



السندات الخضراء والاجتماعية والمستدامة والمرتبطة بالاستدامة في المنطقة العربية أدوات مبتكرة لتعزيز عمق سوق السندات المحلية



ازدهار البلدان كرامة الإنسان





ازدهارُ البلدان كرامةُ الإنسان



رؤيتنا

طاقاتٌ وابتكار، ومنطقتنا استقرارٌ وعدلٌ وازدهار

رسالتنا

بشَقفٍ وعزمٍ وعَمَلٍ: نبتكر، ننتج المعرفة، نقدّم المشورة،
نبني التوافق، نواكب المنطقة العربية على مسار خطة عام 2030.
يداً بيد، نبني غداً مشرقاً لكلّ إنسان.

السندات الخضراء والاجتماعية والمستدامة والمرتبطة بالاستدامة في المنطقة العربية أدوات مبتكرة لتعزيز عمق سوق السندات المحلية



الأمم المتحدة
بيروت

© 2025 الأمم المتحدة
جميع الحقوق محفوظة

تقتضي إعادة طبع أو تصوير مقتطفات من هذه المطبوعة الإشارة الكاملة إلى المصدر.

توجه جميع الطلبات المتعلقة بالحقوق والأذون إلى اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)،
البريد الإلكتروني: publications-escwa@un.org.

المؤلفان: معز العبيدي ووليد عبد موله.

المساهمون: نيرانجان سارانجي، راي شو، جان غاسكا، ملاك البابا.

النتائج والتفسيرات والاستنتاجات الواردة في هذه المطبوعة هي للمؤلفين، ولا تمثل بالضرورة الأمم المتحدة
أو موظفيها أو الدول الأعضاء فيها، ولا ترتب أي مسؤولية عليها.

ليس في التسميات المستخدمة في هذه المطبوعة، ولا في طريقة عرض مادتها، ما يتضمن التعبير عن أي رأي
كان من جانب الأمم المتحدة بشأن المركز القانوني لأي بلد أو إقليم أو مدينة أو منطقة أو لسلطات أي منها،
أو بشأن تعيين حدودها أو تخومها.

الهدف من الروابط الإلكترونية الواردة في هذه المطبوعة تسهيل وصول القارئ إلى المعلومات وهي صحيحة
في وقت استخدامها. ولا تتحمل الأمم المتحدة أي مسؤولية عن دقة هذه المعلومات مع مرور الوقت أو عن
مضمون أي من المواقع الإلكترونية الخارجية المشار إليها.

جرى تدقيق المراجع حيثما أمكن.

لا يعني ذكر أسماء شركات أو منتجات تجارية أن الأمم المتحدة تدعمها.

المقصود بالدولار دولار الولايات المتحدة الأمريكية ما لم يُذكر غير ذلك.

تتألف رموز ووثائق الأمم المتحدة من حروف وأرقام باللغة الإنكليزية، والمقصود بذكر أي من هذه الرموز الإشارة
إلى وثيقة من وثائق الأمم المتحدة.

مطبوعات للأمم المتحدة تصدر عن الإسكوا، بيت الأمم المتحدة، ساحة رياض الصلح، صندوق بريد:
11-8575، بيروت، لبنان.

الموقع الإلكتروني: www.unescwa.org.

مصدر صورة الغلاف: Thawatchai/stock.adobe.com

المحتويات

1	مقدمة
3	1. أسواق السندات المحلية في مجال التمويل المستدام
4	ألف. أسواق السندات في المنطقة العربية: عقبات يجب تجاوزها
6	باء. عمق سوق السندات المحلية: ركيزة لإصدارات سندات GSSS
9	جيم. سندات GSSS: محرك لجاهزية سوق السندات المحلية
11	2. الأطر التنظيمية لسندات GSSS في المنطقة العربية
12	ألف. البلدان ذات الأطر التنظيمية المتقدمة
14	باء. البلدان التي لديها إطار تنظيمي قيد الإنشاء
17	3. تطوير أسواق سندات GSSS في المنطقة العربية
18	ألف. لمحة على إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية خلال الفترة 2016-2024
23	باء. إصدارات سندات GSSS في بلدان مجلس التعاون الخليجي: الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية توسعان الفجوة مع البلدان العربية الأخرى
25	جيم. إصدارات سندات GSSS في البلدان القادرة على الوصول إلى السوق باستثناء بلدان مجلس التعاون الخليجي: الفجوة مع بلدان مجلس التعاون الخليجي لا تزال تتسع
27	4. أصعب التحديات التي تواجهها أسواق سندات GSSS في المنطقة العربية
27	ألف. استيفاء متطلبات سندات GSSS ليس من دون تكاليف
27	باء. عدم وجود تصنيفات لسندات GSSS
28	جيم. التمويه الأخضر/تمويه الاستدامة
29	دال. قابلية استبدال الإيرادات المالية
30	هاء. مخاوف بشأن القدرة على تحمّل الديون
30	واو. نقص المعروض من سندات GSSS المصنّفة
30	زاي. النقص في المشاريع الاستثمارية المقبولة مصرفياً
31	حاء. عدم انخراط المصارف المركزية في سياسات الانتقال المستدام
33	5. الملاحظات الختامية والتوصيات
37	المراجع
	قائمة الأشكال
18	الشكل 1. الأسواق المستدامة في عام 2024
19	الشكل 2. إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية، 2016-2024
20	الشكل 3. هيكل إصدارات سندات GSSS

21	إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية، 2016-2024	الشكل 4.
22	إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية حسب جهة الإصدار، 2016-2024	الشكل 5.
23	إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية حسب العملة، 2016-2024	الشكل 6.
24	إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية حسب البلد، 2016-2024	الشكل 7.
24	إصدارات سندات GSSS في بلدان مجلس التعاون الخليجي، 2016-2024	الشكل 8.
25	إصدارات سندات GSSS في البلدان القادرة على الوصول إلى السوق باستثناء بلدان مجلس التعاون الخليجي، 2016-2024	الشكل 9.
26	إصدارات سندات وصكوك GSSS في المنطقة العربية، 2020-2024	الشكل 10.

قائمة الأطر

4	سوق سندات GSSS وسوق السندات المحلية: علاقة سببية ثنائية	الإطار 1.
6	العلاوة الخضراء أو "جرينيوم"	الإطار 2.
8	السندات المزدوجة: أداة لزيادة الاستثمار في المشاريع الخضراء	الإطار 3.
11	الأطر التنظيمية لسندات GSSS من أجل أهداف التنمية المستدامة: تقدم متواضع في المنطقة العربية	الإطار 4.
19	إصدار سندات GSSS في المنطقة العربية، 2016-2024	الإطار 5.
29	نظرة عامة على تقييم السندات الخضراء	الإطار 6.
31	تخضير السياسة النقدية	الإطار 7.

مقدمة

والخوف من التمويل الأخضر، وصعوبات إكمال عمليات الإبلاغ المطلوبة التي تضمن المساءلة الحقيقية والامتثال للمعايير الدولية.

فما السبيل لضمان أن تكون سوق الديون المستدامة بحجم التحديات التي يواجهها الانتقال إلى الاستدامة، وبالتالي قادرة على توفير فرص جذابة لسد الفجوة بين التمويل المتاح والاحتياجات الحيوية للتكيف مع تغير المناخ؟ وكيف يمكن تفسير الاختلاف في وتيرة التقدم المحرز في أطر سندات GSSS بين البلدان العربية؟ وما هي العوائق التي تحول دون تطور أسواق السندات المحلية وتقوّض الجهود الرامية إلى تحقيق أهداف التنمية المستدامة؟

يهدف هذا التقرير التقني إلى الإضاءة على الحاجة إلى تطوير القطاع المستدام من أسواق السندات المحلية في المنطقة العربية، والنظر في إمكانية أن تزيد البلدان العربية من جاذبية أسواقها للسندات المحلية لاستقطاب مستثمرين محليين وأجانب في سندات GSSS، وذلك للمساهمة في الانتقال نحو اقتصادات أكثر استدامة من الناحية البيئية.

وقد بُني التقرير على الشكل التالي: بعد المقدمة، يشرح الفصل الأول كيف يؤدي تطوير سندات GSSS إلى جاهزية السندات المحلية في المنطقة العربية، ويسلط الضوء على الشروط اللازمة لتصبح أسواق السندات المحلية أكثر جاذبية للسندات الخضراء والاجتماعية والمستدامة والمرتبطة بالاستدامة في المنطقة العربية. ويحلّل الفصل الثاني الاختلافات بين البلدان العربية في وتيرة التقدم في تنفيذ الأطر التنظيمية لسندات GSSS، ويستخلص الدروس من تجارب البلدان في إنشاء الإطار التنظيمي وتعزيزه.

يتسارع تغير المناخ بوتيرة مقلقة، تجبر البلدان على الالتزام الجدي بسياسات الانتقال إلى اقتصادات منخفضة الكربون. ولمواجهة التحديات البيئية والتحديات الدائمة، صُممت سوق الديون المحلية كبديل موثوق، يتيح فرصة كبيرة لسد الفجوة التمويلية بين التدفقات المالية الحالية والاحتياجات المقدرة لبناء اقتصاد مرّن.

أحرز تقدّم كبير في تطوير أسواق الديون المحلية في المنطقة العربية. ومع ذلك، يمكن أن تكون لسوق السندات المحلية في المنطقة دورٌ بارز في الانتقال إلى اقتصاد مستدام، وخالٍ من الانبعاثات، وقادر على تحمّل تغير المناخ.

المنطقة العربية واحدة من أكثر المناطق تعرضاً للمخاطر المناخية في العالم. وتُضاف هذه المخاطر الجديدة إلى مخاطر سابقة ناجمة عن الصراعات، والنزوح، ومستويات الفقر المرتفعة، والبطالة، وسوء الحوكمة، من المتوقع أن تتفاقم بسبب تغير المناخ، وأن تولّد مخاطر جديدة.

تزداد شعبية السندات الخضراء والاجتماعية والمستدامة والمرتبطة بالاستدامة (GSSS) في البلدان العربية لجمع الأموال اللازمة لتمويل الإجراءات المناخية المطلوبة. لكنّ الموارد المعبأة في سوق السندات المحلية ليست كافية لمواجهة التحديات المناخية وسد الفجوات التمويلية لتحقيق أهداف التنمية المستدامة. وتفسّر عدة عوامل هذا الأداء الضعيف، منها عدم تطوّر أسواق السندات، ونقص العمق والتنوّع والسيولة، والمخاوف المتعلقة بالقدرة على تحمّل الديون، وضعف القدرات المؤسسية، وتكاليف تلبية متطلبات سندات GSSS،

ويبحث الفصل الثالث في تطوّر أسواق هذه السندات في المنطقة العربية، بينما يبحث الفصل الرابع في التحديات الرئيسية التي تواجهها. وبعد تسليط الضوء على الملاحظات الختامية الرئيسية، يقدم الفصل الخامس توصيات أساسية لصانعي السياسات.

1. أسواق السندات المحلية في مجال التمويل المستدام

الرسائل الرئيسية

- لا تزال أسواق السندات المحلية في المنطقة العربية تفتقر إلى النضج، على الرغم من التقدم الكبير الذي أحرزته في السنوات الأخيرة.
- تساهم حركة إصدارات سندات GSSS السيادية في تحسين السيولة والتسعير في سوق السندات المستدامة التي يصدرها القطاع الخاص، فتقلل من عدم الاتساق في المعلومات، وتجعل سوق السندات أكثر اكتمالاً.
- تساهم البيئة المحكمة التنظيم ذات القوانين الواضحة والإطار التنظيمي القوي في بناء ثقة المستثمرين، فتجذب إليها من كان منهم مهتماً بالاستدامة وتولد "علاوة خضراء" إيجابية.
- يؤثر الحضور القوي لسندات GSSS المتداولة في السوق المحلية على التصنيف السيادي وتصنيف الشركات إيجاباً، فيضع أسواق السندات المحلية في عدسة المستثمرين الدوليين.

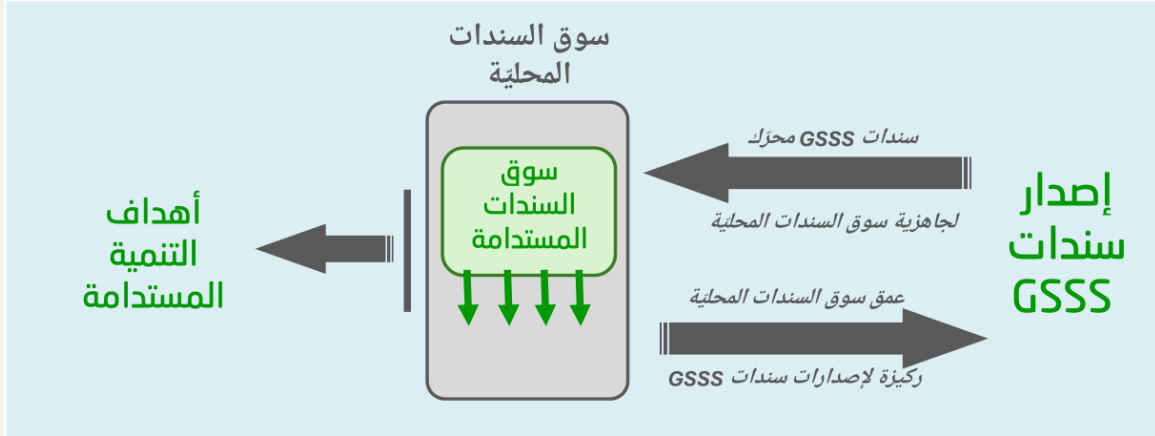
ومن ناحية أخرى، تثبت سندات GSSS أنها أداة تمويل جذابة تساعد على توحيد ممارسات التمويل الأخضر والمستدام، وتساهم بشكل كبير في تعميق أسواق السندات المحلية في العديد من البلدان النامية.

وبشكل عام، من المتوقع أن يكون لتحويل أسواق السندات المحلية إلى السندات الخضراء دور حاسم في ضمان التقدم السريع والملموس في تحقيق أهداف التنمية المستدامة واتفاقية باريس.

تلاحظ، على الصعيد العالمي، زيادة سريعة في إصدار سندات GSSS؛ وهو اتجاه من المتوقع أن يستمر في تعزيز وتسريع عملية الانتقال المستدام والأخضر، لا سيما إذا أريد تحقيق أهداف التنمية المستدامة على المستوى المحلي (الإطار 1).

فمن ناحية، يحتاج التمويل المستدام إلى سوق سندات تتسم بالسيولة والعمق، وإلى بنية أساسية قوية للسوق، وإلى إطار تنظيمي قوي. لذلك، قد تكون البيئة المحكمة التنظيم جذابة للغاية بالنسبة للمستثمرين المحليين والأجانب في سندات GSSS.

الإطار 1. سوق سندات GSSS وسوق السندات المحلية: علاقة سببية ثنائية



المصدر: المؤلفون.

مما يمكن أن يؤدي إلى الاضطراب والتعرض للمخاطر. وتزداد الحالة تعقيداً إذا كان البلد شديد التعرض لمخاطر المناخ، وغير مستعد لأداء دور أساسي في تحسين المرونة الاقتصادية.

فهذه السمات لسوق السندات غير الناضجة تؤدي إلى ارتفاع تكاليف المعاملات، وتحدّ من انجذاب المستثمرين الأجانب إلى أسواق السندات المحلية.

ألف. أسواق السندات في المنطقة العربية: عقبات يجب تجاوزها

يواجه المستثمرون في أسواق السندات العربية في بداياتهم عدة تحديات لا بدّ من التغلّب عليها وتحسين فعالية استراتيجياتهم الاستثمارية.

1. سوق غير ناضجة

المشكلة الرئيسية الأولى التي تواجهها سوق السندات هي ضعف عمق السوق. ومتى كانت سوق السندات فعالة وناضجة، تمكّنت من أداء دور حاسم في ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي. ورغم التقدم الكبير المحرز في السنوات الأخيرة، لا تزال أسواق السندات المحلية في المنطقة العربية غير ناضجة. وتتسم سوق السندات غير الناضجة عادةً بسيولة محدودة تفسّر إلى حد كبير بسلوك "الشراء والاحتفاظ"، وغياب منحى العائد بسبب نقص العمق، وتحديدًا انخفاض السيولة في قطاع السوق طويل الأجل، ونقص التنوع (فئات الأصول، وآجال الاستحقاق، والقطاعات، والمناطق الجغرافية)،

2. بنية أساسية مالية غير متطورة

من الضروري التمييز بين مجموعتين من البلدان في المنطقة العربية: البلدان ذات البنية الأساسية المالية القوية، وبقية البلدان ذات البنية الأساسية المالية الضعيفة.

تضم المجموعة ذات البنية الأساسية المالية القوية عدة بلدان، هي بلدان مجلس التعاون الخليجي، والأردن، وتونس، ولبنان، ومصر، والمغرب. في هذه الحالات المحددة، لا تزال سوق السندات، ولا سيما الثانوية، غير متطورة.

