

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم اقتصادية



## أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه

الشعبة : علوم اقتصادية  
التخصص : محاسبة مالية وبنوك

العنوان

دور صناديق الثروة السيادية في الحد من آثار الأزمات المالية العالمية  
-دراسة تجارب دولية-

من إعداد  
صفية بن قدور

المناقشة بتاريخ 2018/11/29 من طرف اللجنة المكونة من:

رئيس	جامعة حسيبة بن بوعلي شلف-	أستاذ محاضر أ	حبار عبد الرزاق
مقرر	جامعة حسيبة بن بوعلي شلف-	أستاذ محاضر أ	بوفليح نبيل
ممتحن	جامعة حسيبة بن بوعلي شلف-	أستاذ محاضر أ	طيبة عبد العزيز
ممتحن	جامعة حسيبة بن بوعلي شلف-	أستاذ محاضر أ	نورين بومدين
ممتحن	المركز الجامعي تيبازة	أستاذ محاضر أ	ديب كمال
ممتحن	المركز الجامعي تيبازة	أستاذ محاضر أ	العقريب كمال

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# إهداء

إلى والدي الكريمين حفظهما الله ورعاهما..

إلى زوجي الكريم..

إلى إخوتي وكل عائلتي..

إلى صديقاتي وكل زملاء العمل بجامعة حسيبة بن بوعلي شلف..

# شكر

أولاً نحمد الله عز وجل على إيمانه لي لإتمام عملي الذي أرجو أن يكون مساهمة ولو بسيطة في المكتبة الجامعية فإن أصبت فهو من فضل الله وإن أخطأت فمن نفسي. كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذ المشرف الدكتور بوفليح نبيل على صبره وملاحظاته القيمة لإتمام العمل في صورته النهائية.

والشكر موصول لجميع أساتذتي الذين درسونا وكانوا لا يبخلون علينا بالنصح والتوجيه وأخص بالذكر الأساتذة بلعزوز، كتوش وزيدان.

كما أشكر جميع من ساعدني من قريب أو بعيد على اتمام العمل وتقديم الملاحظات وأخص بالذكر الأستاذ بن قدور عابد.

## المخلص

تهدف الدراسة إلى إظهار الدور الذي يمكن أن تساهم به صناديق الثروة السيادية في الحد من آثار الأزمات المالية العالمية، من خلال التركيز على أداء وسلوك أربع نماذج لصناديق سيادية سلعية وغير سلعية، فترة الأزمة المالية العالمية 2008، أزمة الديون السيادية الأوروبية 2011 وكذا الصدمة النفطية نهاية 2014. أظهرت الدراسة أنه على الرغم من التأثير السلبي قصير المدى للنماذج الأربعة فترة الأزمات المالية، استطاعت من تحقيق أداء إيجابي على المدى الطويل، كما اختلفت السلوك المتبع من صندوق لآخر، إما بإتباع سلوك توسعي من خلال زيادة التعرض للأسهم العامة عالميا، أو إعادة رسملة المؤسسات المالية المتضررة من الأزمة، وهو ما اعتمده كل من صندوق المعاشات العالمي للنرويج إضافة إلى جهاز قطر للاستثمار، أو بإتباع سلوك متحفظ من خلال تخفيض حجم الاستثمارات العالمية، وتخفيض نسبة الأسهم العامة أو زيادة نسبة النقد في محفظة الصندوق، وهو ما اعتمده شركة الاستثمار الصينية وشركة استثمار حكومة سنغافورة، لكن الجدير بالذكر أن سلوك شركة الاستثمار الصينية تغير من متحفظ إلى توسعي بعد أزمة 2008، كما أن صندوق المعاشات العالمي اعتمد على سلوك متحفظ محليا بعد الصدمة النفطية من خلال تخفيض قاعدة الإنفاق من 4% إلى 3%. ساهم السلوك التوسعي من دعم الاقتصاد العالمي فترة الأزمات المالية، على عكس السلوك المتحفظ الذي ساهم في دعم الاقتصاد المحلي. أما بخصوص تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات، فقد أظهرت الدراسة أن الصندوق استطاع تخفيض حجم المديونية العامة وكذا تغطية عجز الخزينة العمومية خاصة فترة 2008 و2011، وقد جنب الاقتصاد الوطني من اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، إلا أن التجربة امتازت بالعديد من النقائص أثرت سلبا على استمرارية الصندوق.

**الكلمات المفتاحية:** صناديق الثروة السيادية، الأزمات المالية، صندوق ضبط الإيرادات.

### Abstract:

The study aims to show the role that can contribute to sovereign wealth funds in reducing the impact of the global financial crises, by focusing on the performance and behavior of four models of commodity and non-commodity sovereign funds, in the period of the global financial crisis 2008, the European sovereign debt crisis 2011 as well as the oil shock end of 2014. The study showed that despite the short-term negative impact of the four models in financial crises period, it has been able to achieve positive performance in the long term, the behavior was also different in each fund, either by expanding behavior by increasing exposure to global public equities or by recapitalizing financial institutions affected by the crisis, which was adopted by Government Pension Fund – Global of Norway as well as the Qatar Investment Authority, or by adopting conservative behavior by reducing the volume of global investments, reducing the proportion of public equities or increasing the percentage of cash in the Fund's portfolio, which is adopted by China Investment Corporation and Government of Singapore Investment Corporation, but it should be noted that the behavior of China Investment Corporation changed from conservative to expansionist after the 2008 crisis, Government Pension Fund – Global also relied on conservative behavior locally after the oil shock by reducing the spending rules from 4% to 3%. The expansionary behavior has contributed in support the global economy in the period of financial crises, in contrast to conservative behavior that has contributed to support the local economy. As for the case of Algeria through the Revenue Regulation Fund, the study showed that the fund was able to reduce the public debt as well as cover the deficit of the public treasury, especially the period of 2008 and 2011, and avoided the national economy from resorting to foreign borrowing, however, the experience was characterized by many shortcomings have adversely affected the continuity of the Fund.

**Keywords:** Sovereign Wealth Funds, Financial Crisis, Revenue Regulation Fund.

# الفهرس

الفهرس

إهداء

شكر

الملخص

الفهرس

قائمة الجداول والأشكال

أ-ز	المقدمة
45-2	الفصل الأول: الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية
3	المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية
3	أولاً/ تعريف صناديق الثروة السيادية
6	ثانياً/ خصائص صناديق الثروة السيادية
7	ثالثاً/ نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية
11	رابعاً/ أهداف صناديق الثروة السيادية
12	المطلب الثاني: مميزات وتصنيفات صناديق الثروة السيادية
12	أولاً/ مميزات صناديق الثروة السيادية عن الهيئات المالية الأخرى
13	ثانياً/ تصنيفات صناديق الثروة السيادية
18	المبحث الثاني: الإطار القانوني، المؤسسي والتشغيلي لصناديق الثروة السيادية ومبادئ سنتياغو
18	المطلب الأول: المبادئ والممارسات المتعارف عليها لصناديق الثروة السيادية (مبادئ سنتياغو)
18	أولاً/ إنشاء المجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية والاعلان عن مبادئ سنتياغو
19	ثانياً/ الإعلان عن مبادئ سنتياغو
19	ثالثاً/ السمات الأساسية لمبادئ سنتياغو
21	المطلب الثاني: الإطار القانوني والمؤسسي لصناديق الثروة السيادية
21	أولاً/ الإطار القانوني لصناديق الثروة السيادية
22	ثانياً/ آلية إنشاء صناديق الثروة السيادية
23	ثالثاً/ نماذج الأطر المؤسسية لصناديق الثروة السيادية
25	رابعاً/ هيئات الإدارة والإشراف المنظمة لعمل صناديق الثروة السيادية
27	المطلب الثالث: الإطار التشغيلي لصناديق الثروة السيادية
27	أولاً/ السياسات الاستثمارية وإدارة المخاطر لصناديق الثروة السيادية

