحكومية غير المستغلة (الوكالة العربية السورية للأنباء [سانا]، 2025).

وعلى المستوى المؤسسي، يشير الإطار المعلن إلى الاستقلال المالي والإداري وإلى وجود مجلس إدارة ومدير عام للصندوق. غير أن تقييم الاستقلالية الفعلية يتطلب توافر معلومات أكثر تفصيلاً حول آلية تعيين أعضاء مجلس الإدارة، ومعايير الكفاءة والاستقلال، ومدد العضوية، وقواعد تضارب المصالح، وحدود تدخل الجهة المالكة في القرارات الاستثمارية، وطبيعة العلاقة بين الصندوق والجهات الحكومية الأخرى. وتعد هذه العناصر ضرورية للتمييز بين الاستقلال المنصوص عليه قانوناً والاستقلال التشغيلي الفعلي الذي تؤكد عليه مبادئ سانتياغو (Al-Hassan et al., 2013).

وفيما يتعلق بالشفافية، ينص الإعلان الرسمي على إعداد تقارير ربع سنوية وسنوية، وعلى التدقيق المالي عبر أجهزة مستقلة عن الصندوق. ومع ذلك، فإن الالتزام الفعلي بمعايير الإفصاح الدولية لا يمكن قياسه من خلال النص وحده، بل من خلال نشر التقارير المالية، وبيانات الأصول، والسياسة

الاستثمارية، ومؤشرات الأداء، وإدارة المخاطر، ونتائج التدقيق، وإتاحة هذه المعلومات للجمهور بصورة دورية ومنهجية. ومن ثم، فإن التحدي لا يتمثل في غياب مبدأ الإفصاح من الإطار المعلن، بل في الحاجة إلى تحويله إلى ممارسة مؤسسية قابلة للتحقق والتقييم (سانا، 2025).

كما أن الصندوق السوري يبدو، وفق أهدافه المعلنة، أقرب إلى نموذج صندوق تنموي واستثماري عام يركز على تفعيل الأصول الحكومية وتمويل المشروعات الإنتاجية والتنموية، وليس إلى نموذج صندوق الادخار بين الأجيال أو صندوق استقرار مالي يعتمد على استثمار فوائض خارجية. ولا يمثل ذلك نقطة ضعف بحد ذاته، لأن الأدبيات الحديثة تقر بتعدد نماذج الصناديق الاستثمارية العامة. إلا أن نجاح هذا النموذج يتطلب تحديداً أكثر دقة للوظيفة الأساسية للصندوق، وحدود تدخله في الاقتصاد، ومعايير اختيار المشروعات، وسياسة توزيع العوائد، والعلاقة بين أهداف الربحية والأهداف التنموية (World Bank, 2020).

ويتصل ذلك بطبيعة البيئة الاقتصادية السورية، التي تتسم بارتفاع عدم اليقين، وضعف القدرة على توليد فوائض مالية مستقرة، وتراجع كفاءة عدد من الأصول العامة، وصعوبات في جذب التمويل والاستثمار طويل الأجل. ولا تمنع هذه الظروف إنشاء صندوق سيادي أو كيان استثماري عام من حيث المبدأ، لكنها ترفع بصورة كبيرة أهمية الحوكمة، والتقييم المهني للأصول، وإدارة المخاطر، وضمان عدم استخدام الصندوق لتمويل الإنفاق الجاري أو معالجة العجز المالي قصير الأجل.

وبناءً على ذلك، لا يصح توصيف الصندوق السيادي السوري بأنه مجرد فكرة أولية أو إطار نظري غير مكتمل، لأنه أُنشئ بموجب مرسوم رسمي وحددت له شخصية قانونية وأهداف عامة وآليات رقابية معلنة. إلا أنه لا يمكن، استناداً إلى المعلومات العامة المتاحة، الجزم بتوافقه العملي الكامل مع المعايير الدولية للصناديق السيادية. والأدق وصفه بأنه صندوق سيادي أو كيان استثماري عام في مرحلة التأسيس المؤسسي، تتوقف قدرته على اكتساب صفة صندوق سيادي فعّال ومستدام على الإفصاح عن مصادر رسملته، وتقييم أصوله، وبناء حوكمة تشغيلية مستقلة، ونشر تقارير دورية قابلة للتحقق.