وبالتالي محرومة من فرصة إنشاء سوق سندات بالعملة المحلية تتسم بالعمق والسيولة. ومن أبرز التحديات التي يواجهها العديد من البلدان العربية ندرة المياه ومخاطر أخرى مرتبطة بالمناخ.

ولم تتأثر بعض بلدان المنطقة، على غرار بلدان مجلس التعاون الخليجي والأردن والعراق، وبدرجة أقل المغرب، بتقلبات أسعار الصرف، نظراً لنظم تثبيت أسعار الصرف المطبقة فيها. وهذا يختلف عن وضع بلدان عربية أخرى، تتسم فيها أسعار الصرف وأسعار الفائدة بتقلبات شديدة، سببها الأساسي عوامل هيكلية أو ضغوط تضخمية، غالباً ما تتفاقم بسبب غياب منتجات التحوط من المخاطر.

ومن الصعب أن تكون سوق السندات ناضجة في بلد يعاني من نقص في المنتجات المبتكرة لإدارة أسعار الصرف وأسعار الفائدة. وتظل منتجات التحوط من المخاطر ضرورية لجذب المستثمرين الأجانب. ولا يمكن لسوق السندات في المنطقة العربية أن تضمن العمق والسيولة طالما أن النظام المالي يفتقر إلى منتجات حديثة لإدارة المخاطر.

4. عوامل مؤسسية

وراء الأداء الضعيف لأسواق السندات العربية المحلية وتأخرها عن مناطق أخرى مثل أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي وآسيا والمحيط الهادئ سببان مؤسسيان رئيسيان.

إطار تنظيمي غير مكتمل: تهيمن السوق الأولية على أسواق السندات المحلية، وتتسم السوق الثانوية بافتقارها إلى العمق في الأردن وتونس ومصر والمغرب وبلدان مجلس التعاون الخليجي، بينما تكاد تكون غير موجودة في بقية بلدان المنطقة. وما يميز أسواق السندات في المنطقة العربية هو المشاركة الخجولة للمستثمرين المحليين، مثل صناديق الضمان الاجتماعي وصناديق التقاعد وصناديق الثروة

وتشمل المجموعة الثانية البلدان ذات البنية الأساسية المالية الضعيفة، التي إما تنعدم فيها أسواق السندات وإما يكون أداؤها ضعيفاً.

تحتاج سوق السندات المستدامة والعميقة إلى بنية أساسية للسوق الثانوية (معايير التسعير) (العائد مقابل السعر)، وأسواق إعادة الشراء وإقراض الأوراق المالية لدعم تداول السندات، وغير ذلك)، وبنية أساسية للسوق الأولية (أنظمة مزادات للسندات الحكومية، وآليات بناء دفا تر الطلبات لإصدارات سندات القطاع الخاص والبلديات، ومنصات للإفصاح عن جداول الإصدار، ونشرات، وجولات ترويجية للمستثمرين، وغير ذلك)، ومشاركين في السوق ومؤسسات (صناع أسواق) يضمنون السيولة من خلال فروق أسعار العرض والطلب المستمرة، ووكالات محلية لتقدير الجدارة الائتمانية تقدم تقييمات ائتمانية تؤثر على الأسعار ورغبة المستثمرين، وغير ذلك).

3. بيئة من التضخم المرتفع وتقلبات شديدة في أسعار الصرف وأسعار الفائدة

في الاقتصادات ذات معدلات التضخم العالية، لا يمكن تطوير أسواق السندات. فالمستثمرون المحليون يفضلون الأصول الحقيقية (مثل الذهب والعقارات)، والمستثمرون الأجانب يبحثون عن فرص بديلة في السوق.

ولا تزال معدلات التضخم المرتفعة تشكل تحدياً مستمراً لبعض البلدان العربية. ووفقاً لدراسة أجرتها اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (ESCWA, 2024)، ارتفع معدل التضخم في المنطقة العربية إلى حوالي 12 في المائة في عام 2024. ويصبح الوضع أكثر إثارة للقلق عند التركيز على تضخم أسعار المواد الغذائية.

وإذا لم تتغلب المنطقة العربية على تحدي الأمن الغذائي، فستظل معرضة بشدة لضغوط التضخم،

1. بنية أساسية قوية للسوق

يحتاج التمويل المستدام إلى بنية أساسية قوية للسوق، تشمل عدة عناصر. أولاً، منصات تداول إلكتروني فعالة وسريعة، تسهل المعاملات بين المشتريين والبائعين، وتقلل الرسوم إلى الحد الأدنى. ثانياً، أنظمة مقاصة فعالة وذات كفاءة، تضمن نزاهة سوق السندات، وتسهل المعاملات بين المشتريين والبائعين. ثالثاً، توفر بيانات وتُظَم معلومات فعالة تيسر الوصول إلى بيانات السوق في الوقت الحقيقي، وهو أمر بالغ الأهمية بالنسبة للمشاركين في السوق، ولا سيما من حيث اتخاذ القرارات.

2. بيئة محكمة التنظيم

من الضروري اعتماد الممارسات الدولية الجيدة لتحسين الجدارة الائتمانية واستقرار سوق السندات وعمقها، ما يمهّد الطريق لأي جهود ابتكارية تهدف إلى تصميم أوراق مالية لتمويل الاستدامة.

فالبينة المحكمة التنظيم ذات القواعد الواضحة والإطار التنظيمي القوي تضمن لسوق السندات الشفافية والإنصاف والكفاءة، فيطمئن المستثمرون، وينجذب إليها من كان منهم مهتماً بالاستدامة لتوليد "العلاوة الخضراء" (الإطار 2).

وينبغي أن يتضمن هذا الإطار التنظيمي أيضاً المبادئ التوجيهية لدعم التمويل المستدام للجمعية الدولية لأسواق رأس المال، واتخاذ تدابير تحضيرية لتطوير إصدار سندات GSSS.

السيادية. ولا يزال القطاع المالي يهيمن على قطاع الشركات من السوق. فهذا الإطار التنظيمي غير المكتمل يحول دون جذب المستثمرين الأجانب إلى أسواق السندات في المنطقة.

قيود على حساب رأس المال: باستثناء بلدان مجلس التعاون الخليجي، تواجه البلدان العربية قيوداً عديدة على معاملات الصرف الأجنبي، ما يعيق تطور أسواق السندات المحلية. وهذا الوضع غير المشجع يحد من جاذبية سوق السندات المحلية بالنسبة للمستثمرين الأجانب، ويضاف إلى أسباب فجوة الأداء بين المنطقة العربية والمناطق الناشئة الأخرى. ومع ذلك، قد يعوق الانفتاح على رأس المال الأجنبي رسملة سوق السندات المحلية، بالنظر إلى الفرص المتاحة للمصارف الأجنبية مقارنة بالمصارف المحلية في مجال الاستثمارات البديلة في الخارج (Berensmann and others, 2015; Dafe and others, 2018).

باء. عمق سوق السندات المحلية: ركيزة لإصدارات سندات GSSS

لسوق السندات دور حاسم في تطوير سوق سندات GSSS، لدمج متطلبات الاستدامة والبيئة في عمليات الإصدار والإبلاغ (ESCWA, 2022).

ولدعم التمويل المستدام وتعزيز إصدارات سندات GSSS، لا بد من توفر عدة شروط لتحقيق عمق سوق السندات المحلية:

الإطار 2. العلاوة الخضراء أو "غرينيوم" (Greenium)

"العلاوة الخضراء" هي فارق العائد بين السندات الخضراء/المستدامة والسندات التقليدية ذات الخصائص المماثلة. وتشير العلاوة الخضراء إلى مزايا التسعير القائمة على منطق مفاده أن المستثمرين على استعداد لدفع مبالغ إضافية أو قبول عوائد أقل مقابل تحقيق تأثير مستدام (UNDP, 2022).

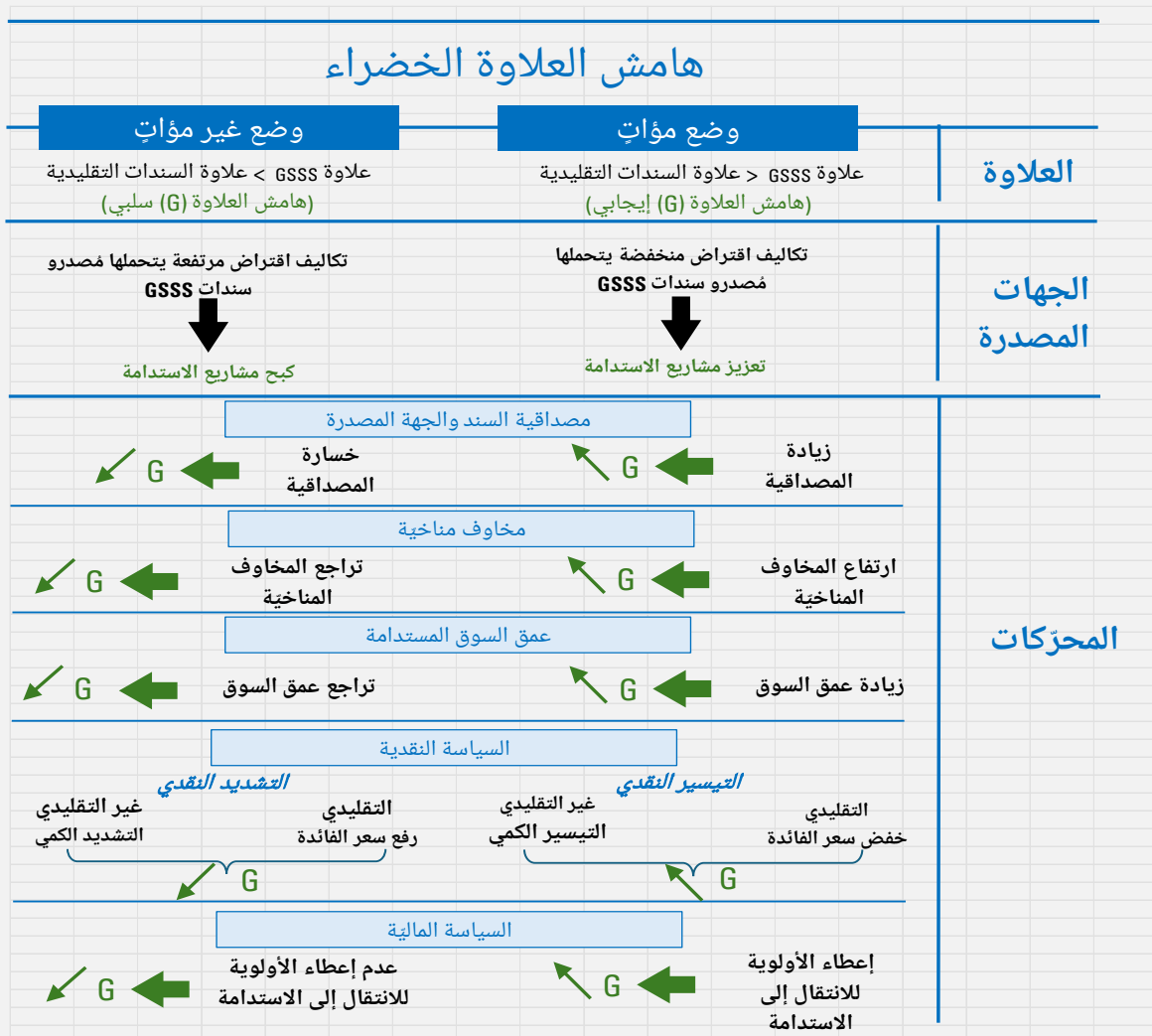
وتكون العلاوة الخضراء إيجابية عندما يقبل المستثمرون عائداً أقل مقارنةً بالعائد الذي توفره السندات التقليدية.

ويُستَر المصدِر بالعلاوة الخضراء شريطة أن تصدر سندات GSSS بعائد أقل من السندات التقليدية المماثلة.

وتشكل العلاوة الخضراء الإيجابية، بالنسبة للمستثمر، خسارة في الإيرادات. ومع ذلك، قد يجذب المستثمرون إلى سندات GSSS، على الرغم من انخفاض عائدها، لأسباب مختلفة:

- الامتثال للمتطلبات البيئية والاجتماعية والحوكومية: على المستثمرين تخصيص جزء من محافظهم الاستثمارية لأصول سندات GSSS.
- السمعة: يحسّن امتلاك هذا النوع من الأصول سمعة المستثمرين بين أصحاب المصلحة والجهات التنظيمية بسبب التزامهم تجاه المناخ.
- المرونة: قد تكون المشاريع الممولة من سندات GSSS أكثر مرونة من غيرها في مواجهة التغييرات التنظيمية ومخاطر الانتقال.

وتندرج العوامل الرئيسية التي تفسّر "العلاوة الخضراء" تحت التأثيرات الأربعة التالية:



المصدر: المؤلفون.

3. قطاع حالي للسندات السيادية يتسم بالسيولة

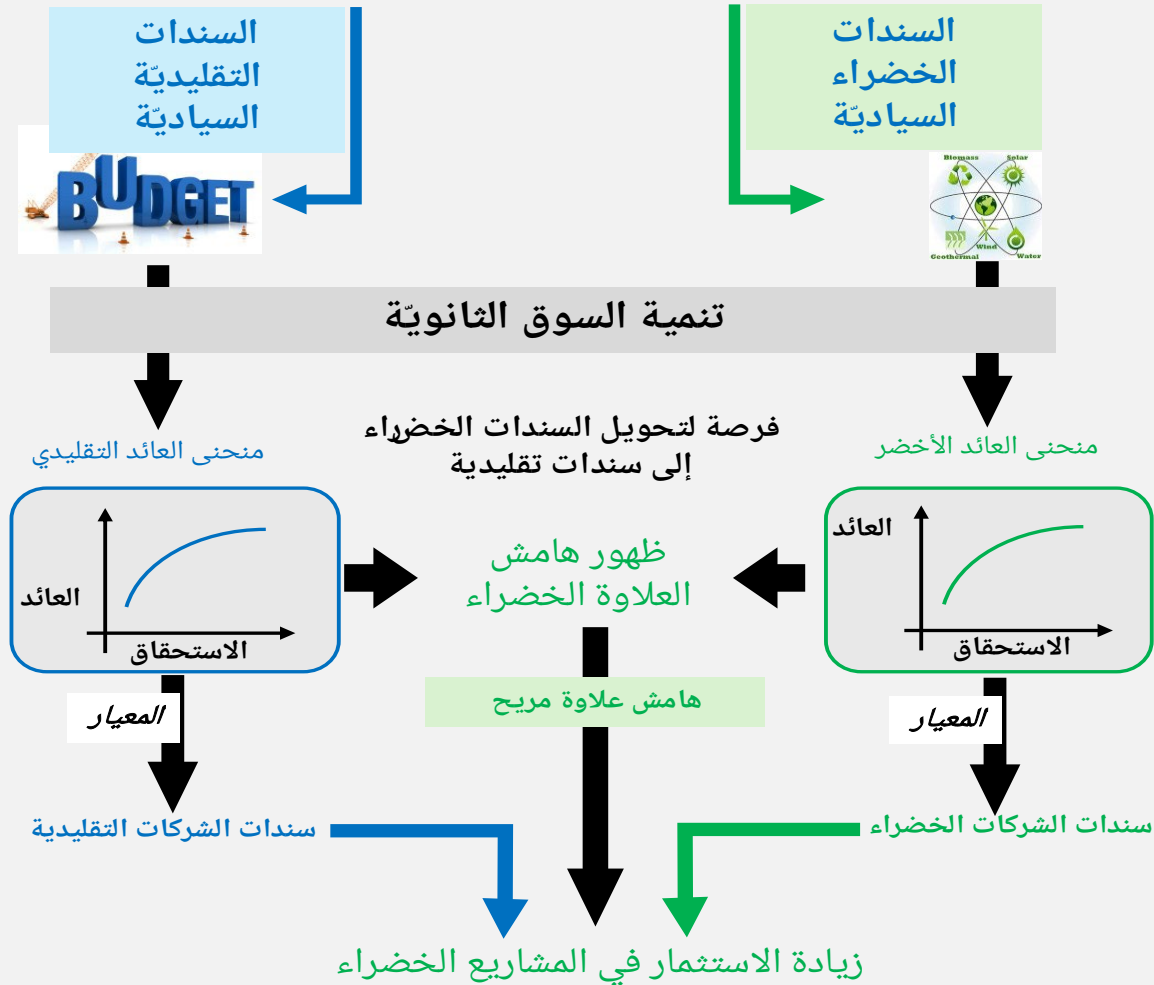
لا تصبح سوق السندات أكثر عمقاً وسيولة إلا بتطوير السوق الثانوية. ففي السوق الثانوية، تشكل السندات الحكومية ذات السيولة أساس أسواق السندات. أما منحى العائد، الذي يمثل العلاقة بين العائد

(سعر الفائدة) والفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق، فهو بمثابة المعيار المرجعي لكل من الأدوات المالية التقليدية في السوق، مثل سندات الرهن العقاري وسندات القطاع الخاص وأسعار الفائدة على القروض المصرفية، والأدوات المالية المستدامة مثل سندات GSSS السيادية والتابعة للقطاع الخاص.