31	ثانيا/ إستراتيجية تخصيص الأصول لصناديق الثروة السيادية
34	<b>المبحث الثالث: مؤشرات تصنيف صناديق الثروة السيادية</b>
34	المطلب الأول: مؤشر الامتثال لمبادئ سنتياغو "SCI"
34	أولا/ مفهوم مؤشر الامتثال لمبادئ سنتياغو
35	ثانيا/ محددات مؤشر الإمتثال لمبادئ سنتياغو
39	المطلب الثاني: مؤشر ترومان لحوكمة صناديق الثروة السيادية
39	أولا/ مفهوم مؤشر ترومان
41	ثانيا/ تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان
43	<b>المطلب الثالث: مؤشر لينبرغ- مادول (Carl Linaburg et Michael Maduell)</b>
43	أولا/ مكونات مؤشر مؤشر لينبرغ- مادول
44	ثانيا/ تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر لينبرغ- مادول
45	<b>خلاصة</b>
95-47	<b>الفصل الثاني: دراسة تحليلية للأزمات المالية العالمية</b>
47	<b>تمهيد</b>
48	<b>المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية العالمية</b>
48	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية
48	أولا/ تعريف الأزمات المالية
49	ثانيا/ مراحل أزمات الاقتصاد
51	ثالثا/ أهم المدارس الاقتصادية المفسرة لأسباب الأزمات المالية
53	رابعا/ مؤشرات الأزمة المالية
55	المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية وانتقال عدوها
56	أولا/ أنواع الأزمات المالية
59	ثانيا/ عدوى الأزمات المالية
62	<b>المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 أسبابها وأهم تداعياتها</b>
62	المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008
63	أولا/ أزمة قطاع الرهون العقارية
67	ثانيا/ الابتكارات المالية (الهندسة المالية) ودورها في الأزمة
68	ثالثا/ التحول في طبيعة الاقتصاد العالمي
68	المطلب الثاني: آثار الأزمة المالية العالمية 2008 وأهم خطط الانقاذ
68	أولا/ المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية 2008



69	ثانيا/ آثار الأزمة المالية العالمية 2008
72	ثالثا/ أهم خطط الإنقاذ لاحتواء الأزمة المالية العالمية 2008
75	<b>المبحث الثالث: قراءة في أزمة الديون السيادية الأوروبية والصدمة النفطية نهاية 2014</b>
75	المطلب الأول: أسباب نشوء وتطور أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو
75	أولا/ أسباب أزمة الديون السيادية الأوروبية
78	ثانيا/ الأزمة في اليونان وعدوى انتقالها لدول منطقة اليورو
82	المطلب الثاني: تداعيات أزمة منطقة اليورو وأهم خطط الانقاذ
82	أولا/ تداعيات أزمة منطقة اليورو
84	ثانيا/ أهم خطط الإنقاذ لاحتواء أزمة منطقة اليورو
88	المطلب الثالث: أسباب الصدمة النفطية نهاية 2014 وأهم تداعياتها
88	أولا/ أهم الطفرات التي عرفتها أسعار النفط
90	ثانيا/ أسباب الصدمة النفطية نهاية 2014
93	ثالثا/ تداعيات الصدمة النفطية نهاية 2014
95	خلاصة
135-97	<b>الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاقتصاد المحلي والعالمي</b>
97	تمهيد
98	<b>المبحث الأول: تطور استثمارات صناديق الثروة السيادية وتوزيعها الجغرافي والقطاعي</b>
98	المطلب الأول: تطور حجم وطبيعة استثمارات صناديق الثروة السيادية
98	أولا/ الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية
100	ثانيا/ الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية السلعية وغير السلعية
101	ثالثا/ تطور الاستثمارات المشتركة لصناديق الثروة السيادية
103	المطلب الثاني: التوزيع الجغرافي والقطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية
103	أولا/ التوزيع الجغرافي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية
104	ثانيا/ توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية قطاعيا وحسب فئات الأصول
108	<b>المبحث الثاني: أثر استثمارات صناديق الثروة السيادية محليا وعالميا</b>
108	المطلب الأول: أثر استثمارات صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد المحلي
108	أولا/ أثر صناديق الثروة السيادية على المتغيرات الاقتصادية الكلية
113	ثانيا/ التكاليف، المنافع الاقتصادية والمالية لصناديق الثروة السيادية محليا
113	ثالثا/الجانب العملي لكيفية استخدام صناديق الثروة السيادية في تخفيف آثار الأزمات المالية والاقتصادية
114	المطلب الثاني: أثر استثمارات صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد العالمي

- 114 أولاً/ تأثير صناديق الثروة السيادية على أسعار الأصول المالية للمؤسسات المستهدفة
- 115 ثانياً/ الدور التوازني لصناديق الثروة السيادية على اقتصادات الدول المستقبلية لاستثماراتها
- 118 ثالثاً/ المخاطر المعرضة لها استثمارات صناديق الثروة السيادية نحو الخارج
- 119 **المبحث الثالث أهم القضايا والردود العالمية حول صناديق الثروة السيادية**
- 119 المطلب الأول: أهم القضايا المثارة حول استثمارات صناديق الثروة السيادية
- 120 أولاً/ ضعف الشفافية
- 122 ثانياً/المخاطر السياسية
- 124 المطلب الثاني: ردود فعل الدول المستضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية
- 125 أولاً/ الموقف الأمريكي
- 127 ثانياً/ موقف الاتحاد الأوروبي "L'Union Européen"
- 130 المطلب الثالث: دور المنظمات العالمية في إيجاد قواعد منظمة لعمل صناديق الثروة السيادية
- 130 أولاً/ دور منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE"
- 132 ثانياً/ دور صندوق النقد الدولي "FMI"
- 135 خلاصة
- 203-137 **الفصل الرابع: دراسة أداء وسلوك عينة من صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمات المالية**
- 137 تمهيد
- 138 **المبحث الأول: دراسة أداء وسلوك عينة من الصناديق السيادية السلعية في ظل الأزمات المالية**
- 138 المطلب الأول: دراسة تجربة "صندوق المعاشات الحكومي العالمي" للنرويج
- 138 أولاً/ نشأة وحوكمة "صندوق المعاشات الحكومي العالمي"
- 143 ثانياً/ آلية عمل "صندوق المعاشات الحكومي العالمي"
- 146 ثالثاً/ دراسة أداء وسلوك صندوق المعاشات الحكومي العالمي في ظل الأزمات المالية
- 155 المطلب الثاني: دراسة تجربة "جهاز قطر للاستثمار"
- 155 أولاً/ نشأة وتنظيم جهاز قطر للاستثمار
- 157 ثانياً/ السياسات الاستثمارية الخاصة بجهاز قطر للاستثمار
- 159 ثالثاً/ دراسة أداء وسلوك جهاز قطر للاستثمار في ظل الأزمات المالية
- 164 **المبحث الثاني: دراسة أداء وسلوك عينة من الصناديق السيادية غير سلعية في ظل الأزمات المالية**
- 164 المطلب الأول: دراسة تجربة "شركة الاستثمار الصينية"
- 164 أولاً/ نشأة وتنظيم شركة الاستثمار الصينية
- 166 ثانياً/ الإستراتيجية الاستثمارية لشركة الاستثمار الصينية
- 167 ثالثاً/ دراسة أداء وسلوك شركة الاستثمار الصينية في ظل الأزمات المالية