ومن جهة أخرى، تواجه دراسة الحالة السورية تحدياً منهجياً يتعلق بمحدودية البيانات التفصيلية المنشورة حول الأصول العامة وقيمتها وإمكانات تحويلها إلى قاعدة رأسمالية للصندوق. لذلك تعتمد الدراسة منهجية تحليل الإمكانات للأصول (Asset Potential Analysis)، بوصفها أداة تقديرية تهدف إلى تحديد فئات الأصول الحكومية القابلة للتفعيل أو الرسملة، بدلاً من الادعاء بتقديم تقييم محاسبي نهائي لها. وتسمح هذه المنهجية ببناء سيناريوهات تقديرية تستند إلى نطاقات محتملة لقيمة الأصول، ونسب مختلفة من التفعيل، وتدفقات مالية مستقبلية ممكنة، مع التأكيد أن نتائجها تظل مشروطة بتوافر بيانات رسمية أكثر تفصيلاً وبإجراء تقييم مهني مستقل للأصول قبل اتخاذ أي قرار تنفيذي.

3-1 فئات الأصول العامة السورية القابلة للرسملة:

تتطلب دراسة قابلية إنشاء صندوق سيادي في بيئة منخفضة الموارد التمييز بين وجود الأصول العامة من جهة، وقابليتها الفعلية للتحويل إلى رأس مال استثماري من جهة أخرى. فامتلاك الدولة لأصول عقارية أو شركات عامة أو موارد طبيعية لا يعني تلقائياً إمكان إدراجها ضمن محفظة صندوق سيادي، إذ يتوقف ذلك على توافر سجل موحد للأصول، وإطار قانوني لنقل الملكية أو حقوق الانتفاع، وتقييم مستقل للقيمة الاقتصادية، وقدرة مؤسسية على إعادة الهيكلة والإدارة الاستثمارية.

وفي ضوء مراجعة الأدبيات المتعلقة بإدارة الأصول العامة والشركات المملوكة للدولة، يمكن تحديد أربع فئات رئيسة من الأصول التي قد تمثل، من الناحية النظرية، قاعدة محتملة لرسملة صندوق سيادي أو صندوق وطني لإدارة الأصول في سورية.

1. الأصول العقارية الحكومية غير المستغلة أو منخفضة الاستغلال، بما يشمل الأراضي والعقارات والمواقع ذات القابلية للتطوير التجاري أو الصناعي أو السياحي؛
2. الشركات والمؤسسات العامة ذات الإمكانات الاقتصادية القابلة لإعادة الهيكلة، مع استبعاد المؤسسات التي لا يمكن إصلاحها أو التي تتطلب دعماً مالياً دائماً؛

3. حقوق استثمار الموارد الطبيعية والبنى التحتية العامة، مثل الفوسفات والمرافئ والخدمات اللوجستية، بشرط إخضاعها لعقود شفافة وتقييم اقتصادي مستقل؛
4. التدفقات المالية العامة القابلة للتخصيص، مثل نسبة محددة من بعض الضرائب أو الرسوم أو عوائد استثمار الأصول العامة، بما يوفر مورداً دورياً للصندوق دون الاعتماد على الاقتراض أو السحب من الاحتياطيات النقدية.

وتنسجم هذه الفئات مع الاتجاهات الحديثة في إدارة الثروة العامة، والتي لا تقتصر على استثمار الفوائض النفطية أو الاحتياطيات الأجنبية، بل تشمل إعادة هيكلة الأصول الحكومية وتحويلها إلى محافظ استثمارية منتجة. إلا أن هذا النموذج لا يصبح قابلاً للتطبيق إلا إذا ارتبط بإصلاحات في حوكمة الشركات العامة، وإدارة الأراضي والعقارات الحكومية، والشفافية المالية (World Bank, 2020)، والفصل بين الجهة المالكة للأصول والجهة المسؤولة عن إدارتها الاستثمارية (Economic and Social Commission for Western Asia [ESCWA], 2018).