الإطار 3. السندات المزدوجة: أداة لزيادة الاستثمار في المشاريع الخضراء

مفهوم السندات المزدوجة

تاريخ الاستحقاق نفسه والقسيمة نفسها



المصدر: المؤلفون.

2. قناة سيولة السوق والتسعير

تساهم حركة إصدار سندات GSSS السيادية في تحسين السيولة والتسعير في سوق السندات المستدامة للقطاع الخاص، فتقلل من عدم الاتساق في المعلومات، وتجعل أسواق السندات أكثر اكتمالاً. والنتيجة هي تضيق الفرق بين أسعار الشراء والبيع، وتحسين ظروف تمويل مصدري هذه السندات من القطاع الخاص.

3. قناة التصنيف

الانضباط الصارم الذي يفرضه الامتثال للمعايير الدولية للشفافية والإبلاغ سينتشر في نهاية المطاف في بقية السوق، مما يؤدي إلى تحسين التصنيف المالي لمصدري هذه السندات وتعزيز السوق.

4. قناة النضج

في عالم سندات GSSS، غالباً ما تكون السندات السيادية هي الأطول أجلاً. وتركز العديد من الجهات المستثمرة على المدى الطويل (مثل صناديق الثروة السيادية وصناديق حماية المعاشات التقاعدية) على تحويل رؤوس أموالها إلى حلول مناخية مبتكرة في أسواق السندات المحلية والخارجية على حد سواء (Hillis, 2025). وقد أثبتت هذه الاستراتيجية الاستثمارية، التي غالباً ما يتبناها المستثمرون على المدى الطويل، أنها مفيدة لأسواق السندات المحلية على صعد العمق والسيولة والتقلب.

وقد أحرز تقدم كبير شمل زيادة مستوى الإصدارات، وتنويع المنتجات المالية، وتنفيذ الإطار التنظيمي. لكن من المهم تحليل الاختلافات في وتيرة التقدم المحرز في أطر هذه السندات بين البلدان العربية.

أدخلت ألمانيا في عام 2020 السندات المزدوجة، الخضراء والتقليدية (الإطار 3)، ذات الخصائص المالية المماثلة (الاستحقاق وتواريخ دفع الفائدة ومعدل القسيمة)، التي تقدّم للمستثمرين منحيين للعائد (أحدهما تقليدي والآخر أخضر)، فتساهم في تحسين سيولة القطاع الأخضر من سوق السندات، وخفض تكاليف التمويل التي يتحملها المصدر من خلال ظهور "علاوة خضراء" (OECD, 2022; Ando and others, 2023).

جيم. سندات GSSS: محرك لجاهزية سوق السندات المحلية

يساهم تنويع الأوراق المالية الصادرة في سوق السندات في تطوير القطاع الأخضر من السوق. ويمكن أن تكون سندات GSSS السيادية محركاً لجاهزية أسواق السندات المحلية من خلال القنوات الرئيسية الأربع التالية.

1. قناة أفضل الممارسات

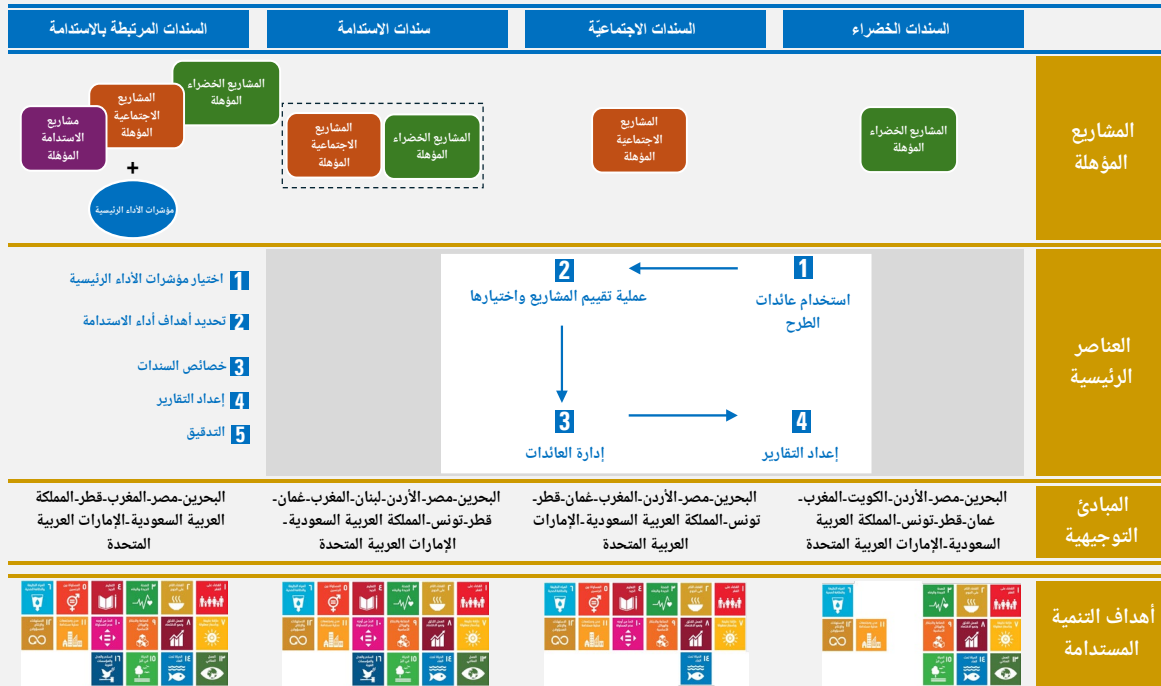
تشجيع أفضل الممارسات في عمليات إعداد التقارير والتحقق الخضراء والمستدامة هو السبيل الوحيد إلى أسواق سندات محلية تتسم بالعمق والسيولة. ويساهم توحيد التعريفات وشروط الإفصاح، بما يتماشى مع أفضل الممارسات المتفق عليها دولياً (مثل مبادرة السندات المناخية (CBI) ومبادئ السندات الخضراء (GBP))، في تحسين الشفافية وثقة المستثمرين، وتقليل كلفة إصدار سندات GSSS والإبلاغ عنها.

2. الأطر التنظيمية لسندات GSSS في المنطقة العربية

الرسائل الرئيسية

- تشير إصدارات السندات المستدامة في البلدان العربية إلى التزام حقيقي بمبادئ السندات الخضراء الصادرة عن الجمعية الدولية لأسواق رأس المال (ICMA).
- تركز اهتمام السلطات التنظيمية على السندات الخضراء، وهو ما يتضح من ارتفاع وتيرة إصدارها منذ عام 2016 مقارنةً بأنواع السندات المستدامة الأخرى.
- هناك حاجة إلى بذل المزيد من الجهود لتحديث الأطر التنظيمية، حتى تتمكن أسواق السندات المستدامة من المساهمة في بناء مستقبل عربي منيع.

الإطار 4. الأطر التنظيمية لسندات GSSS من أجل أهداف التنمية المستدامة: تقدم متواضع في المنطقة العربية



المصدر: من تجميع المؤلفين.

والمستدامة" التي تهدف إلى تعميق سوق الدين المحلي. وتهدف المبادرة إلى ترسيخ الأثر على مستويين. فعلى المستوى المحلي، تتماشى المبادرة مع أهداف الخطة الاستراتيجية للهيئة للفترة 2024-2026، لا سيما تلك المتعلقة بتطوير سوق الصكوك وأدوات الدين، من أجل دعم أهداف برنامج تطوير القطاع المالي في إطار رؤية 2030. أما على المستوى العالمي، فتتسجم هذه المبادرة مع معايير الجمعية الدولية لأسواق رأس المال.

وفي هذا الإطار، تسعى المملكة العربية السعودية إلى جذب المستثمرين المحليين والأجانب من خلال إتاحة إدراج السندات الخضراء والمستدامة في البورصة السعودية. ولا تقتصر المبادرة على توسيع قنوات التمويل فحسب، بل تساهم أيضاً في تحقيق أهداف الاستدامة الوطنية، بما يعزز مكانة المملكة العربية السعودية كفاعل أساسي في مسار التحول العالمي نحو اقتصاد أكثر استدامة.

ومن بين البلدان الأخرى في مجلس التعاون الخليجي التي تتمتع بمكانة جيدة في سوق سندات GSSS في المنطقة العربية، تبرز الإمارات العربية المتحدة، التي تعتبر رائدة في السوق الإقليمية للسندات المستدامة. في عام 2023، أنشأت هيئة الأوراق المالية والسلع إطاراً تنظيمياً شاملاً للسندات والصكوك الخضراء والمرتبطة بالاستدامة بموجب القرار رقم 20 لرئيس مجلس الإدارة. وقد اعتمد هذا الإطار التنظيمي الجديد بهدف تسريع تحقيق رؤية الإمارات 2031 وتعزيز منعة اقتصاد الإمارات العربية المتحدة وديناميته وتنافسيته.

ويتوافق هذا القرار مع مبادئ الجمعية الدولية لأسواق رأس المال، ما يضمن توجيه المصدرين للعائدات نحو مشاريع خضراء مؤهلة، أو ربط الشروط المالية والهيكلية بمؤشرات أداء رئيسية قابلة للقياس في مجال الاستدامة. ومن السمات المهمة لهذا القرار أنه يطبق بشكل موحد على جميع المصدرين في

يمكن تصنيف الأطر التنظيمية لأسواق السندات المستدامة في المنطقة العربية ضمن فئات رئيسية حسب البلدان. فلدى بعض البلدان أطر تنظيمية متقدمة للغاية لسندات GSSS، أما في بلدان أخرى فلا تزال هذه الأطر قيد التطوير. وأما بقية البلدان التي شملها التحليل فلم تلتزم بعد بإصلاح إطارها التنظيمي (الإطار 4).

ألف. البلدان ذات الأطر التنظيمية المتقدمة

تتميز بعض بلدان المنطقة، ولا سيما الإمارات العربية المتحدة، وقطر، ومصر، والمغرب، والمملكة العربية السعودية، بوضوح الرؤى في هذا المجال. وقد أعربت معظم هذه البلدان عن التزامها بالعناصر الأساسية الأربعة لمبادئ السندات الخضراء الصادرة عن الجمعية الدولية لأسواق رأس المال، وهي استخدام عائدات الطرح، وعملية تقييم المشاريع واختيارها، وإدارة عائدات الطرح، وإعداد التقارير.

كما تتميز هذه البلدان بدمج هذه الركائز بشكل كامل في أطرها الوطنية، بل وفي بعض الحالات بتوسيع نطاقها لتشمل السندات المرتبطة بالاستدامة.

وفي 27 أيار/مايو 2025، وافقت هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية على المبادئ التوجيهية الموحدة لإصدار أدوات الدين المستدامة، بما في ذلك سندات GSSS والصكوك، وذلك استناداً إلى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 1-32-2025 المؤرخ في 17 آذار/مارس 2025. ويبيّن هذا الإجراء التزام المملكة بتعزيز التمويل المستدام، بما يتماشى مع رؤية السعودية 2030.

وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أنّ هذه المبادئ التوجيهية هي نتيجة لمبادرة تتعلق بـ"إنشاء الإطار التنظيمي لأدوات الدين الخضراء والاجتماعية

كما يمكن إدراج هذه الأدوات المالية في البورصة المصرية أو إتاحتها للمستثمرين العالميين، مما يسهم في تحقيق رؤية مصر 2030 وأهدافها المتعلقة بالمناخ والتنمية المستدامة. وفي عام 2021، فرضت الهيئة على الشركات العامة الهياكل المالية غير المصرفية، التي تزيد أصولها أو رأس مالها على 100 مليون جنيه مصري، الالتزام بالإفصاح عن أدائها في قضايا البيئة والمسائل الاجتماعية والحوكمة. وفي عام 2022، توسع نطاق الإطار ليصبح إلزاماً على الشركات الكبرى (≤ 500 مليون جنيه مصري) للامتثال لإرشادات الإفصاح التي وضعها فريق العمل المعني بالإفصاحات المالية المتعلقة بالمناخ. كما أطلقت مصر في عام 2022 منصة سوق الكربون الطوعية بالشراكة مع البورصة المصرية، لتسهيل تداول شهادات خفض الانبعاثات الطوعية كجزء من أدوات السوق المالية الخضراء. ومن خلال تطوير منظومة مالية خضراء متكاملة، تسعى مصر إلى توسيع مصادر التمويل، وجذب الاستثمارات المسؤولة، وترسيخ مكانتها كفاعل رئيسي في أسواق رأس المال المستدامة في المنطقة.

وفي الاتجاه نفسه، كان مركز قطر للمال أول مركز في بلدان مجلس التعاون الخليجي يطلق إطار عمل خاصاً بالسندات والصكوك المستدامة بما يتماشى مع معايير الاستدامة العالمية ويدعم رؤية قطر الوطنية 2030. يتوافق هذا الإطار مع المعايير الدولية، رغم عدم توفر قوانين رسمية للسندات المرتبطة بالاستدامة. ويسهل هذا الهيكل القانوني والتنظيمي إصدار السندات الخضراء وسندات الاستدامة والصكوك المستدامة. ويهدف إطار مركز قطر للمال إلى استقطاب المستثمرين العالميين، ويسمح للشركات والمؤسسات المالية والكيانات المؤهلة الأخرى بإصدار سندات خضراء مع النفاذ إلى رأس المال الدولي. كما يسعى الإطار إلى تحفيز مشاركة القطاع الخاص من خلال وضع معايير واضحة وتوطيد الثقة لجذب الاستثمارات العالمية في مجال البيئة والمسائل الاجتماعية والحوكمة.

القطاعين الخاص والعام دون إعفاءات دائمة للهياكل الحكومية بما يضمن اتساق معايير الإفصاح والتحقق والإبلاغ على مستوى السوق ككل. ويطلب من جميع المصدرين فتح حسابات فرعية مخصصة للعائدات، والالتزام بإرشادات صارمة في تخصيص الأموال والإبلاغ، وإجراء تقييمات خارجية مستقلة. ولتشجيع إقبال السوق على هذه السندات، ألغت هيئة الأوراق المالية والسلع رسوم التسجيل (0.01 في المائة من قيمة الإصدار، بحد أقصى هو 30,000 درهم) لجميع الإصدارات الخضراء والمرتبطة بالاستدامة المؤهلة خلال عام 2023. ثم مدد هذا الإجراء حتى عام 2024. يرتبط هذا القرار ارتباطاً وثيقاً بالتزامات الإمارات المناخية بموجب استراتيجية "صافي الصفر بحلول عام 2050" وموقعه كبلد مضيف لمؤتمر الأمم المتحدة بشأن تغير المناخ لعام 2023. كما عزز القرار هدف الإمارات في ترسيخ مكانتها كمركز إقليمي بارز للتمويل المستدام والاستثمارات الموجهة نحو المناخ، ما يعزز ثقة المستثمرين من خلال قوانين واضحة وشفافة تتماشى مع المعايير العالمية.

وبالمثل، حققت **مصر** تقدماً ملحوظاً في تشجيع التمويل المستدام من خلال إنشاء إطار قانوني وتنظيمي لإصدار سندات خضراء ومستدامة. وفي عام 2018، عدلت هيئة الرقابة المالية اللوائح التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لعام 1992 (Egypt Ministry of Finance, 2022) للسماح بإصدار السندات الخضراء وفقاً للمعايير الدولية، ولا سيما مبادئ السندات الخضراء للجمعية الدولية لأسواق رأس المال. تشجع الهيكلية التنظيمية مشاركة القطاعين العام والخاص، بما يشمل السندات الاجتماعية، والسندات المرتبطة بالاستدامة، والأدوات المالية التي تهدف إلى تحقيق أهداف أوسع نطاقاً تتعلق بالبيئة والمسائل الاجتماعية والحوكمة وبالمساواة بين الجنسين. ولتشجيع التداول بهذه السندات في السوق، تقدّم الهيئة حوافز مالية، مثل تخفيض رسوم الإصدار والرسوم التنظيمية على مبيعات السندات الخضراء.

البحرينية أهمية توفّر مركز مصرفي ومالي رائد في المنطقة للاستحواذ على سوق متخصصة جديدة وترسيخ مكانته في مجال التمويل المستدام والأخضر نظراً لدور هذا المركز في تعزيز منعة اقتصاده.

ولم يصدر مصرف البحرين المركزي بعد قوانين محددة بشأن السندات الخضراء، لكنه يعمل على وضع مبادئ توجيهية أوسع نطاقاً تتعلق بالبيئة والمسائل الاجتماعية والحوكمة لتعمل بها الكيانات المالية. وفي الوقت نفسه، أجرت بورصة البحرين الإفصاحات المطلوبة بشأن العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة، وتقوم حالياً بدراسة بنى السندات والصكوك الخضراء والمرتبطة بالاستدامة.