173	المطلب الثاني: دراسة تجرية "شركة استثمار حكومة سنغافورة"
173	أولا/ نشأة وتنظيم شركة استثمار حكومة سنغافورة
176	ثانيا/ الإستراتيجية الاستثمارية لشركة استثمار حكومة سنغافورة
178	ثالثا/ دراسة أداء وسلوك شركة استثمار حكومة سنغافورة في ظل الأزمات المالية
184	<b>المبحث الثالث: دراسة تجرية الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات</b>
184	المطلب الأول: نشأة وتطور صندوق ضبط الإيرادات
184	أولا/ نشأة صندوق ضبط الإيرادات
185	ثانيا/ الإطار القانوني لصندوق ضبط الإيرادات
188	ثالثا/ تطور رصيد صندوق ضبط الإيرادات من 2000 إلى غاية 2016
189	المطلب الثاني: دراسة سلوك صندوق ضبط الإيرادات فترة الأزمات المالية
189	أولا/ سلوك صندوق ضبط الإيرادات من حيث موارده (إيراداته)
191	ثانيا/ سلوك صندوق ضبط الإيرادات من حيث استخداماته (نفقاته)
194	ثالثا/ مميزات تجرية صندوق ضبط الإيرادات وأهم تحديات التي تواجه إنشاء صندوق سيادي بالجزائر
197	المطلب الثالث: مقارنة أداء وسلوك العينة المعتمدة في الدراسة من الصناديق السيادية فترة الأزمات المالية
197	أولا/ عرض أداء وسلوك عينة الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية فترة الأزمات المالية
201	ثانيا/ مقارنة أداء وسلوك عينة الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية فترة الأزمات المالية
203	خلاصة
211-205	<b>الخاتمة</b>
213	قائمة المراجع
227	الملاحق

قائمة الجداول

والأشكال

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
10	تقديرات حجم وعدد صناديق الثروة السيادية بين هيئات مختلفة نهاية 2016	1-1
10	توزيع حجم أصول صناديق جغرافيا	2-1
15	توزيع حجم أصول صناديق الثروة السيادية حسب مصادر تمويلها	3-1
17	التصنيف الوظيفي لصناديق الثروة السيادية	4-1
27	مبادئ سنتياغو بشأن الاستثمار وإدارة المخاطر	5-1
40	معايير مؤشر ترومان لحكومة صناديق الثروة السيادية	6-1
42	النسب الإجمالية لمؤشر ترومان الخاصة بصناديق الثروة السيادية	7-1
42	تصنيف العشر الأولى من صناديق الثروة سيادية حسب مؤشر ترومان	8-1
43	مكونات مؤشر لينبرغ- مادلر لشفافية صناديق الثروة السيادية	9-1
55	مؤشرات "Pazarbasioglu" للأزمة المالية	1-2
65	نسبة إصدارات الرهونات العقارية الحكومية والخاصة	2-2
65	قيمة إصدار أنواع سندات الرهن العقاري (مليار دولار أمريكي)	3-2
70	معدلات النمو العالمية خلال 2008 و 2009	4-2
72	متوسط معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لمجموعات الدول العربية بالأسعار الثابتة لسنة أساس 2005=100	5-2
73	أهم خطط إنقاذ الدول الأوروبية لاحتواء آثار الأزمة المالية العالمية 2008	6-2
77	نسبة الدين السيادي إلى الناتج المحلي الإجمالي للإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو (%)	7-2
78	نسبة عجز الموازنة العمومية والدين السيادي إلى PIB لأهم الدول الأوروبية خلال الأزمة (%)	8-2
82	معدلات النمو الحقيقي لكل من الاقتصاد العالمي ومنطقة اليورو من 2010 إلى 2013	9-2
83	معدل نمو حجم التجارة العالمية من 2010 إلى 2013	10-2
85	برامج الإنقاذ في منطقة اليورو لكل من اليونان، أيرلندا، البرتغال	11-2
113	تكاليف، مخاطر ومنافع صناديق الثروة السيادية في الدول المالكة لها	1-3
118	المخاطر الاستثمارية التي قد تواجه استثمارات صناديق الثروة السيادية نحو الخارج	2-3
148	تغيرات القيمة السوقية السنوية لصندوق المعاشات العالمي من 2007 إلى 2016 (مليار كرونة نرويجي)	1-4
149	تطور العائد السنوي الاسمي والصافي وفقا لسلة العملات لصندوق المعاشات العالمي (%)	2-4
167	تطور صافي العائد السنوي لشركة الاستثمار الصينية من 2008 إلى 2016 (%)	3-4

175	المهيكل التنظيمي الخاص بشركة استثمار حكومة سنغافورة	4-4
178	حجم الأصول المدارة من قبل شركة استثمار حكومة سنغافورة	5-4
179	العائد الاسمي والتقلبات السنوية لمحفظة شركة استثمار حكومة سنغافورة والمحفظة المرجعية	6-4
187	أهم المعلومات حول صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر	7-4
188	تصنيف صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمؤشر لينابورغ-مادول ومؤشر ترومان	8-4
191	استخدامات موارد صندوق ضبط الإيرادات من 2000 إلى غاية 2016 (مليون دج)	9-4
192	تطور حجم الدين الخارجي من 2000 إلى 2008	10-4
193	مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تغطية عجز الخزينة العمومية من 2006 إلى 2016 (مليون دج)	11-4
198	مقارنة أداء وسلوك عينة صناديق الثروة السيادية فترة الأزمات المالية	12-4

### قائمة الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
1-1	توزيع صناديق الثروة السيادية حسب فترات تأسيسها	9
2-1	تطور حجم الأصول العالمي صناديق الثروة السيادية	9
3-1	نموذجي الأطر المؤسساتية لصناديق الثروة السيادية	24
4-1	هيئات الحكم والاشراف على صندوق ثروة سيادي	25
5-1	تسلسل مراحل إدارة المخاطر لصناديق الثروة السيادية	30
6-1	مؤشر الإمتثال لمبادئ سنتياغو لسنة 2010	35
7-1	درجة امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنتياغو وفقا لمؤشر الديمقراطية	36
8-1	العلاقة بين مؤشر نضج الصندوق السيادي ودرجة الامتثال لمبادئ سنتياغو	37
9-1	العلاقة بين النمو الاقتصادي ومؤشر الامتثال لمبادئ سنتياغو	37
10-1	العلاقة بين مؤشر الحكم والحكومة مع درجة امتثال لمبادئ سنتياغو	38
11-1	درجة الامتثال لمبادئ سنتياغو لسنة 2013	39
12-1	مؤشرات ترومان وتطور حجم أصول صناديق الثروة السيادية	41
13-1	تصنيف الصناديق السيادية وفق مؤشر لينبرغ- مادول للربع الأول من 2017	44
1-2	تأثير أهم الأحداث على أسعار الفائدة لـ 10 سنوات في كل من اسبانيا وإيطاليا	87
2-2	تطورات أسعار النفط العالمية من 2012 إلى 2016 (دولار/برميل)	90
3-2	حجم الطلب وإمدادات العالم من النفط والغاز الطبيعي من 2012 إلى 2016 (مليون)	91

	برميل/يوم)	
93	تطور الحسابات الجارية حتى 2015 (مليار دولار أمريكي)	4-2
94	رصيد الحساب الجاري كنسبة من PIB لدول مجلس التعاون الخليجي والجزائر	5-2
94	رصيد الموازنة العامة كنسبة من PIB	6-2
99	تطور الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية من 2007 إلى 2016	1-3
100	تطور استثمارات الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية مع تغيرات أسعار النفط	2-3
102	حجم الاستثمارات المستقلة والمشاركة لصناديق الثروة السيادية	3-3
102	توزيع قيمة الاستثمارات المشتركة حسب نوع الشراكة لسنة 2016 (مليار دولار)	4-3
103	توزيع حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية محليا وعالميا من 2007 إلى 2016	5-3
104	توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب الدول المستهدفة لسنتي 2015-2016	6-3
105	توزيع حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأصول الآمنة من 2007 إلى 2016	7-3
105	نسبة القطاعات المستثمر فيها من طرف الصناديق السيادية سنة 2016 محليا ودوليا	8-3
106	توزيع أصول صناديق الادخار	9-3
106	توزيع أصول صناديق الاستقرار/الادخار	10-3
107	توزيع أصول صناديق التقاعد الاحتياطية	11-3
107	توزيع أصول صناديق استثمار الاحتياطات	12-3
110	التأثيرات المحتملة لصندوق الثروة السيادي على اقتصاد الدول المالكة لها	13-3
115	تأثير صناديق الثروة السيادية على الأسعار السوقية للمؤسسة المستهدفة	14-3
116	مقارنة حجم صناديق الثروة السيادية لسنة 2013 مع هيئات مالية عالمية (ترليون دولار أمريكي)	15-3
121	الإستراتيجية الاستثمارية ومستوى شفافية صناديق الثروة السيادية	16-3
139	التطور التاريخي لصندوق المعاشات الحكومي العالمي للترويج	1-4
142	الهيئات المشرفة والمنظمة لصندوق المعاشات الحكومي العالمي	2-4
144	قواعد السحب والإيداع لدى صندوق المعاشات الحكومي العالمي	3-4
145	أهداف الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي	4-4
146	مؤشر صندوق المعاشات الحكومي العالمي المرجعي للأسهم، السندات	5-4
147	تطور القيمة السوقية لمحفظة صندوق المعاشات الحكومي العالمي حسب فئات الأصول من 2007 إلى 2016	6-4
147	معدل نمو القيمة السوقية لمحفظة أصول صندوق المعاشات العالمي من 2007 إلى 2016	7-4
159	القيم المقدرة لحجم الأصول المدارة من طرف جهاز قطر للاستثمار	8-4