الجدول (1): التقدير الأولي للأصول الحكومية السورية القابلة للرسملة

فئة الأصل	آلية الرسملة المحتملة	المتطلبات السابقة للتحويل
الأصول العقارية الحكومية	نقل الملكية أو حق الانتفاع إلى الصندوق، أو تطويرها بالشراكة مع القطاع الخاص	سجل وطني للأصول، تقييم مستقل، إطار قانوني للتصرف
الشركات والمؤسسات العامة	إعادة الهيكلة، إدراج جزئي، بيع حصص، أو تحويلها إلى شركات قابضة	تدقيق مالي وتشغيلي، معالجة الخسائر، حوكمة الشركات
الموارد الطبيعية والبنى التحتية	عقود امتياز أو شراكات استثمارية أو حقوق انتفاع	شفافية العقود، تقييم اقتصادي، تنظيم قطاعي مستقل

الإيرادات المالية المخصصة	تخصيص نسبة قانونية ثابتة من الضرائب أو الرسوم أو العوائد	قاعدة مالية واضحة، حماية الإيرادات من الاستخدام قصير الأجل

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على (2018) ESCWA، (2020) World Bank، (2008/2014) IFSWF

3-2 منهجية تقدير إمكانات الرسملة:

نظراً إلى محدودية البيانات الرسمية المنشورة بشأن القيمة السوقية للأصول العامة السورية، لا يقدم هذا البحث تقييماً محاسبياً نهائياً للأصول الحكومية، بل يعتمد منهجية تحليل الإمكانات (Asset Potential Analysis) وتقوم هذه المنهجية على تحديد الفئات المحتملة للأصول القابلة للتفعيل، ثم بناء نطاقات تقديرية لقيمتها، وأخيراً تطبيق نسب رسملة افتراضية تعكس درجات مختلفة من القدرة على التقييم وإعادة الهيكلة والتحويل القانوني.

وتختلف هذه المنهجية عن التقييم المالي المباشر في أنها لا تفترض أن جميع الأصول الحكومية قابلة للتحويل أو البيع أو الاستثمار فوراً. بل تفترض أن جزءاً فقط من هذه الأصول قد يصبح قابلاً للرسملة بعد استكمال المتطلبات القانونية والمؤسسية والفنية. لذلك، يجب قراءة النتائج التالية بوصفها سيناريوهات استكشافية تهدف إلى اختبار مدى المعقولية الاقتصادية لفكرة الصندوق، وليس بوصفها تقديراً نهائياً لقيمة الثروة العامة السورية.

وقد استندت التقديرات إلى نطاقات مستخلصة من تقارير دولية وإقليمية متاحة حول الأصول العامة والشركات المملوكة للدولة وإدارة الموارد العامة، إضافة إلى افتراضات بحثية محافظة بشأن نسبة الأصول التي يمكن تفعيلها خلال المراحل الأولى (World Bank, 2012) (Syrian Ministry of Finance, 2019).

3-3 التقدير الأولي لإمكانات رسملة الأصول العامة:

تشير التقديرات الاستكشافية إلى أن الأصول العقارية الحكومية والشركات العامة القابلة لإعادة الهيكلة قد تشكل المصدر الرئيس للرسملة الأولية، في حين تمثل الموارد الطبيعية والإيرادات الضريبية المخصصة مصادر تدفق مستدامة أكثر من كونها مصدراً فورياً لرأس المال.

الجدول (2): لتقدير الاستكشافي الأولي للأصول العامة القابلة للرسملة

فئة الأصل	النطاق التقديري للقيمة الإجمالية (مليار دولار)	نسبة التفعيل أو الرسملة المفترضة	نطاق الرسملة المحتمل (مليار دولار)
الأصول العقارية الحكومية	8.0 – 12.0	30% – 40%	2.4 – 4.8
الشركات العامة القابلة لإعادة الهيكلة	4.0 – 6.0	30% – 40%	1.2 – 2.4
الموارد الطبيعية والبنى التحتية	تدفقات سنوية محتملة 0.2 – 0.4	لا تدخل في الرسملة الأولية	تدفقات دورية محتملة
الإيرادات الضريبية المخصصة	تدفقات سنوية محتملة 0.15 – 0.25	لا تدخل في الرسملة الأولية	تدفقات دورية محتملة
إجمالي الرسملة الأولية المحتملة	—	—	3.6 – 7.2

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: World Bank (2012)، ESCWA (2018)، Syrian Ministry of Finance (2019).