وعلى الرغم من تطور السوق المالية والمشاركة في مبادرات التمويل المستدام، تظل البحرين متأخرة نسبياً في إصدار سندات GSSS. ومع ذلك، أصدرت إحدى الشركات البحرينية صكوكاً خضراء في عام 2022.

باء. البلدان التي لديها إطار تنظيمي قيد الإنشاء

تمتلك هذه البلدان إطاراً تنظيمياً مكتملاً إلى حد ما لتعزيز سوق السندات المستدامة. وتنقسم، حسب قوانينها، إلى قسمين:

- القسم الأول: البلدان التي لديها خبرة محدودة للغاية في سوق السندات المستدامة، بناءً عليه، لا يمكن اعتبار إطارها التنظيمي مكتملاً، نظراً إلى الخبرة والتجربة القصيرتين، كما هو الحال في لبنان والكويت والأردن.
- القسم الثاني: البلدان التي لم تتح لها الفرصة لإصدار سندات GSSS في أسواقها المحلية، مثل البحرين وعمان وتونس.

لدى المغرب خبرة طويلة في إصدار السندات الخضراء حيث أصدرت الهيئة المغربية لسوق الرساميل إرشاداتها الخاصة بالسندات الخضراء في عام 2016. وشكل مؤتمر الأمم المتحدة بشأن تغير المناخ لعام 2016، الذي عُقد في المغرب، حافزاً قوياً لتنفيذ مشاريع التمويل الأخضر، وتسهيل الانتقال إلى اقتصاد منخفض الكربون ومستدام. ومن المبادرات المهمة التي اتخذت في هذا السياق، تعهد مراكش، وهو التزام قامت به الجهات التنظيمية لأسواق رأس المال الأفريقية لتعزيز أسواق رأس المال الخضراء في أفريقيا (World Bank, 2018). وقد طُبقت المبادئ التوجيهية على ثلاثة إصدارات: الأول إصدار الوكالة المغربية للطاقة المستدامة (Masen) وهي مؤسسة مملوكة للدولة، في تشرين الثاني/نوفمبر 2016 (إصدار مدعوم من الدولة)؛ والثاني إصدار مصرف BMCE في تشرين الثاني/نوفمبر 2016 (شركة) والثالث إصدار البنك الشعبي Banque Centrale Populaire في حزيران/يونيو 2017 (شركة). وتم لاحقاً توسيع نطاق المبادئ التوجيهية لتشمل مزيداً من الجهات المصدرة. وبدعم من مؤسسة التمويل الدولية، أدى ذلك إلى وضع إطار تنظيمي شامل في تموز/يوليو 2018 شمل سندات GSSS. كما تم كذلك إدراج السندات الخضراء في بورصة الدار البيضاء لدعم المشاريع البيئية.

وفي حزيران/يونيو 2023، أصدرت الهيئة المغربية لسوق الرساميل دليلاً شاملاً لإصدار سندات GSSS، بما يتماشى مع مبادئ السندات الخضراء للجمعية الدولية لأسواق رأس المال الدولية ومعايير السندات المستدامة الصادرة عن الاتحاد الأوروبي. كما أصبحت الهيئة عضواً في الشبكة المالية المستدامة للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، وتشارك بنشاط في مراجعة قوانين ولوائح أسواق رأس المال لتعزيز الأدوات المالية الخضراء.

ويحقّق البحرين تقدماً ملحوظاً في دمج التمويل المستدام في إطاره التنظيمي. وقد أدركت السلطات

لضمان توافقه التام مع أفضل الممارسات الدولية
(Jordan Ministry of Finance, 2024).

وفي عُمان، وضعت وزارة المالية إطاراً للتمويل
المستدام يهدف إلى إصدار سندات أو قروض أو
صكوك خضراء واجتماعية ومستدامة، (يُشار إليها
مجتمعةً بأدوات التمويل المستدام) للاستثمار في
مشاريع تحقق فوائد بيئية و/أو اجتماعية
(Oman Ministry of Finance, 2024).

يتوافق الإطار التنظيمي مع ما يلي:

- محلياً، مع أهداف رؤية عُمان 2040، التي تعطي الأولوية للاستدامة باعتبارها عنصراً أساسياً من خلال تنويع مصادر التمويل، وتنفيذ أدوات مالية خضراء ومستدامة، وإنشاء نظام تداول للسندات الخضراء والمستدامة.
- عالمياً، مع مبادئ السندات الخضراء للجمعية الدولية لأسواق رأس المال ومبادئ القروض الخضراء والاجتماعية لسوق القروض.

حققت تونس تقدماً كبيراً في إنشاء إطار مالي مستدام يستوفي المعايير العالمية، ولكنها لم تصدر حتى اليوم أي سندات مستدامة في السوق.

وفي تشرين الأول/أكتوبر 2021، أصدرت هيئة السوق المالية، بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية، مبادئ توجيهية مفصلة لإصدار سندات GSS. تتوافق هذه المبادئ التوجيهية بشكل وثيق مع مبادئ السندات الخضراء للجمعية الدولية لأسواق رأس المال، فتحدد بالتفصيل الشروط المسبقة لاستخدام العائدات، وتقييم المشاريع واختيارها، وإدارة العائدات، وإجراء عمليات الإبلاغ والتحقق بعد الإصدار. وفي أيار/مايو 2025، نشرت بورصة تونس أول تقرير لها حول البيئة والمسائل الاجتماعية والحوكمة لعام 2024 استناداً إلى دليل إعداد تقارير من هذا النوع.

وقد غاب لبنان عن السوق لعدة سنوات بسبب الأزمة المالية ولا يزال غير قادر على العودة بشكل فعال. وحتى إن توفّر الإطار التنظيمي الكامل، لن يتمكن لبنان من جذب الطلب على إصدارات سندات GSS من مستثمريه المحليين والدوليين، على تنوعهم. وحسب الإطار التنظيمي الحالي، تقتصر الإصدارات على السندات الخضراء، مع استبعاد الكيانات العامة دون الوطنية، مثل البلديات.

في الكويت، قامت هيئة أسواق المال في عام 2022 بمراجعة قوانينها للسماح رسمياً بإصدار سندات خضراء واجتماعية. تشترط هذه الأدوات الالتزام بالمعايير العالمية (للجمعية الدولية لأسواق رأس المال أو مبادرة سندات المناخ)، والخضوع لتقييمات تجربتها كيانات مستقلة، وتقديم تحديثات متكررة حول الآثار البيئية أو الاجتماعية. وفي أواخر عام 2022، أصدر البنك المركزي الكويتي توجيهاً يحث المصارف على دمج الممارسات التي تراعي البيئة والمسائل الاجتماعية والحوكمة في إدارة المخاطر وحوكمة الشركات. ولا يزال القطاع المالي يهيمن على السوق المستدامة في الكويت. وفي آذار/مارس 2022، وضع بنك الكويت الوطني إطار عمل للتمويل المستدام، يتماشى مع مبادئ الجمعية الدولية لأسواق رأس المال.

في الأردن، تُقَدِّم مبادرات عدّة لتعزيز التمويل الأخضر في القطاع المالي. وبعد وضع المبادئ التوجيهية للسندات الخضراء لإصدارات الشركات في عام 2021، أطلقت السلطات الأردنية إطار السندات الخضراء السيادية لدعم إصدار هذه السندات لتمويل المشاريع العامة البيئية، ولتحقيق هدف قصير الأجل يتمثل في إصدار أول سند أخضر سيادي بحلول عام 2025. يراعي الإطار مبادئ السندات الخضراء للجمعية الدولية لأسواق رأس المال الصادرة في حزيران/يونيو 2021 (صدر الملحق في حزيران/يونيو 2022)، وسيراجع ويُحدَّث بانتظام

وباختصار، يمكن أن تساهم أسواق السندات المستدامة في تعزيز منعة المستقبل العربي، من خلال تحقيق أهداف التنمية المستدامة، إذا ما التزمت السلطات بتكثيف الجهود لتحديث الأطر التنظيمية ومواءمتها مع مبادئ الجمعية الدولية لأسواق رأس المال ومبادئ السندات الخضراء. كما للبلدان العربية أن تحقق مكاسب كبيرة من تطوير أسواق السندات

المحلية وتعزيز إصدارات السندات السيادية، بما يساهم في حماية الاقتصاد من تأثير صدمات الاقتصاد الكلي والصدمات غير الاقتصادية، كما لوحظ خلال جائحة كوفيد-19 حيث أظهرت البلدان التي تتمتع بسوق مالية ناضجة قدرة أكبر على الاستجابة بسرعة، ومرونة في تعبئة الأموال لاحتواء الأضرار الناجمة عن الأزمة.

3. تطوير أسواق سندات GSSS في المنطقة العربية

الرسائل الرئيسية

- شهدت المنطقة العربية زيادة ملحوظة في حجم إصدارات سندات GSSS خلال السنوات الأخيرة، إلا أن هذه الإصدارات تخفي تفاوتات كبيرة على الصعيدين الإقليمي والقطاعي.
- استحوذت ثلاثة بلدان فقط هي الإمارات العربية المتحدة وقطر والمملكة العربية السعودية على 92.2 في المائة من إجمالي إصدارات سندات GSSS الصادرة في المنطقة العربية خلال الفترة 2016-2024.
- تواجه البلدان العربية التي لديها إمكانية الوصول إلى الأسواق (باستثناء بلدان مجلس التعاون الخليجي) صعوبات في الانخراط في سوق السندات المستدامة نظراً لمحدودية حيزها المالي وقيود خدمة الديون.
- لا تزال السندات الخضراء تحظى باهتمام المستثمرين، في حين لم تحظ السندات المرتبطة بالاستدامة بعد بالأولوية في برامج الجهات المصدرة، سواء أكانت من الحكومات أو القطاع الخاص.

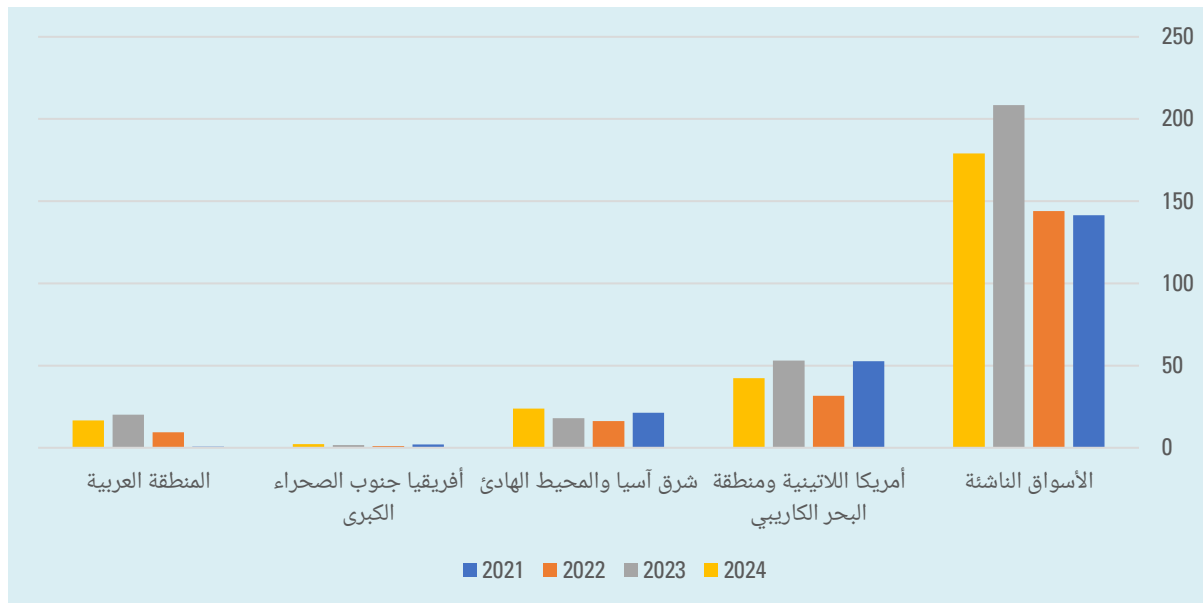
ومنذ عام 2012، شهد إصدار سندات GSSS السنوية في المنطقة العربية زيادة ملحوظة، فبلغ إجمالي الإصدارات التراكمية حوالي 33.4 مليار دولار أمريكي خلال الفترة 2012-2024، أي ما يمثل 3.9 في المائة من إجمالي الإصدارات العالمية لسندات GSSS.

وعلى الرغم من هذا النمو، لم تتجاوز الإصدارات المستدامة من السندات والصكوك في المنطقة العربية 16 مليار دولار في عام 2024، بالمقارنة مع 42.3 مليار دولار في أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي و23.9 مليار دولار في شرق آسيا والمحيط الهادئ، باستثناء الصين (الشكل 1). وتساهم الإصدارات العربية من السندات والصكوك الخضراء والاجتماعية والمستدامة والمرتبطة بالاستدامة نسبة 15.4 في المائة فقط من إجمالي إصدارات الأسواق الناشئة (باستثناء الصين)، ونسبة 1.6 في المائة من إجمالي الإصدارات في السوق العالمية.

بلغ إصدار سندات GSSS رقماً قياسياً قدره 1 تريليون دولار في عام 2024، بزيادة قدرها 3 في المائة عن العام السابق. وبلغ إجمالي إصدارات سندات GSSS العالمية بين عامي 2018 و2024 ما قيمته 5.1 تريليون دولار، مدفوعاً بشكل رئيسي من البلدان المتقدمة فيما بلغت حصة سندات GSSS الصادرة في البلدان الناشئة 15.4 في المائة من إجمالي الإصدارات العالمية (IFC, 2025).

وشهدت المنطقة العربية إصدارات متزايدة من سندات GSSS، في دلالة على الالتزام بالتوافق مع أهداف التنمية المستدامة واتفاقية باريس. ومع ذلك، تفاوتت البلدان العربية بشكل كبير في تعزيز أسواق السندات المحلية، والوعي البيئي وأهداف التنمية المستدامة، وسرعة الانتقال نحو الاقتصاد الأخضر، واستعداد المستثمرين لشراء سندات GSSS، وتطوير الأطر التنظيمية. وتشكل هذه العوامل مجتمعة تحدياً كبيراً أمام نمو سوق السندات المستدامة، وتفسر التباين في الأداء مقارنةً بمناطق أخرى (الشكل 1).

الشكل 1. الأسواق المستدامة في عام 2024 (بمليارات الدولارات)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance.

ملاحظة: بما يشمل صكوك GSSS.

عام 2023، بالمقارنة مع 6.9 مليار دولار في عام 2022، أي بزيادة قدرها 106 في المائة. وفي عام 2024، شهدت الإصدارات انخفاضاً بنسبة 30 في المائة إلى 10 مليارات دولار (الشكل 2).

لكن في السنوات الأخيرة، أخذت بلدان مجلس التعاون الخليجي زمام المبادرة وفرضت هيمنتها على سوق سندات GSSS في المنطقة.

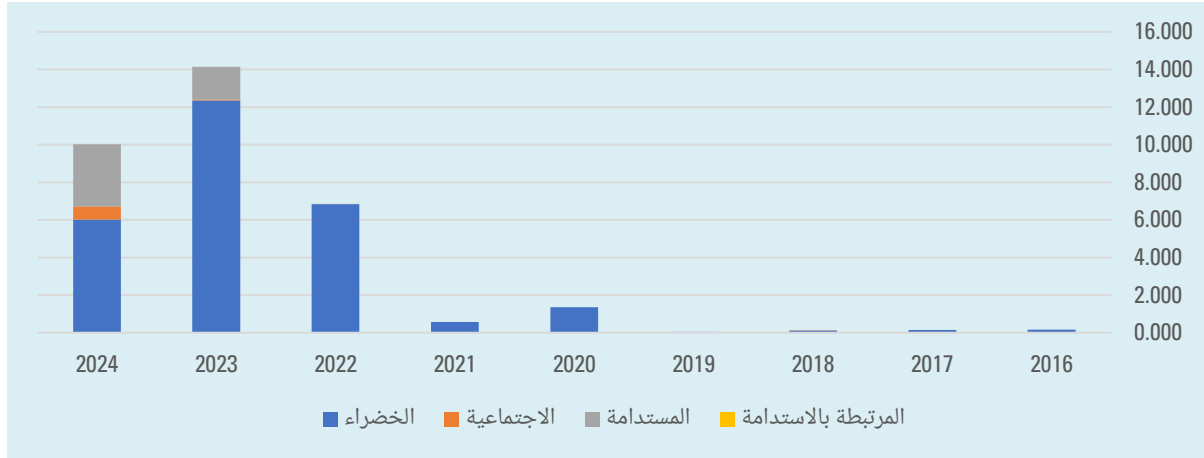
وتطوّرت أسواق السندات الخضراء في المنطقة العربية وفق ثلاثة اتجاهات رئيسية: أولاً، هيمنة السندات الخضراء على سوق السندات المستدامة؛ ثانياً، السيطرة الواضحة للقطاع السيادي على الإصدارات؛ ثالثاً، الدور الحاسم للدولار، الذي يحد من نطاق حيّز سوق السندات المحلية (الإطار 5).