167	تطور حجم أصول شركة الاستثمار الصينية من 2008 إلى 2016	9-4
176	تطور النهج الاستثماري لشركة استثمار حكومة سنغافورة	10-4
188	تطور رصيد صندوق ضبط الإيرادات من 2000 إلى 2016 (مليون دج)	11-4
189	تطور موارد واستخدامات صندوق ضبط الموارد من 2000 إلى 2016 (مليون دج)	12-4
190	تطور فائض الجباية البترولية بين الفعلية والمقدرة (مليون دج)	13-4
190	تطورات أسعار البترول من 2000 إلى 2016	14-4



# الهدية

## المقدمة

ساهمت الأسعار المرتفعة للنفط خاصة مع بداية الألفية الثالثة، مع ازدهار التجارة الخارجية في تراكم فوائض النقد الأجنبي لدى العديد من الدول خاصة في الخليج العربي وآسيا، بما يفوق حاجة اقتصادها المحلي، وقد عملت على إدارة هذه الفوائض في إطار ما يسمى "بصناديق الثروة السيادية" أو "Sovereign Wealth Fund" بغرض تنميتها وتحقيق عوائد أعلى مقارنة بعوائد البنوك المركزية في مقابل تحمل مخاطر أكبر، وهي تسمية حديثة لظاهرة عرفت منذ خمسينات القرن العشرين، عندما قامت الكويت بإنشاء صندوقها السيادي بهدف استغلال فوائض الإيرادات النفطية بما يحقق استقرار اقتصادها ضد تقلبات أسعار النفط، وحماية الثروة للأجيال القادمة باعتبار أن النفط هو مورد طبيعي قابل للنضوب.

نمت وتطورت صناديق الثروة السيادية ولم يقتصر إنشاؤها على الدول النفطية فقط، وإنما أيضا على دول صناعية كبرى كالصين وسنغافورة، التي تمتلك أكبر الصناديق السيادية في العالم، نتيجة لذلك برزت صناديق الثروة السيادية كأطراف مؤسساتية فاعلة على الساحة المالية العالمية، خاصة مع الأزمة المالية العالمية التي أصابت الاقتصاد الأمريكي صيف 2007 وانتقال تبعاتها للدول المتقدمة الأخرى، وحتى الدول النامية ولو بنسب متفاوتة، تعرضت الصناديق السيادية حينها لنقاشات حادة من قبل الدول الغربية، بين مؤيد ومعارض لها، حول ما إذا كانت عامل استقرار أو اضطراب لاقتصاداتها، مبررة ذلك بعدة حجج كافتقار هذه الصناديق للشفافية اللازمة واحتمال إتباعها لأهداف جيوسياسية تؤثر على الأمن الوطني للدول المتلقية لاستثماراتها.

تمتاز صناديق الثروة السيادية بحجم أصولها الكبير واستثماراتها المتنوعة والطويلة الأجل، وفي المقابل تعمل في ظل ظروف عالمية غير مستقرة، عرفت العديد من الأزمات المالية، فما إن يتعافى الاقتصاد من أزمة إلا وتنشأ أزمة أخرى، كبروز أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، التي مست أهم وأكبر اتحاد للدول الأوروبية بعد بداية تعافي الاقتصاد العالمي من الأزمة المالية الأمريكية 2008، وتعتبر دول منطقة اليورو أهم وجهة للاستثمارات الأجنبية بما فيها استثمارات صناديق الثروة السيادية، إضافة إلى ذلك تدهور أسعار البترول في الأسواق العالمية نهاية 2014 وبداية 2015 من حوالي 100 دولار للبرميل إلى أقل من 50 دولار للبرميل، واستمرار هذا الانخفاض حتى 2016، ومما لا شك فيه تعرض الدول النفطية جراء ذلك للعديد من الضغوطات المالية، وبالتالي هذه الظروف كلها تشكل تحديات أمام دور صناديق الثروة السيادية في دعم اقتصاداتها المحلية كتأمين ذاتي ضد الأزمات المالية في مقابل حماية حقوق الأجيال القادمة، وكذا دورها الداعم للاقتصاد العالمي.

تعتبر الجزائر من الدول الريفية التي تعتمد بنسبة كبيرة في تمويل اقتصادها على صادرات النفط، حققت في بداية 2000 احتياطات نقد أجنبي كبيرة بفضل ارتفاع أسعار النفط، بحيث انتقلت قيمتها (بدون احتساب قيمة الذهب) من حوالي 4 مليار دولار نهاية التسعينات إلى 194 مليار دولار سنة 2013، انعكس ذلك على تحسن التوازنات الداخلية (الموازنة العامة) والخارجية (ميزان المدفوعات) للاقتصاد الوطني، ومن ثمة تحقيق فوائض معتبرة، تم تخصيصها

لدعم الاقتصاد المحلي كتسديد المديونية الخارجية، كما قامت على غرار دول نفطية أخرى بإنشاء صندوق ضبط الإيرادات الذي تم اعتباره كصندوق ثروة سيادي يهدف إلى استقرار الموازنة العامة ضد الصدمات الخارجية، لكن مع تدهور أسعار النفط نهاية 2014 شكل ذلك تحدياً أمام الاقتصاد الجزائري وكذا على موارد صندوق ضبط الإيرادات، وقد تم طرح عدة تساؤلات حول مدى استمرارية صندوق ضبط الإيرادات في دعم الاقتصاد المحلي، وكذا ضرورة إيجاد حلول بديلة لتنويع وتنمية الاقتصاد الوطني.

### أولاً/ إشكالية البحث

تتمثل إشكالية البحث من خلال طرح السؤال الرئيسي التالي:

كيف تساهم صناديق الثروة السيادية في الحد من آثار الأزمات المالية؟ وهل يمكن ضمان استدامتها في ظل استمرار هذه الأزمات؟

ويترتب على السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يعتبر دعم الاقتصاد العالمي من قبل الصناديق السيادية أولوية فترة الأزمات المالية بدلا من دعم اقتصاداتها المحلية؟
- هل حققت الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية نفس الأداء فترة الأزمات المالية؟
- بماذا إمتاز سلوك صناديق الثروة السيادية السلعية وغير السلعية فترة الأزمات المالية؟
- هل ساهم السلوك المتبع من قبل الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية فترة الأزمات المالية في الحد من آثارها؟
- هل تشكل الأزمات المالية تحدياً أمام استمرار وتطور نشاط صناديق الثروة السيادية؟
- هل نجح صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر في تحقيق أهدافه المحددة فترة الأزمات المالية؟

### ثانياً/ الفرضيات

للإجابة المبدئية على الأسئلة الفرعية ارتأينا طرح الفرضيات التالية:

- تتجه غالبية استثمارات الصناديق السيادية نحو الخارج لذا يعتبر دعمها للاقتصاد العالمي فترة الأزمات المالية ذو أولوية، بدلا من التوجه نحو اقتصاداتها المحلية.
- تختلف الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية من حيث خصائصها ودرجة تعرضها للاقتصاد العالمي لذا فإن أداءها يختلف فترة الأزمات المالية.
- امتازت الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية بإتباع سلوك توسعي فترة الأزمات المالية، من خلال زيادة تعرضها للأصول المالية بهدف استغلال فرص تدني أسعارها.
- ساهم السلوك المعتمد من قبل الصناديق السيادية سواء السلعية وغير السلعية في الحد من آثار الأزمات المالية.