تمثل الأرقام نطاقات استكشافية مبنية على تحليل الإمكانات، ولا تمثل قيماً محاسبية أو سوقية مؤكدة للأصول العامة السورية.

وتشير هذه النتائج إلى أن الرسملة الأولية المحتملة، في حال توافر شروط التقييم وإعادة الهيكلة والتحويل القانوني، قد تقع ضمن نطاق يتراوح بين 3.6 و7.2 مليارات دولار. ولا يعني هذا النطاق أن الصندوق السوري يمكن أن يبدأ مباشرة بهذا الحجم، بل يوضح أن وجود قاعدة أصول عامة قابلة للتفعيل ليس مستحيلاً من الناحية النظرية.

وتبقى القيمة الفعلية لأي رسملة مرتبطة بعوامل لم يتم التحقق منها في هذه الدراسة، تشمل: جودة السجلات العقارية، حجم الالتزامات المالية للشركات العامة، قابلية الأصول للتسييل أو الاستثمار، القيود القانونية، ودرجة ثقة المستثمرين والشركاء المحتملين.

3-4 سيناريوهات رسملة الصندوق السيادي السوري

بناءً على نطاقات الإمكانات السابقة، تم إعداد ثلاثة سيناريوهات للرسملة تعكس اختلاف القدرة المؤسسية للدولة على حصر الأصول وتقييمها وإعادة هيكلتها وتحويلها إلى محفظة استثمارية. ولا تمثل هذه السيناريوهات توقعات زمنية، بل أدوات تحليلية لقياس مدى حساسية فكرة الصندوق لمستوى تفعيل الأصول العامة.

الجدول (3): سيناريوهات رسملة صندوق سيادي أو صندوق وطني لإدارة الأصول في سورية

السيناريو	نسبة تفعيل الأصول	الرسملة الأولية التقديرية	التدفقات السنوية المحتملة	التفسير المؤسسي
متحفظ	15%	2.0 – 3.0 مليار دولار	150 – 220 مليون دولار	تفعيل محدود للأصول الأكثر وضوحاً وقابلية للتقييم
متوسط	25%	3.5 – 5.0 مليار دولار	200 – 300 مليون دولار	إصلاح جزئي للشركات العامة وتطوير جزء من الأصول العقارية

متفائل	40%	7.2 – 5.5 مليار دولار	400 – 250 مليون دولار	إصلاح مؤسسي واسع، تقييم مستقل، وشراكات استثمارية فعالة

المصدر: إعداد الباحث

تعتمد التدفقات السنوية على افتراض وجود عوائد من حقوق استثمار الموارد الطبيعية، والأصول العقارية، والإيرادات العامة المخصصة، ولا تمثل توقعات مالية مؤكدة.

وتوضح السيناريوهات أن الفارق بين السيناريو المتحفظ والمتفائل لا يرتبط فقط بحجم الأصول، بل يرتبط أساساً بقدرة الدولة على بناء مؤسسات موثوقة لإدارة هذه الأصول. فالانتقال من سيناريو محدود إلى سيناريو متوسط أو متفائل يتطلب وجود سجل وطني للأصول، وإصلاح الشركات العامة، وقواعد واضحة لتخصيص الإيرادات، وإطار حوكمة يمنع استخدام الصندوق لتغطية العجز المالي أو تمويل الإنفاق الحكومي قصير الأجل.