ألف. لمحة على إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية خلال الفترة 2024-2016

شهدت المنطقة العربية زيادة كبيرة في إصدارات سندات GSSS خلال السنوات الأخيرة. ومع ذلك، تخفي هذه الإصدارات تفاوتات واضحة على الصعيدين الإقليمي والقطاعي.

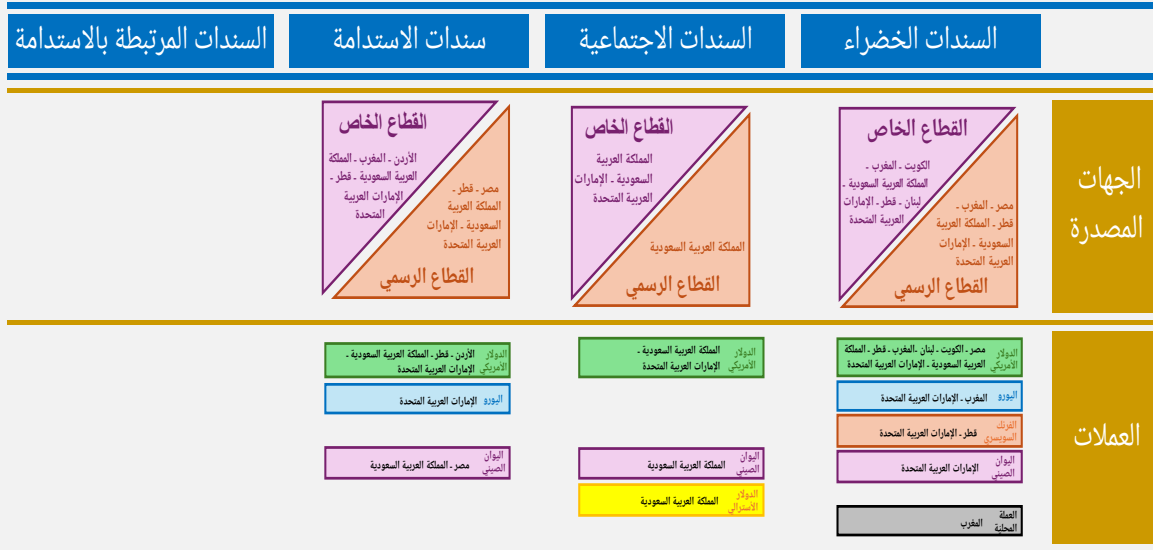
بلغ إجمالي الإصدارات التراكمية للبلدان العربية لسندات GSSS 34 مليار دولار. صدر معظمها منذ عام 2022، عندما اعتمدت بعض البلدان، ولا سيما في مجلس التعاون الخليجي، سندات GSSS لتمويل التنويع والمشاريع الخضراء والمخرجات الاجتماعية. وبلغت ذروة الإصدارات 14.1 مليار دولار في

الشكل 2. إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية، 2016-2024 (حسب نوع السندات بمليارات الدولارات)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance.

الإطار 5. إصدار سندات GSSS في المنطقة العربية، 2016-2024 (الصورة الكبيرة)



المصدر: من تجميع المؤلفين بالاستناد إلى IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance.

1. إجمالي إصدارات المنطقة العربية في عام 2024، في حين ارتفعت هذه المساهمة إلى نحو الثلثين في السوق العالمية. وعند إضافة سندات الاستدامة، تشكل السندات مجتمعة أكثر من 92 في المائة من سندات GSSS الصادرة في المنطقة.

1. إصدارات السندات الخضراء تهيمن على سوق السندات المستدامة

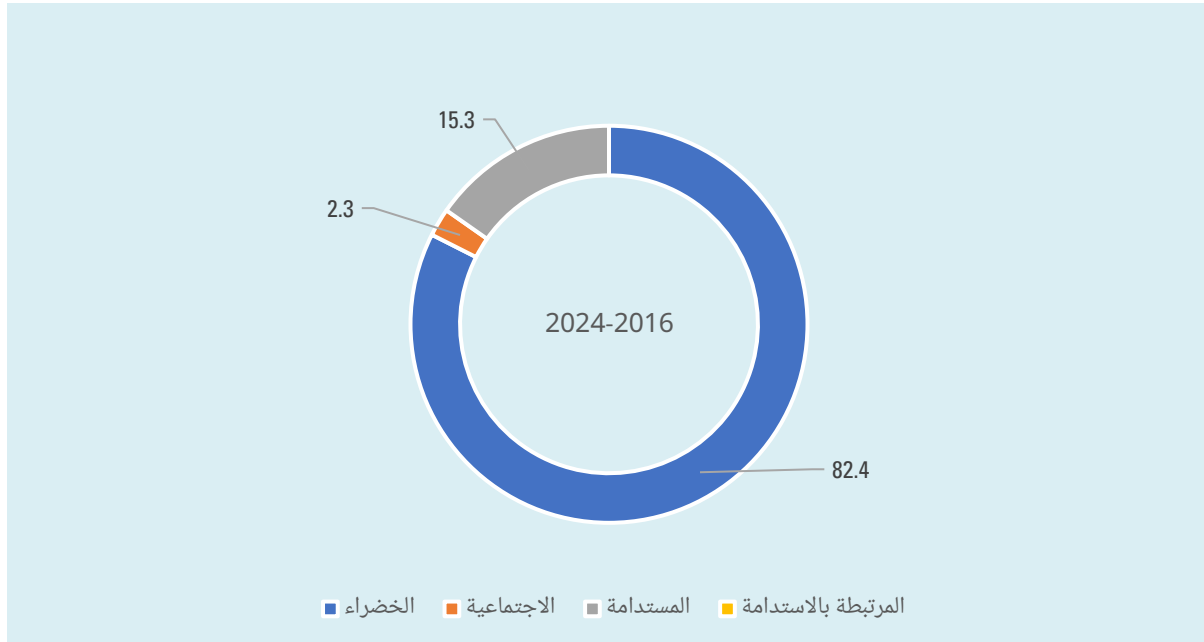
تواصل السندات الخضراء هيمنتها على أسواق سندات GSSS. حيث شكلت نحو 60 في المائة من

بين عامي 2016 و2024، بالمقارنة مع 15.3 في المائة للسندات المستدامة. أما السندات الاجتماعية والسندات المرتبطة بالاستدامة، فلا تزال غير جذابة للمستثمرين إذ لا يمكن أن تتجاوز السندات الاجتماعية 3 في المائة (2.3 في المائة من إجمالي سندات GSSS). وفي المقابل، لم تصدر أي سندات مرتبطة بالاستدامة في السوق المحلية إلى حد الآن (الشكل 3)، وهو وضع يختلف تماماً عن وضع أسواق رأس المال الآسيوية حيث بلغت حصة السندات المرتبطة بالاستدامة 10 في المائة من إجمالي الإصدارات المستدامة بين عامي 2020 و2024 (OECD, 2025). وفي عام 2020، أصدر قطاع الصكوك في هذه السوق عبر كيان Unity 1 Sukuk Ltd، المخصص لإصدار وإدارة الصكوك في الإمارات العربية المتحدة، أول صكوك مرتبطة بالاستدامة في المنطقة بقيمة إجمالية تقدر بنحو 600 مليون دولار.

ومن بين 22 بلد عربي، لم يستفد سوى 8 بلدان (الأردن والإمارات العربية المتحدة وقطر والكويت ولبنان ومصر والمغرب والمملكة العربية السعودية) من سوق سندات GSSS من خلال إصدار سندات خضراء. وفي عام 2016، برز المغرب كرائد إقليمي في هذا المجال، حيث صدر أول سندان أخضرين عن كل من الوكالة المغربية للطاقة المستدامة (بقيمة 1.15 مليار دينار، أي ما يعادل 117 مليون دولار) وبنك BMCE (بقيمة 500 مليون دينار، أي ما يعادل 50 مليون دولار). وفي عام 2017، دخلت الإمارات العربية المتحدة السوق حيث قام بنك أبو ظبي بأول إصدار للسندات الخضراء في بلدان مجلس التعاون الخليجي وثاني إصدار في المنطقة العربية. وكان بنك أبو ظبي الوطني قد قام بالطرح الأصلي الذي بلغت قيمته 587 مليون دولار.

وتشكل السندات الخضراء أكثر من 80 في المائة من إجمالي سندات GSSS الصادرة في المنطقة العربية

الشكل 3. هيكل إصدارات سندات GSSS (بالنسبة المئوية من إجمالي إصدارات سندات GSSS)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance

(الشكل 4). وعزز هذا الاتجاه الحضور القوي للشركات التي تملكها الدولة السعودية منذ عام 2022 في السوق المستدامة، وارتفاع عدد السندات السيادية الصادرة عن حكومة الإمارات العربية المتحدة منذ عام 2022 وحكومة قطر في عام 2024.

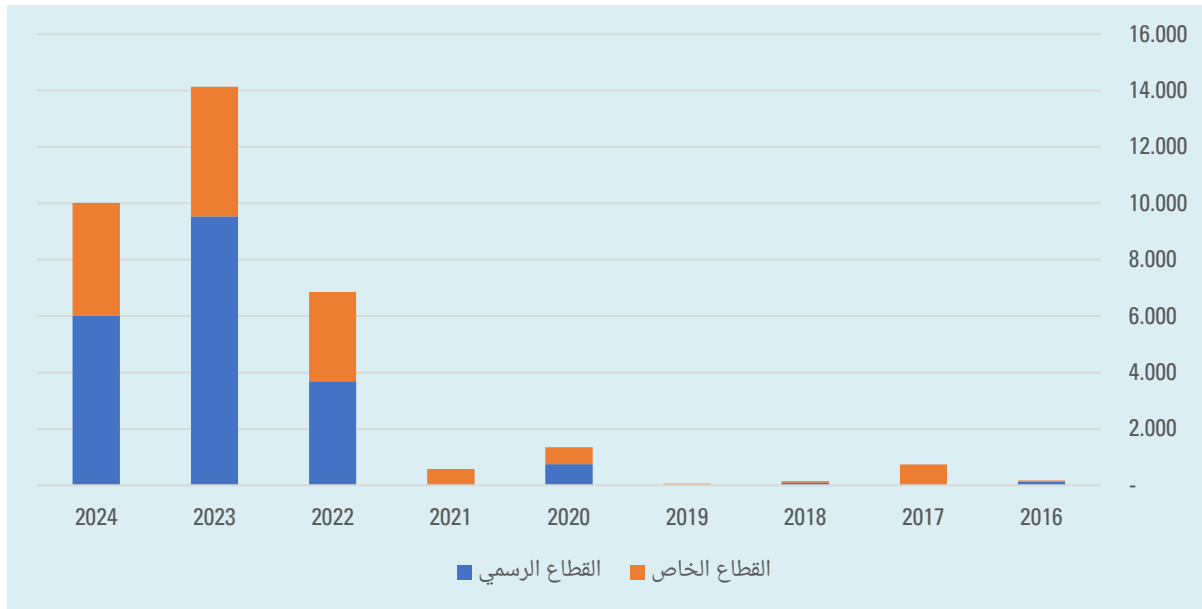
ولا تزال سندات القطاع الخاص تهيمن على سوق السندات المستدامة في ثلاثة بلدان عربية هي الأردن والكويت ولبنان. وتظهر هذه الهيمنة بشكل أوضح في بلدان مجلس التعاون الخليجي، حيث شكلت سندات GSSS للقطاع الخاص الفئة الأساسية من الأصول في تخصيصات المحافظ الاستثمارية وإقبال المستثمرين حتى عام 2021. ومع ذلك، لم يمنع هذا الوضع من هيمنة القطاع الرسمي في الفترة 2016-2020، نظراً للكمية الكبيرة من سندات GSS السيادية والمملوكة للدولة التي أصدرتها الإمارات العربية المتحدة وقطر والمملكة العربية السعودية منذ عام 2022 (الشكل 5).

2. هيمنة واضحة لإصدارات سندات GSSS للقطاع الرسمي

يكشف تاريخ أسواق الديون أن أسواق سندات القطاع الخاص عادةً ما تتطور على هامش أسواق السندات السيادية. لكن في المنطقة العربية، أصبحت أسواق سندات GSSS المؤسسية في الطليعة لتكون محركاً لسوق السندات المستدامة المحلية.

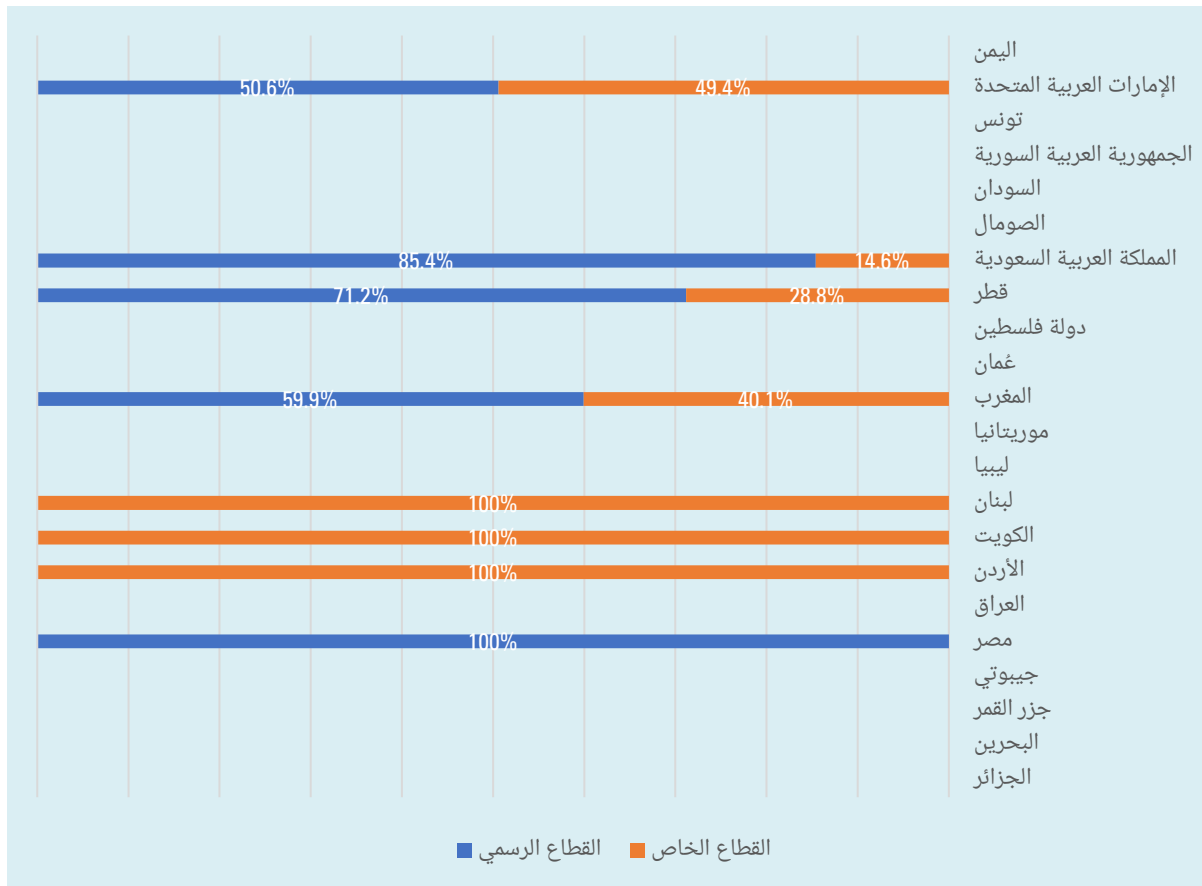
وفي السنوات الأخيرة، احتلت الإصدارات الرسمية (السيادية، والمؤسسات المملوكة للدولة، والبلديات) المرتبة الأولى، بينما هيمنت إصدارات الشركات (المؤسسات المالية والشركات غير المالية) على مجموع الإصدارات في عامي 2017 و2021. وكانت نقطة التحول في عام 2020 مع إصدار الحكومة المصرية قرض سندات الخضراء الذي سمح للسندات السيادية بالتفوق على سندات القطاع الخاص

الشكل 4. إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية، 2016-2024 (حسب جهة الإصدار بمليارات الدولارات)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance

الشكل 5. إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية حسب جهة الإصدار، 2016-2024
(بالنسبة المئوية من إجمالي إصدارات سندات GSSS)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance.