➤ تمتاز الصناديق السيادية بمدى الاستثمار الطويل الأجل وكذا حجم أصولها الكبير والمتنوع جغرافيا وحسب فئات الأصول، لذا لا تشكل الأزمات المالية التي تمتاز بمدى القصير تحدي كبير أمام استمرار وتطور هذه الصناديق.

➤ لم ينجح صندوق ضبط الإيرادات من الاستمرار في تحقيقه أهدافه نظرا لتآكل أصوله مع نهاية 2016.

### ثالثا/ أهمية البحث

تكمن أهمية البحث في دراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية باعتبارها أطراف مؤسسية عالمية فاعلة، خلال فترة الأزمات المالية سواء على المستوى المحلي والدولي، فوجود بيئة عالمية غير مستقرة هو في غير مصلحة صناديق الثروة السيادية، باعتبار أن معظم استثماراتها تتجه نحو الخارج خاصة نحو الدول المتقدمة التي عرفت العديد من الاضطرابات المالية، الذي قد يؤثر سلبا على أدائها، وكذا حجم أصولها، التي تعد حق للأجيال القادمة.

### رابعا/ هدف البحث

يهدف البحث إلى دراسة علاقة صناديق الثروة السيادية بالأزمات المالية، من خلال الدور الذي يمكن أن تساهم به الصناديق السيادية في دعم اقتصاداتها المتضررة فترة الأزمة المالية، وكذا على المستوى العالمي من خلال اتجاهات استثماراتها العالمية، بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، وأزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو 2011، بالإضافة إلى الصدمة النفطية التي شهدتها أسواق النفط العالمية نهاية 2014، من خلال دراسة توجهات عينة من أربع صناديق سيادية في ظل الأزمات المالية، تختلف فيما بينها من حيث إطارها التنظيمي، أهدافها، حجم أصولها وحوكمتها، بالإضافة إلى دراسة تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات فترة الأزمات المالية.

### خامسا/ حدود البحث

تمثل حدود البحث في الحدود الموضوعية، المكانية والزمانية على النحو التالي:

➤ **الحدود الموضوعية:** ركز البحث على دراسة صناديق الثروة السيادية كمتغير مستقل ودورها في الحد من تأثير الأزمات المالية كمتغير تابع، من خلال إبراز سلوك أربع صناديق سيادية فترة الأزمات المالية، من حيث معدل العائد المحقق، تنوع استثماراتها، حجم أصولها المدارة، إجراءات السحب والإيداع في الصندوق، الاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة، بالإضافة إلى تجربة صندوق ضبط الإيرادات من خلال أهم عملياته المحققة فترة الأزمات المالية.

➤ **الحدود المكانية:** لمعالجة موضوع البحث تم اعتماد أربع صناديق ثروة سيادية، تعد من أكبر الصناديق السيادية حجما على المستوى العالمي، تصنف من حيث مصادر تمويلها إلى سلعية وغير سلعية، شملت عينة الصناديق السيادية السلعية كل من النرويج، قطر، أما عينة الصناديق غير السلعية فشملت دولتين آسيويتين هما الصين وسنغافورة، بالإضافة إلى دراسة تجربة الجزائر.

➤ **الحدود الزمانية:** تم تحديد فترة الدراسة من 2007 إلى 2016، بحيث شهدت بداية هذه الفترة بداية بروز الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية صيف 2007، كما عرفت دول منطقة اليورو سنة 2011 أزمة ديون سيادية لا تقل خطورتها على الأزمة المالية العالمية 2008، عرضت دولها لخطر الإفلاس، إضافة إلى تدهور أسعار النفط في الأسواق العالمية نهاية 2014 وبداية 2015 التي شكلت أكبر تحدي للدول المصدرة للنفط خاصة مع استمرار الانخفاض إلى سنة 2016.

#### سادسا/ المنهج المتبع

بناءً على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي من خلال أدوات الوصف والتحليل، وقد تم الاعتماد على أداة الوصف فيما يخص الفصول النظرية الثلاثة الأولى للبحث، أما فيما يخص الفصل التطبيقي فقد تم الاعتماد على أداة التحليل من خلال تحليل البيانات الإحصائية الخاصة بعينة الدراسة.

#### سابعا/ الدراسات السابقة

قصد الإمام بجوانب البحث تم الاعتماد على العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الصناديق السيادية وتأثيرها على الاقتصاد العالمي، وذلك لإظهار أهم النقاط التي تطرقت لها وكذا إضافة الجوانب المتعلقة بموضوع بحثنا، ومن هذه الدراسات نجد:

➤ أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية لحاج موسى نسيمية بعنوان "دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي -دراسة أزمة الرهن العقاري-" جامعة أحمد بوقرة بومرداس، السنة الجامعية 2014-2015، تناولت الباحثة إشكالية فعالية صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المحلي والدولي بالتركيز على أزمة الرهن العقاري، وقد توصلت الدراسة إلى أن صناديق الثروة السيادية ساهمت في التخفيف من حدة أزمة الرهن العقاري في أمريكا وأوروبا وفي بعض الدول العربية من خلال إعادة رصمة المؤسسات المالية المتعثرة، لكن في المقابل أثرت الأزمة على أداء الصناديق السيادية من ناحية انهيار أسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية العالمية، وكذا تراجع موارد الصناديق السيادية، وقد اعتبرت أنه من غير المحتمل أن تختفي ظاهرة صناديق الثروة السيادية على المدى المتوسط والطويل.

➤ أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية لبن عيشوبة رفيقة بعنوان "صناديق الثروة السيادية وتحديات العولمة -دراسة حالة الجزائر-"، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2015-2016، تمحورت إشكالية الباحثة حول إمكانية صناديق الثروة السيادية في مواجهة التحديات التي تفرضها التحولات الاقتصادية الدولية، تتمثل هذه التحديات أساساً في الأزمات المالية، الحوكمة والتحديات الجيوسياسية، مع عرض تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الموارد، وقد توصلت الدراسة أن صناديق الثروة السيادية استطاعت أن تعزز من مركزها بالرغم من التحديات التي واجهتها اقتصادية كانت أو سياسية من خلال استكشاف فرص استثمار خارج أنساق

الاستثمارات التقليدية وتوزيع المخاطر على فئات الأصول المختلفة، وقطاعات صناعية جغرافية متباينة، كما ساهمت مبادئ سنتياغو في التخفيف من حدة المخاوف الغربية، إلا أن الفضل الأكبر يرجع إلى الأزمة المالية، حيث أثبتت فائد هذه الصناديق على المستوى العالمي. كما اعتبرت أن الجزائر استفادت إلى حد كبير من إنشاء صندوق ضبط الموارد، لكن بمقارنة أدائه مع باقي الصناديق السيادية العالمية اعتبرت أنه يعاني من عدت نقائص لم تمكنه من التكيف مع مختلف التغيرات.

➤ مقالة لنبييل بوفليح بعنوان "دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 48-49، خريف 2009-شتاء 2010، وقد قام الباحث بإبراز دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية العالمية، وخلص إلى أنه بالرغم من النجاح النسبي الذي حققته تدخلات صناديق الثروة السيادية خاصة الشرق الأوسطية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية للحفاظ على استقرارها وسيولتها صيف 2007 لم يمنع هذا من الحد من توسع الأزمة وتحولها إلى أزمة اقتصادية عالمية نهاية 2008 وبداية 2009، وقد أرجعه إلى فشل السياسات الانفرادية لمعالجة الأزمة في تلك الفترة من قبل الدول المتقدمة.