3-5 تقييم السيناريوهات في ضوء مبادئ سانتياغو:

تُظهر مقارنة السيناريوهات السابقة بمبادئ سانتياغو أن توفر قاعدة أصول قابلة للرسملة لا يكفي وحده لإضفاء صفة الصندوق السيادي على الكيان المزمع إنشاؤه. فالمبادئ الدولية لا تركز على حجم الأصول فقط، بل تشمل وضوح الهدف الاقتصادي، ومصدر التمويل، والإطار القانوني، واستقلالية الإدارة، وإدارة المخاطر، والإفصاح المالي، والمساءلة العامة (IFSWF, 2014).

أولاً: حجم الرسملة

يشير نطاق الرسملة المحتمل إلى إمكان إنشاء كيان استثماري عام صغير إلى متوسط الحجم، إذا أمكن تفعيل جزء من الأصول الحكومية القابلة للاستثمار. غير أن حجم الرسملة لا يمثل معياراً كافياً للحكم على جدوى الصندوق، لأن صناديق أصغر حجماً قد تحقق أثراً اقتصادياً ملموساً إذا ارتبطت بسياسات استثمارية منضبطة وحوكمة فعالة.

ثانياً: استدامة مصادر التمويل

تؤكد السيناريوهات أن الاعتماد على تحويل الأصول وحده لا يوفر استدامة طويلة الأجل، إذ يجب أن ترافق الرسملة الأولية تدفقات دورية مستقرة. ويمكن أن تأتي هذه التدفقات من عوائد الأصول المعاد هيكلتها، أو حقوق استثمار الموارد الطبيعية، أو نسبة قانونية محددة من بعض الإيرادات العامة. إلا أن تخصيص هذه الموارد يجب أن يكون محمياً بقواعد مالية واضحة تمنع تحويلها إلى أداة لتمويل النفقات الجارية.

ثالثاً: الحوكمة والشفافية

تمثل الحوكمة أكبر فجوة بين الإمكانات المالية النظرية وبين قابلية التشغيل الفعلية للصندوق في الحالة السورية. فحتى في حال توافر أصول قابلة للرسملة، فإن غياب مجلس إدارة مستقل، وسياسة استثمار مكتوبة، وآليات تدقيق خارجي، ونظام إفصاح دوري، سيحد من قدرة الصندوق على جذب الشراكات الاستثمارية أو تحقيق عوائد مستدامة. كما أن غياب الفصل الواضح بين الدولة بوصفها مالكة للأصول وبين الإدارة المهنية للصندوق يزيد مخاطر التدخل السياسي واستخدام الأصول لأغراض قصيرة الأجل (Truman, 2007).

3-6 اختبار فرضيات البحث

الفرضية الأولى: لا يمكن للدول ذات الموارد المحدودة إنشاء صناديق سيادية إذا لم تعتمد على مصادر تمويل غير تقليدية، مثل الأصول الحكومية غير المستغلة أو الإيرادات الضريبية المخصصة.

تدعم نتائج تحليل الإمكانات هذه الفرضية. إذ تشير السيناريوهات إلى أن الرسملة المحتملة في الحالة السورية لا يمكن أن تستند إلى فوائض مالية تقليدية أو احتياطيات نقدية واسعة، بل تعتمد بصورة رئيسة على تفعيل الأصول العقارية، وإعادة هيكلة بعض الشركات العامة، وتخصيص تدفقات مالية دورية. وعليه، تُقبل الفرضية الأولى ضمن حدود التحليل النظري والاستكشافي.

الفرضية الثانية: لا يمكن للصناديق السيادية في الدول منخفضة الموارد أن تحقق النجاح في ظل ضعف الحوكمة وغياب الشفافية.

تدعم المقارنة مع مبادئ سانتياغو هذه الفرضية. فوجود أصول أو تدفقات مالية محتملة لا يؤدي تلقائياً إلى إنشاء صندوق فعال، ما لم يقترن بإطار قانوني واضح، واستقلالية في اتخاذ القرار الاستثماري، وإفصاح منتظم، وتدقيق داخلي وخارجي. وعليه، تُقبل الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة: لا يمكن للصناديق السيادية في البيئات عالية المخاطر، مثل الحالة السورية، أن تنجح ما لم تلتزم بمبادئ سانتياغو الخاصة بالحوكمة والشفافية.