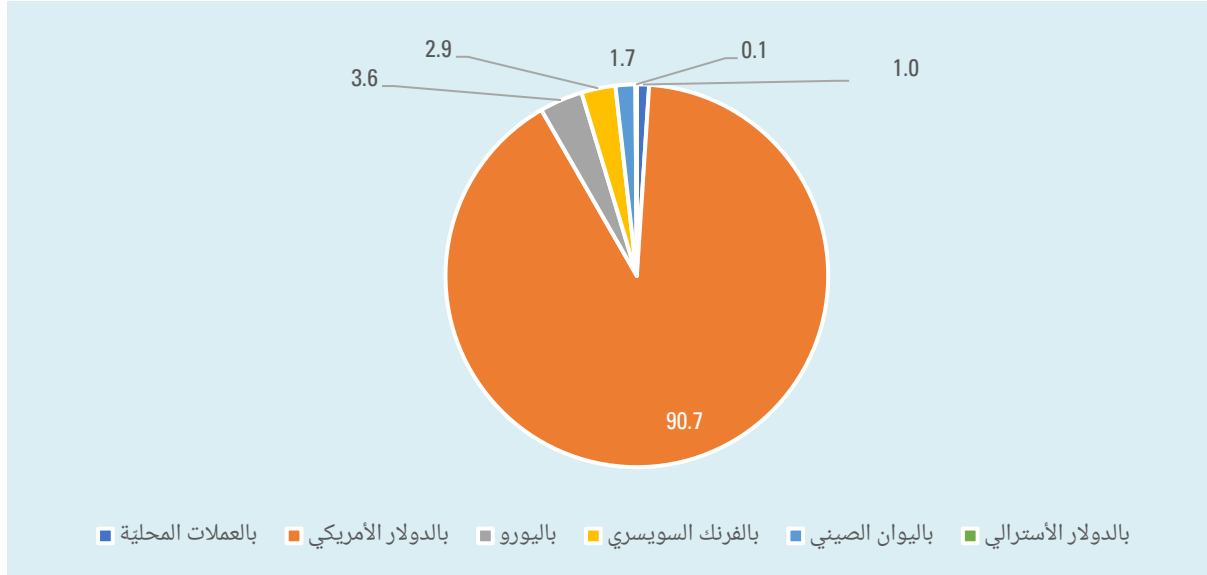
3. الدولار يتصدّر بينما العملات المحلية تتراجع

يوضح الشكل 6 توزيع إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية، حسب العملة حيث يظل الدولار الأمريكي هو العملة السائدة في جميع الإصدارات. فقد استحوذ الدولار على 91 في المائة من سوق سندات GSSS خلال الفترة 2016-2024، تاركاً مجاًلاً صغيراً للعملات الأخرى. ويأتي اليورو في المرتبة الثانية بنسبة 3.6 في المائة، يليه الفرنك السويسري (2.9 في المائة)، واليوان الصيني (1.7 في المائة)، فالعملات المحلية (1 في المائة)، ثم الدولار الأسترالي (0.1 في المائة).

ويلاحظ أن الدولار هو العملة السائدة لكل من الفئة الرسمية وفئة الشركات بإصدارات القطاع الرسمي قيمتها حوالي 12.1 مليار دولار وإصدارات الشركات ما يناهز 20.2 مليار دولار، مما يؤكد أنه العملة المفضلة لتمويل سندات GSSS.

كذلك تستخدم جهات الإصدار السيادية اليورو واليوان الصيني بدرجة أقل، ولم تسجل أي إصدارات بالفرنك السويسري. في المقابل، تعتمد إصدارات القطاع الخاص على الدولار، ولكنها تستخدم مجموعة أوسع من العملات (اليورو، والفرنك السويسري، واليوان الصيني، والدولار الأسترالي، والعملات المحلية).

الشكل 6. إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية حسب العملة، 2016-2024
(بالنسبة المئوية من إجمالي إصدارات سندات GSSS)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance.

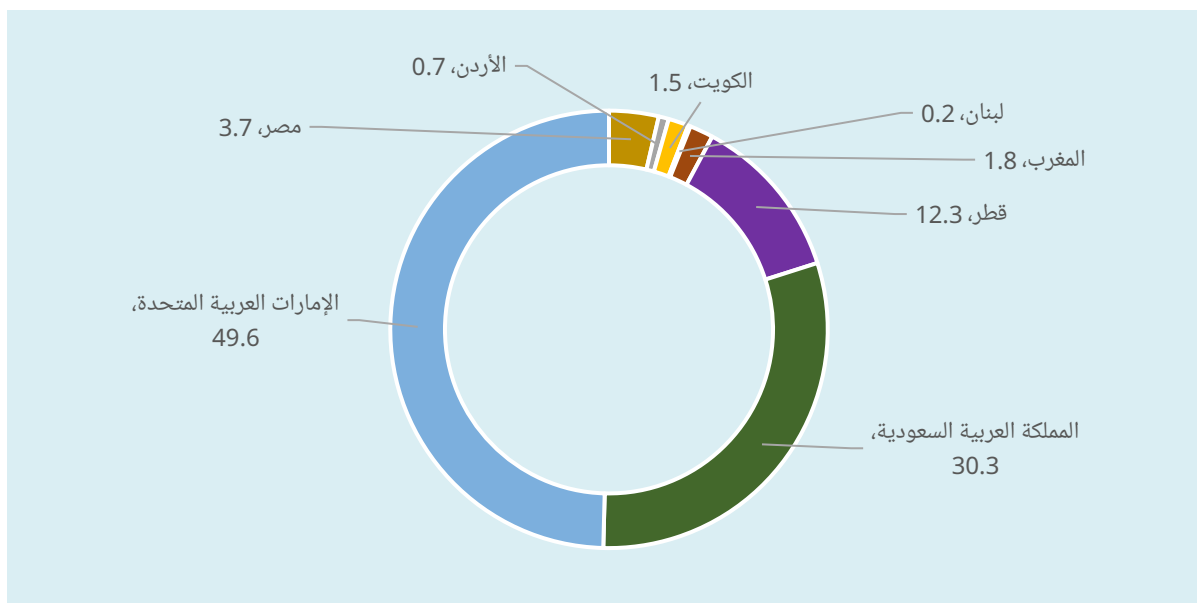
باء. إصدارات سندات GSSS في بلدان مجلس التعاون الخليجي: الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية توسّعان الفجوة مع البلدان العربية الأخرى

من السمات البارزة لسوق السندات المستدامة في المنطقة العربية تركّز الإصدارات في عدد محدود من البلدان. فقد استحوذت أربعة بلدان فقط في مجلس التعاون الخليجي هي الإمارات العربية المتحدة وقطر والكويت والمملكة العربية السعودية، على 93.3 في المائة من سوق سندات GSSS في عام 2024. وعلى مدار الفترة 2016-2024، استحوذت ثلاثة بلدان فقط هي الإمارات العربية المتحدة وقطر والمملكة العربية السعودية على 92.2 في المائة من إجمالي الإصدارات العربية لسندات GSSS (الشكل 7).

وإجمالاً، تشير البيانات إلى اعتماد كبير على العملات الدولية، وخاصة الدولار الأمريكي، في إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية.

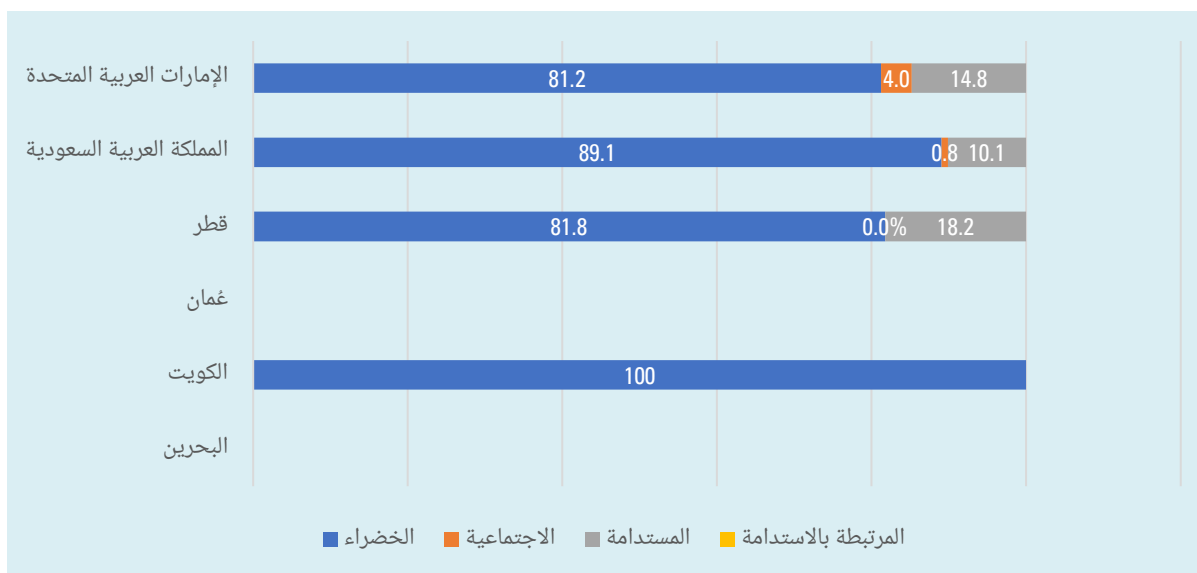
ثلاثة أسباب رئيسية تفسر هيمنة الدولار على إصدار سندات GSSS. أولاً، ارتباط عملات بلدان مجلس التعاون الخليجي، التي تهيمن بوضوح على سوق سندات الاستدامة، بالدولار. ثانياً، البلدان الأخرى التي تواجه تحديات كبيرة على مستوى المديونية، مثل الأردن ومصر، تزيد من طلبها على الدولار للوفاء بالتزامات خدمة الديون في المواعيد المحددة. ثالثاً، الرغبة في جذب المستثمرين الأجانب، ومتابعة المشاريع المستدامة، والبقاء في حالة تأهب قصوى لمواجهة مخاطر أسعار الصرف تدفع مُصدري السندات إلى إعطاء الأولوية لإصدارات العملات الأجنبية. وهكذا، تصبح المشاريع الخضراء والمستدامة، المحددة بإحكام ووضوح، جاذبة للمستثمرين الدوليين.

الشكل 7. إصدارات سندات GSSS في المنطقة العربية حسب البلد، 2016-2024
(بالنسبة المئوية من إجمالي إصدارات سندات GSSS)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance.

الشكل 8. إصدارات سندات GSSS في بلدان مجلس التعاون الخليجي، 2016-2024 (بالنسبة المئوية)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance.

جيم. إصدارات سندات GSSS في البلدان القادرة على الوصول إلى السوق باستثناء بلدان مجلس التعاون الخليجي: الفجوة مع بلدان مجلس التعاون الخليجي لا تزال تتسع

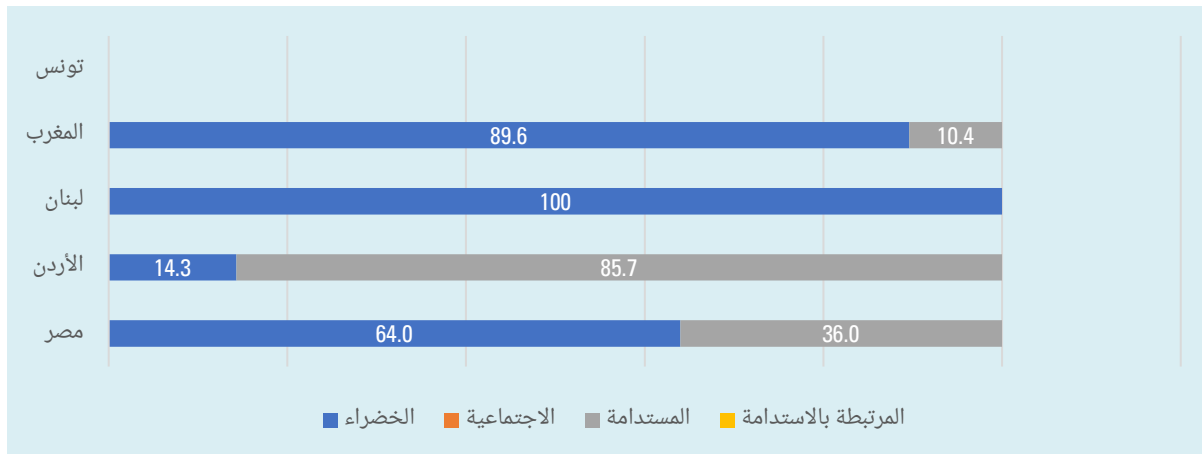
كان للبنان والمغرب وبعض البلدان الأخرى القدرة على الوصول إلى الأسواق دور ريادي في إصدار السندات الخضراء في المنطقة العربية، لكن سرعان ما تفوّقت عليها ثلاثة من بلدان مجلس التعاون الخليجي، هي الإمارات العربية المتحدة وقطر والمملكة العربية السعودية، سواء من حيث حجم الإصدارات أو عددها. وفي عام 2024، بلغ عدد الإصدارات في بلدان مجلس التعاون الخليجي 18 إصداراً، في حين لم تقم البلدان القادرة على الوصول إلى السوق، من خارج مجلس التعاون الخليجي، بأي إصدار، وهو اتجاه مستمر منذ عام 2019. ولا تزال السندات الخضراء وسندات الاستدامة تطفئ على سوق السندات المستدامة في هذه البلدان، على عكس الوضع في البلدان القادرة على الوصول إلى السوق من بلدان مجلس التعاون الخليجي التي تصدر سندات اجتماعية منذ عام 2022 (الشكل 9).

أما إصدارات سندات GSSS في بقية البلدان العربية، فإما غير منتظمة كما هو الحال في الأردن والكويت ولبنان ومصر والمغرب، وإما غير موجودة في بلدان مثل تونس والجزائر وجزر القمر والجمهورية العربية السورية وجيبوتي والسودان والصومال والعراق وعمان والأرض الفلسطينية المحتلة وليبيا وموريتانيا واليمن (الشكل 5).

وتتصدّر الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية المنطقة في الفئات الثلاث (الخضراء والاجتماعية والاستدامة)، في دلالة على نهجها الشامل والنشط في التمويل المستدام. ولقطر أيضاً حضور ملحوظ في الفئة الخضراء، حيث بلغ حجم إصداراتها من السندات الخضراء 3.362 مليار دولار. أما في الكويت، فمساهمة قطاع الشركات أكثر تواضعاً، حيث تبلغ قيمة إصداراته من السندات الخضراء 0.5 مليار دولار، ولا تسجّل أي إصدارات لسندات اجتماعية أو مستدامة (الشكل 8).

وبشكل عام، توضح البيانات مشاركة متزايدة ولكن غير متكافئة في سوق سندات GSSS في جميع أنحاء المنطقة العربية مع بروز الإمارات العربية المتحدة كرائدة في هذا المجال.

الشكل 9. إصدارات سندات GSSS في البلدان القادرة على الوصول إلى السوق باستثناء بلدان مجلس التعاون الخليجي، 2016-2024 (بالنسبة المئوية)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance

فقط صكوكاً مستدامة في عام 2023 هما مصر (سيادية) والأردن (شركات).

وفي معظم الحالات، تتكامل سندات GSSS وصكوك GSSS حيث تجذب الصكوك المستثمرين المتمسكين بتعاليم الإسلام، فتساهم في توسيع سوق التمويل الأخضر ليشمل جهات فاعلة غير تقليدية.

أما المستثمرون غير الملزمين بأحكام الشريعة الإسلامية، فيضطرون إلى تقليل اعتمادهم على سوق السندات أو البحث عن أفضل الفرص الاستثمارية لتحقيق عوائد. وفي بعض الحالات، يختار المصدرون من الشركات أو الحكومات الأداة الأنسب لمشروع مستدام معين. وتعزز هذه المنافسة الابتكار والشفافية، وتقوي عمق السوق، فتؤثر بشكل إيجابي على سوق رأس المال المستدامة.

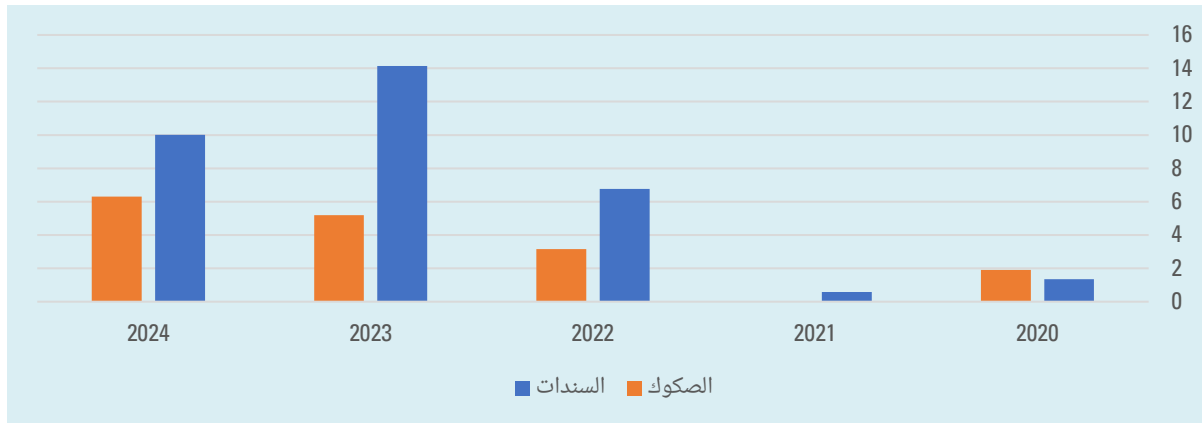
وبالمجمل، تظل الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية الجهتين المصدريتين الأساسيتين في المنطقة، وتشير المعطيات إلى تواصل هذا الاتجاه خلال السنوات المقبلة، تماشياً مع الدينامية المتزايدة لاقتصاداتهما. ورغم أهمية هذه الإنجازات، لا تؤثر هذه المكاسب إطلاقاً على عمق سوق السندات المستدامة، إذ من الصعب أن تنضج السوق دون توفر معايير واضحة وشفافة وذات مصداقية لسوق سندات GSSS.