➤ مقالة لهشام حنضل عبد الباقي بعنوان "رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، مجلة التعاون، وهي مجلة فكرية محكمة تصدر عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية للسنة الثالثة والعشرون، العدد 69، مارس 2010، الرياض، تناولت الدراسة أهم الآثار المترتبة على الصناديق السيادية سواء على مستوى الاقتصاد الأم (المنشئ للصندوق) و على الأسواق المالية للدول المضيفة لها، كما ركزت الدراسة على الصناديق السيادية لدول المجلس الخليجي ورأت أن دورها كان ضعيفا في التخفيف من حدة الأزمة المالية العالمية على اقتصاداتها الوطنية وذلك نظرا لمجموعة من العوائق والصعوبات تحول دون الاستغلال الأمثل لها، وفي الأخير تم تقديم مجموعة من الاقتراحات لتفعيل دورها لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية.

➤ ورقة عمل لـ "Tamara Gomes" بعنوان: **The impact of sovereign wealth funds on international financial stability**, discussion paper N° 2008-14, Bank of Canada, September 2008. تناولت الدراسة تحليلا لآثار صناديق الثروة السيادية على الاستقرار المالي العالمي، وتوصلت إلى أنه يمكن أن تؤثر صناديق الثروة السيادية إيجابيا على استقرار الأسواق المالية العالمية، من خلال استثماراتها طويلة الأجل وتزويدها بالسيولة اللازمة، تنوع محفظة أصولها وتوزيع المخاطر، وبالتالي التخفيف من حدة الاضطرابات المالية، كما أنها تعتبر أداة لإدارة فوائض الدولة التي من شأنها تخفيف الضغوط التضخمية، كما يمكن أن يكون لها أثر سلبي على الاستقرار المالي من خلال غياب الشفافية وسلوك القطيع، ومن ناحية أخرى فإجراءات الحماية المالية المطبقة من طرف الدول المستضيفة لاستثمارات الصناديق السيادية لحماية القطاعات الحساسة يمكن أن تقيد من انتقال رؤوس الأموال عالميا والحد من فرص الاستثمار، وقد اعتبرت أن

الإدارة الحكيمة لصناديق الثروة السيادية تصب في مصلحة الدول المالكة لها، وهي فرصة لتنمية مؤسساتها وتعزيز النمو المحلي والعالمي مع المساهمة في استقرار الأسواق المالية.

➤ ورقة عمل لـ "Lefteris Tserkezis" و"Christos N.Pitelis" بعنوان: **The potential role of Sovereign Wealth Funds in the context of the EU crisis**, working paper series N<sup>0</sup> 123, FESSUD, November 2015. تناولت الدراسة تقييم لإمكانية وآثار تدخل صناديق الثروة السيادية في أسواق الدول الأوروبية لإعادة تمويل الدول المثقلة بالديون خاصة دول جنوب أوروبا من خلال مشتريات السندات بشكل رئيسي، وأيضا وسائل أخرى كالأسهم الخاصة والاستحوادات، وقد توصلت الدراسة إلى أن مشاركة صناديق الثروة السيادية في إعادة تمويل هذه الدول في ظل افتراضات معقولة يمكن أن يكون لها تأثير كبير دون أن يؤثر على أصول صناديق الثروة السيادية، وعلى الرغم من أن المساهمة الكبيرة من جانب صناديق الثروة السيادية ممكنة من الناحية الفنية، إلا أنها تشكل نتيجة غير محتملة إلى حد ما في ضوء حوافز هذه الصناديق وردود الفعل السياسية التي يمكن أن تترتب على ذلك في منطقة اليورو.

➤ ورقة عمل لـ "Abdullah Al Hassan et al" بعنوان: **Commodity-based Sovereign Wealth Funds: Managing Financial flows in the context of sovereign balance sheet**, IMF working paper n<sup>0</sup> 18/26, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, February 2018. تناولت الدراسة صناديق الثروة السيادية السلعية بالتركيز على صناديق الادخار والاستقرار فترة انخفاض أسعار السلع الأساسية الأخيرة الذي وضعها أمام مفترق طرق، من حيث دراسة الروابط المالية والاقتصادية الكلية، وكذا عرض نهج "SALM" (The Sovereign Asset and Liability Management approach) الذي يعد إطارا تحليلي لسياسات إدارة الأصول والالتزامات السيادية، وتطبيق هذا الإطار على سيناريو يتم فيه تجميع الأصول وعلى سيناريو يتم فيه سحب الأصول لتغطية فجوة التمويل بسبب انخفاض أسعار السلع، وقد توصلت الدراسة إلى أنه في ظل أسعار السلع المنخفضة التي قد تظل لفترة أطول، من الضروري بالنسبة للدول مالكة الصناديق السيادية أن تقيم العلاقة بين سد الفجوات التمويلية وتراكم/تصفية أصول صناديق الثروة السيادية في إطار "SALM"، وعلى الدول أن التي ليس لها إطار لإدارة الأصول والالتزامات أن تطور مثل هذا الإطار، لاسيما في ضوء احتياجات التمويل المحتملة على المدى القصير إلى المتوسط، واعتبر أنه من الأفضل دمج إدارة الأصول والالتزامات السيادية بطريقة تزيد من مرونة الميزانية العمومية السيادية، وأن التقييمات المناسبة لمخاطر السيولة على كل من الأصول والالتزامات في الميزانية العمومية السيادية لها دور مركزي.

تتحدد مساهمة الدراسة في الربط بين أداء وسلوك أربع صناديق سيادية سلعية وغير سلعية فترة الأزمات المالية وذلك بالتركيز على فترات 2008، 2010، 2014، على النحو التالي:

- إبراز أداء هذه الصناديق خلال فترة الأزمات المالية، من خلال العائد المحقق على المدى القصير والطويل، تطور حجم الأصول المدارة.
- إبراز سلوك هذه الصناديق من خلال استراتيجياتها المعتمدة فترة الأزمات المالية لدعم أداء الاقتصاد المحلي وكذا المساهمة في دعم الاقتصاد الدولي.
- عرض تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات وتحديد أهم استخداماته في ظل الأزمات المالية بالتركيز على الفترات 2008، 2010، 2014.
- تحديد أهم العقبات التي تواجه تفعيل صندوق ثروة سيادية في الجزائر.

### ثامنا/ أقسام البحث

قصد الإجابة على إشكالية البحث واختبار صحة الفرضيات تم تقسيم البحث إلى أربع فصول، تتحدد على النحو التالي:

**الفصل الأول:** خصص لدراسة الجانب النظري لصناديق الثروة السيادية من حيث مفهومها، نشأتها، أنواعها، وكذا تحديد إطارها القانوني والتنظيمي، وتقديم أهم المؤشرات المعتمدة في تصنيف صناديق الثروة السيادية من حيث أدائها وحوكمتها.

**الفصل الثاني:** جاء لعرض مفهوم وأنواع الأزمات المالية وتحديد أهم المدارس المفسرة لها، وكذا عرض تحليلي لأهم الأزمات المالية العالمية خلال الألفية الثالثة بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، أزمة الديون السيادية 2011 والصدمة النفطية نهاية 2014.

**الفصل الثالث:** خصص لدراسة تطور الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية من حيث حجمها وطبيعتها، ودور هذه الصناديق في دعم اقتصاداتها المحلية وكذا الاقتصاد العالمي، وتحديد أهم الردود العالمية والقضايا التي طرحت حول نشاطها.

**الفصل الرابع:** تم من خلاله دراسة أداء وسلوك عينة من أربع صناديق ثروة سيادية فترة الأزمات المالية، من حيث معدل العائد المحقق، وتطور حجم أصولها، الإستراتيجيات الاستثمارية المعتمدة، تصنف هذه الصناديق من حيث تمويلها إلى سلعية وغير سلعية، بالإضافة إلى عرض تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات وتحديد أهم استخداماته فترة الأزمات المالية، وكذا مميزات هذه التجربة وأهم التحديات التي تواجه تفعيل صندوق ثروة سيادي بالجزائر.