تشير نتائج التحليل إلى أن أهمية مبادئ سانتياغو تزداد في البيئات عالية المخاطر، لأنها توفر الحد الأدنى من الضمانات المؤسسية اللازمة لحماية الأصول العامة، وضبط العلاقة بين الحكومة والصندوق، وتعزيز الثقة لدى المستثمرين والشركاء المحتملين. ومع ذلك، ينبغي التعامل مع هذه الفرضية بوصفها علاقة شرطية قوية لا علاقة آلية؛ فالالتزام بالمبادئ ضروري لكنه لا يكفي وحده دون استقرار اقتصادي وسياسات مالية كلية متماسكة. لذلك تُقبل الفرضية الثالثة قبولاً مشروطاً.

الفرضية الرابعة

لا يمكن للصناديق السيادية في الدول منخفضة الموارد أن تسهم في إعادة هيكلة الموارد العامة وتحسين إدارة الأصول الحكومية إذا لم ترتبط باستراتيجية وطنية شاملة.

تدعم النتائج هذه الفرضية بوضوح، لأن الصندوق لا يمكن أن يحل محل إصلاح المالية العامة أو إعادة هيكلة الشركات العامة أو تطوير بيئة الاستثمار. ويحتاج أي صندوق محتمل في سورية إلى أن يكون جزءاً من استراتيجية أوسع تشمل جرد الأصول، وتحسين حوكمة المؤسسات العامة، وإصلاح التشريعات الاستثمارية، ووضع قواعد مالية تحمي موارده. وعليه، تُقبل الفرضية الرابعة.

وعليه يمكن القول بأنه، تشير نتائج تحليل الإمكانات إلى أن فكرة إنشاء صندوق سيادي أو صندوق وطني لإدارة الأصول في سورية ليست مستحيلة من الناحية النظرية، إذ توجد فئات من الأصول العامة والتدفقات المالية التي يمكن أن تشكل قاعدة أولية للرسملة. إلا أن هذه الإمكانية تبقى مشروطة ولا يمكن تحويلها إلى مشروع قابل للتنفيذ بمجرد الإعلان عن تأسيس الصندوق.

فالنتائج لا تؤيد فكرة إنشاء صندوق سيادي تقليدي قائم على فوائض مالية مستقرة، بل تشير إلى إمكان تطوير نموذج تدريجي ذي طبيعة تنموية وإعادة هيكلية، يبدأ بإدارة أصول عامة محددة وقابلة للتقييم، ثم يتوسع وفقاً لنتائج الإصلاح المؤسسي وتحسن البيئة الاقتصادية. ومن ثم، فإن التحدي الرئيس في الحالة السورية لا يتمثل في غياب الأصول المحتملة فقط، بل في غياب البنية القانونية والمؤسسية والشفافية اللازمة لتحويل هذه الأصول إلى ثروة عامة منتجة ومستدامة.

4- النتائج

استناداً إلى التحليل النظري، والمقارنة الدولية، وتقييم الحالة السورية وفق مبادئ سانتياغو، وتحليل الإمكانات المتاحة لرسملة الصندوق، توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