ويتمثل السبب الأساسي في هذه الفجوة في عبء خدمة الديون، الذي يقيد السياسات الاقتصادية لهذه البلدان بحيث تستخدم الديون غالباً لتمويل عجز الميزانية بدلاً من تمويل مشاريع التنمية المستدامة. ولا ينطبق هذا الوضع قط على بلدان مجلس التعاون الخليجي، التي تتمتع بحيز مالي مريح.

وفي المنطقة العربية، لم تنجح السندات المرتبطة بالاستدامة في جذب المصدرين. ورغم أن السندات الخضراء نجحت في اختراق سوق الصكوك، فهي لا تزال المحرك الرئيسي لسوق السندات المستدامة في المنطقة.

وشهدت المنطقة العربية طفرة كبيرة في إصدار الصكوك خلال السنوات الأخيرة. ولا يزال إصدار صكوك GSSS جذاباً (الشكل 10) مع تصدر الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية القطاع. وفي عام 2024، سجل إصدار الصكوك المستدامة رقماً قياسياً، بلغ 6.3 مليار دولار مقابل 10 مليارات دولار لإصدار السندات المستدامة. وتستحوذ الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية على 92.1 في المائة من إجمالي إصدارات الصكوك مقابل 91.5 في المائة خلال الفترة 2020-2024. ومن خارج بلدان مجلس التعاون الخليجي، أصدر بلدان

الشكل 10. إصدارات سندات وصكوك GSSS في المنطقة العربية، 2020-2024 (بمليارات الدولارات)



المصدر: IFC, Bloomberg, Climate Bonds Initiative and Environmental Finance.

4. أصعب التحديات التي تواجهها أسواق سندات GSSS في المنطقة العربية

الرسائل الرئيسية

- لا بد من وضع تصنيف إقليمي للاستدامة لتعميق أسواق الديون المستدامة في المنطقة العربية وزيادة السيولة فيها. فغياب الإطار التنظيمي المشترك يحول دون امتثال أسواق السندات المحلية لمتطلبات تصنيف الاستدامة.
- لأسواق سندات GSSS دور مهم في المنطقة العربية، لا يقتصر على تعزيز المرونة الاقتصادية وغيير الاقتصادية، بل يساهم أيضاً في تحسين الشفافية والمساءلة.
- النقص في المشاريع الجاهزة للاستثمار والمقبولة مصرفياً يحد من تطور سوق سندات GSSS.
- يمكن لسوق السندات الثانوية الناضجة أن تثيري مجموع أدوات المصرف المركزي بأدوات غير تقليدية.

على رأي ثانٍ مستقل أو أن تشرك شركة تأمين خارجية (مثل شركات المحاسبة ووكالات الأبحاث المتخصصة). وهذه العملية مكلفة وبالتالي غير متاحة لبعض المصدرين الصغار في البلدان الناشئة. ونظراً إلى أن كلفتها تتراوح بين 10,000 و100,000 دولار، فهي تمثل عائقاً من شأنه أن يحبط عزيمة هذا النوع من المصدرين.

كذلك يعترض بعض المصدرين على التكاليف المرتفعة للرد على شروط الإفصاح. وتشكل هذه التكاليف عوائق تحول دون تطوير أسواق السندات المستدامة المحلية في المنطقة العربية.

المنطقة العربية واحدة من أكثر المناطق عرضة للتأثر بتغير المناخ وعبء خدمة الديون على مستوى العالم، مما يحد من قدرتها على تنفيذ تدابير التكيف اللازمة لبناء المرونة الاقتصادية والاجتماعية والبيئية.

وينطوي الاستثمار في سندات GSSS على عدة مخاطر، على المستثمرين المحتملين أخذها في الاعتبار. فإلى جانب التوترات الجيوسياسية، التي تشيع بشكل خاص في المنطقة العربية وتؤثر على ثقة المستثمرين، لا تزال أسواق السندات المستدامة متأخرة بسبب تحديات عدة تواجهها المنطقة.

ألف. استيفاء متطلبات سندات GSSS ليس من دون تكاليف

لتحبيد مخاطر التمويه الأخضر، تتطلب عملية التحقق من وضع السندات الخضراء (أو غيرها من أدوات GSSS) أن تحصل الجهات التي تصدر السندات

باء. عدم وجود تصنيفات لسندات GSSS

في قطاع التصنيف الائتماني، أظهرت الشركات الثلاث الكبرى (موديز، وستاندرد آند بورز، وفيتش)

العالية الجودة، التي لم تكتسب وكالات التصنيف بعد الخبرة اللازمة لتقييمها بشكل مباشر.

جيم. التمويل الأخضر/تمويه الاستدامة

تظهر مخاطر التمويل الأخضر/تمويه الاستدامة عندما يقوم المُصدرون بتزييف الفوائد البيئية أو الاجتماعية لمشاريعهم، أو عندما يتخلفون عن الوفاء بتعهداتهم المتعلقة بالاستدامة.

والتشكيك المتزايد بالطابع البيئي والمستدام لسندات GSSS سببه الصعوبات التي يواجهها المُصدرون في الامتثال للمبادئ التوجيهية المقبولة عالمياً (مبادرة السندات المناخية ومبادئ السندات الخضراء)، ما يفتح الباب أمام التمويل الأخضر.

ويطرح التوسع السريع في سوق سندات GSSS مشكلة خطيرة للجهات التنظيمية والمستثمرين الذين يخشون التمويل الأخضر، إذ قد يقوم المصدرون بادعاءات مبالغ فيها أو مضللة أو غير مدعومة بأدلة بشأن استدامة منتجاتهم (ICMA, 2023) لجمع الأموال بسهولة والاستفادة من الميزة الإيجابية للمنتجات الخضراء.

وفضائح التمويل الأخضر تلحق أضراراً بالأسواق الأولية والثانوية (فضيحة انبعاثات الديزل لشركة فولكس فاجن (Volkswagen) في عام 2015؛ ورسبول (Respol) في عام 2017؛ وسندات الاستدامة من تويوتا (Toyota) في عام 2020؛ وردود الفعل السلبية على السندات الخضراء لمجموعة أداني (Adani Group) في عام 2023. وهي تؤثر سلباً على سمعة المُصدر على مدى سنوات عديدة، فتعزّضه للمقاطعة والعائدات السلبية (Teichmann and others, 2023)، مما ينتج عنه عزوف المستثمرين عن سوق سندات GSSS.

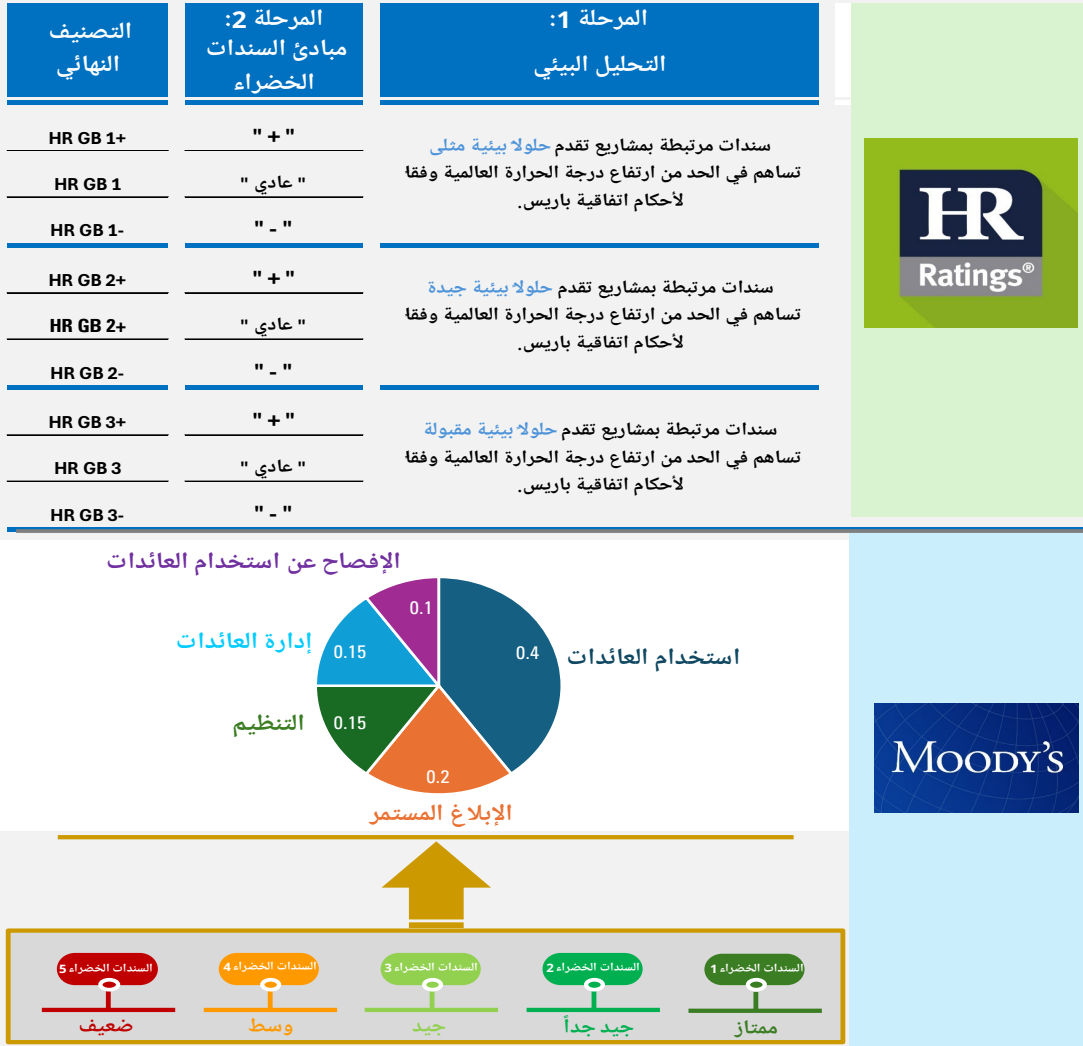
التزاماً كبيراً بإدخال معايير البيئة والمسائل الاجتماعية والحوكمة في تحليل مخاطر الائتمان، مما قد يسمح لأسواق السندات المحلية بجذب كبار المستثمرين العالميين. وتتبع تصنيفات سندات GSSS النهجين الرئيسيين التاليين.

نهج التصنيف الائتماني القياسي: هو نهج تصنيف قياسي معزّز بمعايير البيئة والمسائل الاجتماعية والحوكمة. والهدف منه ليس إجراء تقييم لسندات GSSS من خلال التدقيق في مدى التزامها بمبادئ السندات الخضراء/المستدامة، إنما السماح للمستثمرين بإجراء تقييم قائم على المعرفة لتأثير التهديدات البيئية على ملف المخاطر الإجمالي للجهات المصدرة.

نهج تصنيف سندات GSSS: لعملية التقييم التي تعتمد وكالة التصنيف دور محوري في سد فجوة المعلومات بين المصددين والمستثمرين بشأن جميع القضايا المتعلقة بالبيئة والمجتمع والحوكمة. ومن المهم التوضيح أن هذا التقييم المقترح ليس نهجاً قياسياً لتصنيف الجدارة الائتمانية ولا نهجاً قياسياً معزّزاً لتصنيف الجدارة الائتمانية، كما جاء أعلاه، بل هو نهج على مستوى GSSS تقيّم من خلاله وكالة التصنيف مدى توافق سندات GSSS مع المبادئ التوجيهية والمعايير الدولية. موديز هي وكالة التصنيف الأولى التي أطلقت منهجية وخدمة لتصنيف السندات الخضراء في عام 2016 (الإطار 6). يتيح نهج موديز لتقييم السندات الخضراء إجراء تقييم يتوافق مع أفضل الممارسات الموصى بها في مبادئ السندات الخضراء ومبادرة السندات المناخية.

تركّز بعض وكالات التصنيف على تقييم السندات الخضراء بناءً على العمليات (الإفصاح والإبلاغ وإدارة المنتجات)، وتهتمّ تقييم درجة تحويل المشاريع الممولة من السندات الخضراء إلى مشاريع خضراء. ويحتاج المستثمرون إلى المزيد من الأصول الخضراء

الإطار 6. نظرة عامة على تقييم السندات الخضراء



المصدر: HR Ratings and Moody's.

دال. قابلية استبدال الإيرادات المالية

وفي كثير من الحالات، يمكن تخصيص العائدات لإعادة تمويل النفقات السابقة، مما يولد نزاعاً بين الاستخدام المحدد لعائدات سندات GSSS السيادية ومتطلبات قابلية الاستبدال في أطر الدين العام. ويمكن التغلب على هذه المشكلة على المدى القصير، من خلال المراجعة الخارجية واعتماد معايير إبلاغ محسنة، وتشجيع المزيد من الشفافية (Cheng and others, 2022).

تشكل قابلية استبدال الإيرادات المالية ركناً من أركان الإدارة المالية العامة. وهي تطرح تحدياً حقيقياً للعديد من الجهات السيادية التي تصدر سندات GSSS، والتي غالباً ما تتجه، تحت الضغوط الناجمة عن تآكل الحيز المالي، إلى تحويل عائدات طرح سندات GSSS إلى أغراض غير مستدامة.

هـ. مخاوف بشأن القدرة على تحمل الديون

على سوق السندات المصنّفة، وتمثل 57 في المائة من الإصدارات السنوية لعام 2024 (World Bank, 2025).

ويشكل نقص المعروض من السندات المصنّفة GSSS عائقاً كبيراً أمام تنمية سوق الاستدامة. وفي المنطقة العربية، ينبغي الامتثال لمتطلبات التصنيف، نظراً للعوامل المتعددة (مثل المخاطر الجيوسياسية، وانعدام الشفافية) التي تزيد من عدم جاذبية أسواق السندات المحلية. وفي حال عدم تطبيق تصنيف إقليمي للاستدامة على أدوات الدين المستدامة، ستواجه سوق السندات المصنّفة في المنطقة العربية صعوبات في الامتثال لمتطلبات التصنيف.

وينبغي الالتزام الصارم بمعايير الشفافية والمساءلة، وإلا فسيكون من الصعب وضع تصنيف مناسب لسندات GSSS، وتسريع الانتقال إلى اقتصاد مستدام قادر على التكيف مع تغير المناخ.

زاي. النقص في المشاريع الاستثمارية المقبولة مصرفياً

في المنطقة العربية، لم تبلغ المشاريع المصنّفة GSSS المستوى المطلوب لجذب قاعدة مستثمرين كبيرة (OECD, 2022; 2023). ويحد نقص المشاريع الجاهزة للاستثمار والمقبولة مصرفياً من تطور سوق سندات GSSS في سياق يتسم بتزايد التهديدات المناخية، وبحاجة ملحة في معظم البلدان العربية إلى بناء اقتصاد مرّن، مما يساهم في تأخير عملية الانتقال الأخضر وتحقيق أهداف التنمية المستدامة.

ولتخطي هذه العقبة، على الحكومات المحلية زيادة عدد مشاريع GSSS لتلبية الطلب المتزايد على فرص الاستثمار المستدام من خلال تعاونها مع مؤسسات التنمية المتعددة الأطراف.

تواجه العديد من البلدان العربية حالياً تحدياً مزدوجاً يتمثل في الديون التي لا يمكن تحملها وتغير المناخ. وتشابك المخاطر المناخية وحالات المديونية الحرجة، فتنشئ حلقة مفرغة تنذر فيها المخاطر المناخية بمزيد من التدهور في الاقتصاد الحقيقي والتدهور في نسب الديون. وقد تؤدي الكوارث المناخية إلى انخفاض الإيرادات المالية وزيادة الحاجة إلى الإنفاق العام، مما يشكل تهديداً حقيقياً لاستدامة الديون ويؤدي إلى حالة مديونية حرجة. وبالمثل، يمكن أن تعيق خدمة الديون المرتفعة قدرة البلد على مواجهة تحديات المناخ وتنفيذ أهداف التنمية المستدامة.

ولأسواق السندات المستدامة دور هام في المنطقة العربية (ESCWA, 2022). وتحويل هذه الحلقة المفرغة إلى حلقة إيجابية من الاستدامة يتطلب إرادة سياسية قوية ومتجددة لتسريع عمليات الانتقال الأخضر والمستدام. ويجب إدراج الإصلاحات التي تتناول الانتقال إلى الممارسات الخضراء والمستدامة في المسار السياسي لضمان تنفيذها دون المخاطرة بزيادة عدم الاستقرار الاجتماعي والسياسي (Baghdadi and Labidi, 2023).