## الفصل الأول:

# الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية

➤ المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية

➤ المبحث الثاني: الإطار القانوني، المؤسساتي والتشغيلي لصناديق الثروة

السيادية ومبادئ استثمارها

➤ المبحث الثالث: مؤشرات تصنيف صناديق الثروة السيادية

## تمهيد

ظاهرة صناديق الثروة السيادية ليست حديثة النشأة، وقد تم إرجاعها إلى خمسينيات القرن العشرين، عندما أنشأت دولة الكويت أول صندوق سيادي بهدف إدارة مداخيلها النفطية، وتوالى بعد ذلك انشاء العديد منها بأهداف ومسميات عديدة، وخلال فترات زمنية مختلفة.

تنوع صناديق الثروة السيادية من حيث إطارها القانوني والتنظيمي بما يلي مصلحة الدول المالكة لها، وكذا من حيث درجة الشفافية والحوكمة، نتيجة لذلك تمتاز العديد منها بعدم التجانس، هذا ما دفع بهيئات عالمية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي لوضع مبادئ متفق عليها لضبط مفاهيمها وأدوارها وكذا حوكمتها.

وبغرض فهم هذه الآليات الاستثمارية الحكومية لابد من الإلمام بالجوانب النظرية المتعلقة بها، وهو ما سنتطرق إليه من خلال الفصل الأول الذي جاء بعنوان الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية، يضم ثلاثة مباحث محددة على النحو التالي:

المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية

المبحث الثاني: الإطار القانوني، المؤسسي والتشغيلي لصناديق الثروة السيادية ومبادئ سنها

المبحث الثالث: مؤشرات تصنيف صناديق الثروة السيادية

## المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية

خصص المبحث الأول للتطرق لماهية صناديق الثروة السيادية من خلال التركيز على مفهومها كمطلب أول، تصنيفات صناديق الثروة السيادية ومميزاتها عن الهيئات العمومية الأخرى كمطلب ثاني.

## المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية

سيتم التطرق لمفهوم صناديق الثروة السيادية، من خلال عرض أهم التعاريف التي قدمت لها، وكذا تطورها من حيث الحجم والعدد منذ نشأتها، وتحديد خصائصها وكذا أهدافها.

## أولا/ تعريف صناديق الثروة السيادية

هناك العديد من التعاريف التي قدمت لصناديق الثروة السيادية من قبل منظمات دولية ومؤسسات بحثية وباحثين اقتصاديين، رغم ذلك لا يوجد تعريف موحد وشامل يضم كل الجوانب والخصائص المتعلقة بها.

أهم التعاريف التي قدمت لصناديق الثروة السيادية من قبل باحثين اقتصاديين هي على النحو التالي:

➤ **تعريف "Clay Lowery"**\* قدم خلال خطابه في 21 جوان 2007 تعريف لصناديق الثروة السيادية على أنها: "وسيلة استثمار حكومية يتم تمويلها من خلال عمليات التجارة الخارجية، ويتم إدارة هذه الأصول بطريقة منفصلة عن الاحتياطات الرسمية".<sup>1</sup>

➤ **تعريف "Edwin M. Truman"** تعبر صناديق الثروة السيادية عن "مجموعة الأصول الدولية مملوكة ومدارة من طرف الحكومة، لتحقيق أهداف متنوعة اقتصادية ومالية، كما يمكن أحيانا إضافة الأصول المحلية، يتم إدارتها مباشرة من طرف وحدات حكومية، أو يمكن التعاقد مع جهات أجنبية سواء داخل أو خارج الدولة".<sup>2</sup>

➤ **تعريف "Kimmitt"** عرف صناديق الثروة السيادية على أنها: "وسائل استثمار حكومية يتم تمويلها من موجودات الصرف الأجنبي، وتدار بطريقة منفصلة عن الاحتياطات الرسمية".<sup>3</sup>

➤ **تعريف "Stephen Jen"** عرف صناديق الثروة السيادية على أنها: "وسائل استثمار حكومية تستثمر في الأصول المقومة بالعملة الأجنبية، يتم إدارتها بطريقة منفصلة عن الاحتياطات الرسمية".<sup>4</sup>

➤ **تعريف "Steffen Kern"**: من دوتش بنك عرف صناديق الثروة السيادية أو صناديق الاستثمار الحكومية على أنها: "وسائل مالية مملوكة للدولة، تدير أو تدير الأموال العمومية وتستثمرها في تشكيلة كبيرة ومتنوعة من

\* Sous-secrétaire Américain aux affaires international.

<sup>1</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, **Les Fonds Souverains**, economica, paris, France, 2011, p17.

<sup>2</sup> Edwin M. Truman, **Sovereign Wealth Fund acquisitions and other foreign government investments in the United States: Assessing the economic and national security implications**, Testimony before the committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United State Senate, 14/11/2007, P2.

<sup>3</sup> Tamara Gomes, **The impact of sovereign wealth funds on international financial stability**, discussion paper N° 2008-14, Bank of Canada, September 2008, p1.

<sup>4</sup> Stephen Jen, **Sovereign Wealth funds: What they are and what's happening**, Word economics, volume 8, n°4, October-December 2007, p1.

الأصول، يتم تمويلها أساساً من فائض السيولة في القطاع العمومي المرتبط بفوائض المالية العامة أو الاحتياطات الرسمية للبنوك المركزية".<sup>1</sup>

➤ **تعريف "Jean-Marc Puel"** عرف صناديق الثروة السيادية على أنها: "هياكل مستقلة تحت إشراف السلطات العامة يتم تمويلها من خلال احتياطات الصرف، وإدارتها بطريقة منفصلة عن الاحتياطات النقدية التي هي تحت إشراف البنوك المركزية للدول".<sup>2</sup>

➤ **تعريف "Caroline Bertin Delacour"** عرفت صناديق الثروة السيادية على أنها: "وسائط استثمار حكومية، تمول من خلال احتياطات الصرف من غير الاحتياطات الرسمية، تحقق أهداف اقتصادية كلية، استثماراتها طويلة الأجل في الأصول الأجنبية، وليست لديها التزامات واجبة الدفع".<sup>3</sup>

➤ **تعريف "محمد العريان"** عرف صناديق الثروة السيادية على أنها: "شركات استثمار مملوكة للدولة ذات آفاق زمنية طويلة، وهي هيئات استثمار مجهزة على نحو أفضل للتنقل عبر الأسواق العالمية".<sup>4</sup>

أما من حيث المؤسسات البحثية والمنظمات الدولية فتتلخص أهم التعاريف على النحو التالي:

➤ **تعريف مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية\*:** "صناديق الثروة السيادية هي صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة (مركزية ودون مركزية)، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة".<sup>5</sup>

➤ **تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE)** تم تعريفها على أنها: "تشكيلة من الأصول المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية، يتم تمويلها عن طريق احتياطات الصرف الأجنبي، صادرات الموارد الطبيعية (مثلاً البترول)، إيرادات عامة أو مداخيل أخرى".<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Steffen Kern, **Sovereign Wealth Fund: State investments on the rise**, Deutsche Bank Research, 10 September, 2007, p2.

<sup>2</sup> Jean-Marc Puel, **Les Fonds souverains « Instruments financiers ou armes politique? »**, édition Autrement, paris, France, 2009, p18.

<sup>3</sup> Caroline Bertin Delacour, **Les Fonds Souverains « ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale »**, édition les Echos, paris, France, 2009, p21.

<sup>4</sup> محمد العريان، **صناديق الثروة السيادية وفق المعتاد الجديد**، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2010، صندوق النقد الدولي، ص 44.

\* أسس صندوق النقد الدولي مجموعة العمل الدولية لكي تعنى بقضايا صناديق الثروة السيادية، وكذا تنسيق عمل هذه الصناديق بما يتماشى مع متطلبات الحكمة الرشيدة، وتأسيس مبادئ طوعية لذلك. (سيتم التطرق إليها بنوع من التفصيل لاحقاً).