1. تؤكد الدراسة أن إنشاء صندوق سيادي في الدول منخفضة الموارد لا يتطلب بالضرورة فوائض نفطية أو مالية كبيرة، إذ يمكن الاعتماد على مصادر تمويل غير تقليدية، مثل تفعيل الأصول الحكومية غير المستغلة، وتخصيص جزء من الإيرادات الضريبية أو الرسوم، وإعادة هيكلة المؤسسات العامة.
2. تشير نتائج تحليل الإمكانات إلى وجود قاعدة أولية قابلة للرسملة في سورية، تتمثل في العقارات الحكومية غير المستغلة، وبعض الشركات العامة، والموارد الطبيعية، والتدفقات المالية القابلة للتخصيص. إلا أن تقديرات الرسملة الواردة في الدراسة تبقى تقديرات تحليلية أولية، وليست قيماً محاسبية نهائية للأصول العامة.
3. يظهر أن الصندوق السوري القائم لا يمكن تقييمه بوصفه صندوقاً سيادياً مكتمل المقومات وفق المعايير الدولية، في ظل محدودية المعلومات العامة المتاحة حول مصادر الرسملة، وآليات تقييم ونقل الأصول، والهيكل المؤسسي، والسياسة الاستثمارية، والإفصاح المالي.
4. تبيّن المقارنة مع مبادئ سانتياغو أن الحوكمة والشفافية والاستقلالية المؤسسية تمثل الشروط الحاسمة لتحويل الرسملة المحتملة إلى أداء استثماري وتنموي فعلي، ولا سيما في البيئات عالية المخاطر مثل الحالة السورية.
5. تشير الدراسة إلى أن النموذج الأكثر ملاءمة لسورية، في حال استكمال المتطلبات المؤسسية، هو صندوق تنموي لإدارة الأصول العامة، وليس صندوق ادخار تقليدياً قائماً على فوائض مالية أو احتياطيات خارجية كبيرة.
6. لا يمكن للصندوق أن يحقق أثراً اقتصادياً مستداماً ما لم يرتبط باستراتيجية وطنية لإدارة الأصول العامة، وإصلاح المؤسسات العامة، وتحسين بيئة الاستثمار، وتعزيز الاستقرار الاقتصادي الكلي.

5- التوصيات

استناداً إلى النتائج السابقة، توصي الدراسة بما يأتي:

1. وضع إطار قانوني ومؤسسي واضح يحدد أهداف الصندوق، ومصادر رسملته، وعلاقته بالموازنة العامة، وهيكل الحوكمة، وآليات المساءلة والرقابة.
2. إنشاء سجل وطني شامل للأصول العامة، وإجراء تقييم مهني ومستقل للعقارات والشركات العامة والحقوق الاستثمارية قبل تحويل أي منها إلى رأس مال للصندوق.
3. اعتماد رسملة تدريجية تعتمد على أصول قابلة للتحقق وتدفقات مالية محددة، مع تجنب تمويل الصندوق بالاقتراض أو السحب من الاحتياطيات النقدية المحدودة.
4. ضمان الفصل بين ملكية الدولة للأصول والإدارة الاستثمارية اليومية للصندوق، من خلال مجلس إدارة مستقل وإدارة تنفيذية مهنية، مع قواعد واضحة لمنع تضارب المصالح والتدخلات السياسية.
5. تطبيق مبادئ سانتياغو بصورة تدريجية، ولا سيما الإفصاح عن مصادر التمويل، والسياسة الاستثمارية، وإدارة المخاطر، والبيانات المالية المدققة، وإصدار تقارير دورية عن الأداء.
6. ربط الصندوق ببرنامج أوسع لإصلاح المالية العامة، وإعادة هيكلة المؤسسات العامة، وتحسين بيئة الاستثمار، باعتبار أن الصندوق أداة ضمن الإصلاح الاقتصادي وليس بديلاً عنه.
7. الاستفادة من التجارب الدولية ذات الصلة بصورة انتقائية، مع مواءمة نماذج إدارة الأصول العامة والتمويل غير التقليدي مع خصوصية البيئة الاقتصادية والمؤسسية السورية.

6- حدود الدراسة وآفاق البحث المستقبلي

تواجه الدراسة عدداً من الحدود المرتبطة بمحدودية البيانات الرسمية المنشورة حول الأصول الحكومية السورية، وغياب معلومات تفصيلية حول الهيكل التشغيلي والمالي للصندوق القائم، فضلاً عن صعوبة التحقق المستقل من قيم الأصول أو التدفقات المحتملة. لذلك، تعتمد التقديرات الواردة في الدراسة على منهجية تحليل الإمكانات وعلى بيانات ثانوية متاحة، ولا تمثل تقييماً محاسبياً أو قانونياً نهائياً للأصول العامة. ويمكن أن تتجه الدراسات المستقبلية إلى بناء قاعدة بيانات تفصيلية للأصول

الحكومية، وقياس كفاءة المؤسسات العامة القابلة لإعادة الهيكلة، وإجراء تحليل حساسية لسيناريوهات الرسملة والعوائد والمخاطر، إضافة إلى دراسة الإطار القانوني والتنظيمي الفعلي للصندوق السوري بعد توافر بيانات رسمية أكثر تفصيلاً.