واو. نقص المعروض من سندات GSSS المصنّفة

التصنيفات الحالية لأدوات التمويل الأخضر والمستدام، مثل سندات GSSS، غير متسقة وتفتقر غالباً إلى معايير صارمة، فتنشأ عنها مخاوف تتعلق بالتمويل الأخضر (Network for Greening the Financial System (NGFS), 2024). ولا تزال إصدارات السندات الخضراء تهيمن

أدوات المصرف المركزي بأدوات غير تقليدية مثل أطر الضمانات الخضراء والتيسير الكمي الأخضر (Dafermos, 2022; Abdmoulah and Labidi, 2023; Labidi, 2024).

فبعد إضافة أطر الضمانات الخضراء والتيسير الكمي الأخضر، تدفع المصارف المركزية إلى إعادة تخصيص محفظتها لتشمل سندات صادرة عن شركات في قطاعات نظيفة أو غير ملوثة (Labidi, 2024)، مما يؤدي إلى انخفاض العائدات. وهذا من شأنه أن يشجع المشاريع الخضراء والمستدامة ويثني عن الاستثمارات غير المستدامة.

حاء. عدم انخراط المصارف المركزية في سياسات الانتقال المستدام

لم تتخذ المخاطر المناخية بعد المكانة التي تستحقها في أجندات السياسات النقدية للمصارف المركزية. ولا ينبغي أن تكتفي المصارف المركزية العربية بعضوية سلبية في شبكة تخضير النظام المالي لضمان دخولها في عملية الانتقال الأخضر (Labidi, 2024).

ونظراً للإقبال القوي على سندات GSSS، يمكن أن تثير سوق السندات الثانوية الناضجة مجموعة

الإطار 7. تخضير السياسة النقدية

سندات GSSS		السندات التقليدية	
سيادية	القطاع الخاص	سيادية	القطاع الخاص
تخفيض نسبة الخصم		استبعاد	ترفيغ نسبة الخصم
أطر الضمانات			
لها الأولوية في عملية الشراء		استبعاد	تخفيض حجم شراء السندات
التيسير الكمي			

المصدر: المؤلفون.

5. الملاحظات الختامية والتوصيات

يساهم تدهور الخدمات العامة ونقص المياه اليوم في تعزيز الوعي.

وفيما يلي توصيات رئيسية لتعزيز جهود صانعي السياسات الرامية إلى زيادة عمق سوق السندات بالعملة المحلية، وإعطاء وزن أكبر لجهات إصدار السندات الحكومية وزيادة حضورها في سوق السندات، لضمان تحقيق أهداف التنمية المستدامة بسرعة.

- على البلدان العربية وضع سياسات سليمة في الاقتصاد الكلي وتحسين احتياطها الدولي لمساعدة المستثمرين على التخفيف من الآثار السلبية للصدمات الاقتصادية (بما فيها صدمات أسعار الصرف وأسعار السلع الأساسية) والصدمات غير الاقتصادية (بما فيها المخاطر المناخية وأزمات الأوبئة، والأحداث المرتبطة بالمخاطر الجيوسياسية).
- على البلدان العربية مواصلة جهودها لتنفيذ إطار تنظيمي قوي، يتماشى مع المبادئ التي وضعها الجمعية الدولية لأسواق رأس المال أو غيرها من المعايير الدولية، لإنشاء سوق سندات تتسم بالسيولة والعمق والشفافية. وينبغي أن يكون هذا الإطار جذاباً بما فيه الكفاية للاستثمارات العامة والخاصة ولرأس المال الأجنبي والمحلي؛ ومبتكراً بما فيه الكفاية لتسهيل إدخال أدوات مالية أكثر ملاءمة للبيئة مثل سندات GSSS؛ ومرناً ولديه قدرة عالية على التكيف للتعامل بشكل أفضل مع التحديات المتزايدة في مجال التمويل والتنظيم، ومصمماً ليلائم خصوصيات كل بلد من حيث وتيرة التنفيذ وتسلسله؛ ومرناً بما فيه الكفاية

حققت أسواق السندات في المنطقة العربية مكاسب على صعيد التنوع والشفافية والمساءلة بعد أن بدأت تصدر سندات GSSS، ولكنها قد لا تستوفي ما تحتاجه لتحقيق أهداف التنمية المستدامة.

وُثِّقَ الدروس الرئيسية التالية من هذا التقرير التقني:

- تتفاوت بلدان المنطقة العربية من حيث عمق أسواق السندات المحلية، والوعي بالبيئة وبأهداف التنمية المستدامة، ووتيرة الانتقال الأخضر، والرغبة في شراء سندات GSSS، والأطر التنظيمية.
- منذ عام 2020، أصبحت الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية أكبر مُصدّرتين للسندات في المنطقة، تليهما قطر.
- لم تعد تنمية سوق السندات المحلية المستدامة خياراً بل ضرورة لسد الفجوة بين التدفقات المالية الحالية والاحتياجات المقدّرة لتحقيق أهداف التنمية المستدامة بسرعة.
- لن تتمكن أسواق السندات المحلية في المنطقة العربية من اكتساب العمق دون زيادة التنوع والتكامل العالمي في قاعدة المستثمرين.
- لا تزال السندات الخضراء المحرك الرئيسي لسوق السندات المستدامة، ولم تنجح السندات المرتبطة بالاستدامة في جذب المصدرين في المنطقة العربية.
- لم تحظ ثقافة الاستدامة بعد بالمكانة التي تستحقها في أجندة المجتمع المدني في المنطقة العربية، التي تشغلها قضايا الفقر والمخاطر الاجتماعية وحقوق الإنسان. ومع ذلك، لا بد من أن

وإنشاء سوق ثانوية عميقة للسندات تثري محفظة أدوات المصرف المركزي بأدوات غير تقليدية وتتيح له فرصة تعزيز استدامة برنامج شراء السندات، من خلال إدراج مخاطر تغير المناخ في عمليات شراء سندات القطاع الخاص؛ وإضفاء الطابع البيئي على إطار الضمانات من خلال مراجعة معايير التسعير و/أو الأهلية (European Central Bank, 2021) وتطبيق تخفيضات إضافية تتعلق بكثافة الكربون للفرد؛ وتخصيص جزء من الاحتياطي الأجنبي للأصول الخضراء والمستدامة.

- على السلطات المالية في البلدان العربية أن تزود الجهات الفاعلة في السوق بأدوات التحوط الأكثر فعالية ضد المخاطر المالية الناجمة عن الصدمات الاقتصادية وغير الاقتصادية (بما في ذلك تغير المناخ، والصدمات الجيوسياسية، والأزمات الوبائية)، وأن تعتمد، من خلال تمارين الإجهاد، نهجاً استشرافياً لتقييم الأثر المحتمل للصدمات الخارجية الخطيرة على محافظ السندات. لقد أصبح التطور المتزايد للأدوات المالية ونمذجتها بالغ الأهمية لجعل أسواق السندات المحلية أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين والأجانب؛ ولضمان العمق والسيولة في سوق GSSS.
- على البلدان العربية تعزيز الانتقال الأخضر من خلال وضع أطر تمويل مستدامة وإنشاء مؤسسات ذات صلة، مثل وحدة التمويل الأخضر التي تشرف على تفعيل الإطار التنظيمي ومراقبته وتكييفه مع المعايير الدولية؛ وتحديد المشاريع الاستثمارية المقبولة مصرفياً المرتبطة بأهداف المساهمات المحددة وطنياً؛ وإرساء نظام إنذار مبكر لتحديد المخاطر المالية المتعلقة بالمناخ.
- يتطلب تطوير سوق السندات المستدامة في المنطقة العربية حضوراً قوياً للمستثمرين على المدى الطويل، مثل صناديق الثروة السيادية وصناديق المعاشات التقاعدية وشركات التأمين. ونظراً لخبرة هؤلاء المعروفة مقارنة بالشركات

لتمكين المستثمرين الأجانب من إعادة أرباحهم إلى بلادهم بعملة قابلة للتحويل بحرية، وشراء أصول باستخدام مجموعة من الأدوات العالية الأداء المتاحة لهم، للتحوط من مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة.

- على وزارات المالية في المنطقة العربية أن تضمن لسندات GSSS السيادية دوراً محفزاً على تنمية سندات GSSS التي تصدرها الشركات. وتساهم سوق السندات السيادية GSSS بدور حاسم في تعزيز إصدارات القطاع الخاص لسندات GSSS من خلال تحسين السيولة والأسعار في سوق سندات GSSS التي تصدرها الشركات؛ وزيادة حجم إصدارات هذه السندات؛ وتحسين نوعية الإبلاغ عن هذه الإصدارات والتحقق منها.
- على الحكومات في المنطقة العربية زيادة إصدارات هذه السندات في أجنحتها التمويلية وتحفيز الشركات المصدرة على تحقيق الأهداف المتصلة بالبيئة والمسائل الاجتماعية والحوكمة. وقد يسمح الإقبال المتزايد على هذه السندات لوزارات المالية بإصدار سندات بشروط تفضيلية: بكلفة اقتراض أقل مقارنة بالسندات التقليدية بسبب العلاوة الخضراء الإيجابية؛ وبأجل استحقاق أطول، بما يتماشى مع المدة الزمنية الأطول للمشاريع الخضراء.
- من مصلحة أسواق السندات المحلية في المنطقة العربية إطلاق قطاع السندات المستدامة، لأنه يسهل استخدام مؤشرين وأداتين مفيدتين لمكتب إدارة الديون: منحى العائد الأخضر والعلوة الخضراء. وهذان المؤشران الرئيسيان مهمان لرصد أداء سوق السندات المستدامة مقارنة بسوق السندات التقليدية؛ وتوفير إطار مرجعي لإصدارات القطاع الخاص المستدامة؛ وتقييم توقعات المستثمرين بشأن مستقبل العملية المستدامة؛ وتتبع التقدم المحرز نحو تحقيق اقتصاد أخضر ومستدام.
- من الضروري تعزيز التنسيق بين السياسات المالية والنقدية، من أجل إدارة الضغوط التضخمية

المحلية تعزيز التنسيق مع مختلف الوزارات لتحديد المشاريع الخضراء والمستدامة بشكل أفضل؛ وضمان الاختيار الأفضل للمشاريع المؤهلة؛ وإعداد تقرير عن الأثر بعد الإصدار؛ والتمكّن من تنفيذ أطر تنظيمية وطنية قوية تستوفي المعايير الدولية (مبادئ الجمعية الدولية لأسواق رأس المال ومبادئ السندات الخضراء)؛ ووضع استراتيجية اتصال قوية للمستثمرين وأصحاب المصلحة الآخرين.

الحكومية المحلية والمستثمرين من القطاع الخاص، وقدرتهم على تقليل مخاطر المشاريع والتحوّط لمراكزهم الطويلة في أوقات المخاطر والتقلّبات العالية، فهم قادرون على سد الفجوة في التمويل لتحقيق أهداف صافي الصفر وأهداف التنمية المستدامة.

- لإنشاء سوق سندات مستدامة تعمل بكامل طاقتها وتساهم في بناء مستقبل عربي منيع قائم على تحقيق أهداف التنمية المستدامة، على السلطات

- Abdmoulah, W. and Labidi, M. (2023). Financing the Green Transition: Alternative instruments to meet new Challenges. Chapter in Climate Change and Sustainable Development in Arab States. Arab Planning Institute- Arab Development Report. Seventh Edition.
- Ando, S, Fu, Ch., Roch, F., and Wiriadinata U. (2023). How Large is the Greenium? IMF Working Paper. No WP/23/80.
- Baghdadi, L. and Labidi, M. (2023). Public Debt, Growth, and Stabilization in Tunisia: A New Narrative for a Structural Reform Agenda. ERF Working Paper. No. 1653.
- Berensmann, K., Dale, F., and Volz, U. (2015). Developing Local Currency Bond Markets for Long-Term Development Financing in Sub-Saharan Africa. Oxford Review of Economic Policy. 31(3–4). 350–378.
- Central Bank of Kuwait (2022). Sustainable Development and Sustainable Finance. Circular No. 2/BS, IBS/500/2022.
- Cheng, G., Ehlers, T., and Paker, F. (2022). Sovereigns and Sustainable Bonds: challenges and New Options. BIS Quarterly Review.
- Cheng, G., Ehlers, T., Packer, F., and Xiao, X. (2024). BIS Working Papers No 1198 Sovereign green bonds: a catalyst for sustainable debt market development? Monetary and Economic Department.
- Climate Bonds Initiative (2025). Sustainable Debt: Global State of the Market 2024.
- Conseil du Marché Financier (2021). Guide d'émission d'obligations vertes, socialement responsables et durables.
- Dafe F., Essers, D. and Volz, U. (2018). Localising sovereign debt: the rise of local currency bond markets in sub-Saharan Africa, LSE Research on Line.
- Dafermos, Y., Gabor, D., Nikolaidi, M., and Van Lerven, F. (2022). "Greening Collateral Frameworks". The INSPIRE Sustainable Central Banking Toolbox. Policy Briefing Paper 07.
- Economic and Social Commission for Western Asia (ESCWA) (2022). Debt Sustainability and Debt Management in the Arab Region. United Nations - Economic and Social Commission for Western Asia.
- _____ (2023). Sustainability-linked bonds – feasibility and impact potential in the Arab world. United Nations - Economic and Social Commission for Western Asia.
- _____ (2024). Survey of economic and social developments in the Arab region 2023–2024.
- Egypt Ministry of Finance (2022). Sovereign Sustainable Financing Framework.
- European Central Bank (2021). Climate Change and Central Banks: Analysing, Advising and Acting. Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the International Climate Change Conference in Venice, Italy, 11 July.
- Hillis, L. (2025). Why long-term investors are staying the course on climate change, Sustainable Views, February 18. <https://www.sustainableviews.com/why-long-term-investors-are-staying-the-course-on-climate-change-c724160c/>.
- International Capital Market Association (2023). Social Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bond.
- International Financial Corporation (2025). Emerging Market Green Bonds.

International Monetary Fund (2021). IMF Policy Paper. Review of the debt sustainability framework for market access countries. Washington, D.C.

Jordan Ministry of Finance (2024). Jordan Sovereign Green Bond Framework.

Labidi, M. (2024). Central Banks and Climate Change: Monetary Policies for Achieving Environmental Transition in the Arab Region. Arab Planning Institute - Policy Brief No 11.

Network for Greening the Financial System (2024). Synthesis report on the greening of the financial system Insights for financial actors in advanced and emerging economies, Occasional paper.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2022). Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked bonds in developing countries: How can donors support public sector issuances?

_____ (2023). Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked bonds in developing countries: The case for increased donor co-ordination.

_____ (2025). Asia Capital Markets Report 2025. Capital Market Series.

Oman Ministry of Finance (2024). Sustainable Finance Framework.

Schnabel, I. (2023) Monetary policy tightening and the green transition. Member of the Executive Board of the ECB, Speech at the International Symposium on Central Bank Independence, Sveriges Riksbank, Stockholm.

Teichmann, F.M.J., Wittmann, C., and Sergi, B.S.S. (2023). What are the consequences of corporate greenwashing? A look into the consequences of greenwashing in consumer and financial markets. *Journal of Information, Communication and Ethics in Society*. Vol 21. pp. 290–301.

United Nations Development Programme (UNDP) (2022). Identifying the 'greenium'.

World Bank (2018). Creating Green Bond Markets Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets. October.

World Bank (2025). Labeled Sustainable Bonds Market Update.



يطرح هذا التقرير أفكاراً يمكن أن تسترشد بها البلدان العربية لتعزيز أسواق السندات المحلية وجذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية في السندات الخضراء والاجتماعية والمستدامة والمرتبطة بالاستدامة (GSSS)، وبالتالي دعم الانتقال نحو اقتصادات أكثر استدامة. وقد أحرزت أسواق السندات في المنطقة العربية تقدماً في مجالات التنوع والشفافية والمساءلة، إلا أنها لا تزال غير قادرة على حشد المستوى المطلوب من رأس المال لتحقيق أهداف التنمية المستدامة.

يقدم التقرير توصيات رئيسية لتعميق أسواق السندات بالعملة المحلية وتنويع الجهات التي تصدر سندات GSSS. ويتطلب تحقيق ذلك إدارة الاقتصاد الكلي بشكل محكم، ووضع أطر تنظيمية تتوافق مع المعايير الدولية، وزيادة التنوع في قاعدة المستثمرين العالمية. ويبيّن التقرير أن إصدار سندات GSSS السيادية يمكن أن يحفّز إصدارات القطاع الخاص، على أن يُدعم بحوافز وأدوات مثل العلاوة الخضراء ومنحني العائد الأخضر، والتنسيق الوثيق على المستويين المالي والنقدي، وتطوير أدوات التحوّط من المخاطر واختبارات الإجهاد المناخي. ويعتمد بناء أسواق مرنة للسندات أيضاً على إنشاء أطر تمويل مستدامة، وحشد المستثمرين المؤسسيين على المدى الطويل، وتعزيز مؤسسات التمويل الأخضر، وتحسين عملية اختيار المشاريع والإبلاغ عنها.