7- قائمة المراجع:

1. Al-Hassan, A., Papaioannou, M., Skancke, M., & Sung, C. C. (2013). Sovereign wealth funds: Aspects of governance structures and investment management. *IMF Working Paper No. 13/231*. International Monetary Fund.
2. Ashraf Parry, M., & Jan, A. (2019). The Rise of Sovereign Wealth Funds: Genesis, Gestation and Growth. *International Journal of Research and Analytical Reviews*, 6(1), 1173-1184.
3. Elbadawi, I., Soto, R., & Youssef, H. (2018). Sovereign Wealth Funds and Macroeconomic Stabilization in the Home Economy. Universidad Católica de Chile.
4. Hüseyin Burak ÖZGÜL. (2019). Sovereign Wealth Funds: The Case of Norway. *International Public Finance Conference*. Turkey.
5. Kimmitt, R. M. (2008). Public footprints in private markets: Sovereign wealth funds and the world economy. *Foreign Affairs*, 87(1), 119-130.
6. Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations? *Central Banking Journal*, 15(4), 52-57.
7. Truman, E. M. (2007). Sovereign wealth funds: The need for greater transparency and accountability. Peterson Institute for International Economics.

8 ESCWA. (2018). *Public Assets and State-Owned Enterprises in the Arab Region*. United Nations Economic and Social Commission for Western Asia.

9 Global SWF. (2023). *Annual Report 2023: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds*. Global SWF Research.

10 Government of Luxembourg. (2015–2022). *Fonds souverain intergénérationnel du Luxembourg: Annual reports and financial statements*. Luxembourg.

11 International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF). (2008). *Generally Accepted Principles and Practices: Santiago Principles*. London: IFSWF.

12 International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF). (2014). *Santiago Principles: 2014 Review*. London: IFSWF.

13 International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF). (2022). *Investing in Uncertain Times: Annual Review 2022*. London: IFSWF.

14 International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF). (2024). *Annual Report 2024*. <https://www.ifswf.org>

15 International Working Group of Sovereign Wealth Funds. (2008). *Sovereign wealth funds: Generally accepted principles and practices (Santiago Principles)*.

16 IP Bridge. (2026). *Corporate profile and intellectual property fund management activities*. Japan: IP Bridge official website.

17 Kuwait Investment Authority (KIA). (2023). *Annual Report*. State of Kuwait.

18 National Development and Social Fund. (2026). *About the National Development and Social Fund*. Malta: NDSF official website.

19 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2008). *Sovereign wealth funds and recipient country policies*. OECD.

20 Syrian Ministry of Finance. (2019). *Public Finance and State-Owned Enterprises Reports*. Damascus: Ministry of Finance.

21 World Bank. (2012). *Public Assets and Public Financial Management: International Experiences and Lessons*. Washington, DC: World Bank.

22 World Bank. (2020). *Sovereign Wealth Funds in Emerging Economies: New Approaches to Public Wealth*. Washington, DC: World Bank.

23 عبد الله، م. ج. (2018). صناديق الثروة السيادية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية: دراسة تحليلية للفترة 2002–2015. *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية*، 9(3)، ج2، 113–135.

24 نصير، أ.، زين، ي.، & غانية، ن. (2018). صناديق الثروة السيادية كآلية حديثة لتمويل التنمية الاقتصادية المستدامة: صندوق النرويج نموذجاً. *مجلة النماء للاقتصاد والتجارة*، 1 (عدد خاص). جامعة حمه الخضر الوادي، الجزائر.

25 رئاسة الجمهورية العربية السورية. (2025). المرسوم رقم (113) لعام 2025: إحداث الصندوق السيادي. دمشق، سورية.

26 وكالة الأنباء العربية السورية (سانا). (2025).