<sup>5</sup> مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG)، بيان صحفي رقم 08/06، 11 أكتوبر 2008، ص 4، ص 5.

<sup>6</sup> Adrian Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu, Juan Yerm, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**, Financial Market Trends, OCDE, N° 49, volume 2008/1, p118.

- **تعريف معهد صناديق الثروة السيادية "SWFI"**\* على أنها: "صندوق استثمار أو هيئة مملوكة للدولة، ويتم استبعاد كل من احتياطات النقد الأجنبي المملوكة للسلطات النقدية لتحقيق أغراض تقليدية متعلقة بميزان المدفوعات والسياسة النقدية، المؤسسات المملوكة للدولة (SOEs) بمفهومها التقليدي، صناديق تقاعد موظفي الحكومة، أو الأصول المدارة لصالح الأفراد".<sup>1</sup>
- **تعريف معهد مكينزي الدولي:** عرف صناديق الثروة السيادية بأنه: "يتم تمويلها من خلال احتياطات البنوك المركزية للدولة، وتهدف إلى تعظيم العوائد المالية مع تحملها لمخاطر محددة".<sup>2</sup>
- **تعريف Preqin\*\*:** عرفت صناديق الثروة السيادية على أنها: "صناديق استثمار مملوكة من قبل حكومات ذات سيادة، يتم تمويلها من خلال النقد الأجنبي، والأصول الاحتياطية، تأتي هذه الأصول عموماً من تصدير الموارد الطبيعية غير المتجددة وفي مقدمتها المحروقات، أو عن طريق تحويل الاحتياطات التي تمتلكها الدول لإدارة الحساب الجاري و فوائض المالية العامة".<sup>3</sup>
- **تعريف مخبر صناديق الثروة السيادية لجامعة بكوني "Bocconi"**: عرف صناديق الثروة السيادية على أنها: "صناديق استثمار بحيث يتم امتلاكها مباشرة من طرف حكومة ذات سيادة، تدار بطريقة مستقلة عن مؤسسات الدولة الأخرى المالية والسياسية، ليس لديها في الغالب التزامات صريحة واجبة السداد، تستثمر في مجموعة متنوعة من فئات الأصول المالية لتحقيق عائدات تجارية، النسبة الأكبر من استثماراتها تتم خارجياً".<sup>4</sup>
- **تعريف "Monitor-FEEM"\*\*\*:** اعتبرت صناديق الثروة السيادية على أنها صناديق استثمار تفي بخمس خصائص هي:<sup>5</sup>

\* معهد صناديق الثروة السيادية (SWFI) أنشئ سنة 2008 هو عبارة عن مؤسسة عالمية تهدف إلى دراسة صناديق الثروة السيادية، صناديق المعاشات، البنوك المركزية، الأوقاف، وغيرها من الهيئات الاستثمارية العمومية طويلة الأجل، في مجالات الاستثمار، تخصيص الأصول، المخاطر، الحوكمة، السياسات الاقتصادية والتجارة وغيرها من المسائل ذات الصلة، مقره الرئيسي في لاس فيغاس كما لديه مكاتب في كل من واشنطن وفلوريدا.  
<sup>1</sup> معهد صناديق الثروة السيادية، على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/common-definitions/>، تاريخ الاطلاع: 2015/09/23.

<sup>2</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, Ibid., p23.

\*\* Preqin هي عبارة عن مؤسسة رائدة في مجال تقديم قاعدة بيانات حول الأصول البديلة (Alternative assets)، تأسست سنة 2003 وتعمل من خلال مكاتب لها في كل من نيويورك، لندن، سنغافورة، سان فرانسيسكو، هونغ كونغ، مانيتا، وتقدم معلومات وبيانات حول الأسهم الخاصة، العقارات، صناديق التحوط، البنية التحتية، الموارد الطبيعية، وللتفصيل أكثر يرجى تصفح موقعها الرسمي على الرابط: [/https://www.preqin.com](https://www.preqin.com)

<sup>3</sup> Preqin Ltd, **Special Report: Sovereign Wealth Funds 2013**, p3.

<sup>4</sup> Bocconi University, **The sky did not fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015**, Paolo Baffi Carefin Centre on international markets, banking, Finance and regulation, Milan, p9.

\*\*\* تأسست Monitor Group في عام 1983، وهي شركة عالمية تعمل على خدمة العملاء من خلال مجموعة من الخدمات الاحترافية، أما FEEM مؤسسة بحثية غير ربحية لدراسة التنمية المستدامة والحوكمة العالمية. معترف بها رسمياً من قبل رئيس إيطاليا سنة 1989، نمت FEEM لتصبح مركزاً رائداً للبحوث، وتوفير التحليل الموضوعي في الوقت المناسب على مجموعة واسعة من القضايا البيئية والطاقة والقضايا الاقتصادية العالمية.

<sup>5</sup> William Miracky, Bernardo Bortolotti, **Weathering the Storm: Sovereign Wealth Fund in the global Economic crisis of 2008**, Monitor-FEEM, annual report 2008-April 2009, p7.

1. مملوكة مباشرة من قبل حكومة ذات سيادة.
2. تدار بشكل مستقل عن المؤسسات المالية للدولة الأخرى.
3. ليس لديها التزامات صريحة واجبة السداد للمعاشات.
4. تستثمر في مجموعة متنوعة من فئات الأصول المالية في السعي لتحقيق عوائد تجارية.
5. تحقق نسبة كبيرة من استثماراتها المعلنة دولياً.

يتضح من خلال عرض لأهم التعاريف التي قدمت حول مفهوم صناديق الثروة السيادية أنها اتفقت حول ملكية هذه الصناديق، ومصادر تمويلها، وكذا استقلاليتها عن الاحتياطات الرسمية، واتجاه غالبية استثماراتها نحو الخارج، لكن في المقابل اختلفت حول تحديد طبيعة هذه الصناديق بحيث تم اعتبارها صناديق استثمار، هياكل أو وسائط مالية، تشكيلة من الأصول، بسبب عدم تجانسها من حيث الإطار التنظيمي، ومن خلال التعاريف المقدمة أعلاه يمكن إعطاء تعريف ملخص حول صناديق الثروة السيادية على النحو التالي:

"صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن أداة استثمار حكومية لتوظيف الفوائض المالية المحققة لدى الدولة، ذات استقلالية اتجاه الهيئات الحكومية الأخرى، تتجه استثماراتها محلياً وخارجياً بنسبة أكبر، لتحقيق عوائد أعلى في ظل مستوى مقبول من المخاطر، متبعة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتحدد حسب هدف كل صندوق".

#### ثانياً/ خصائص صناديق الثروة السيادية

حقيقة أن صناديق الثروة السيادية ذات طبيعة غير متجانسة، إلا أنه توجد خصائص مميزة لأغلبيتها يمكن ذكرها على النحو التالي:<sup>1</sup>

- يتم امتلاكها أو إدارتها من طرف الدولة، وهو الذي يمثل معيار السيادية\*.
- تتولى إدارة احتياطات الصرف الأجنبي المتأتية من صادرات المواد الأولية أو المواد المصنعة أو فوائض الميزانية لكن بطريقة منفصلة عن السلطات النقدية ووزارة المالية، وذلك لحمايتها من التدخل السياسي في عملياتها.
- تعمل على تحقيق أهداف اقتصادية كلية محددة، تتمثل أساساً في تنويع الناتج المحلي الخام أو الادخار للأجيال القادمة.

عموماً لا تتدخل صناديق الثروة السيادية بطريقة مباشرة في السياسات المتعلقة بالاقتصاد الكلي للدولة المالكة لها، إلا في ثلاث حالات استثنائية وهي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Caroline Bertin Delacour, Ibid, p 21,22.

\* تجدر الإشارة أن ملكية الصندوق قد تكون من قبل حكومة مركزية أو دون مركزية (كما أشارت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية)، فمثلاً قد نجد العديد من الصناديق التي مقرها الإمارات العربية المتحدة يتم إدراجها ضمن الصناديق السيادية، رغم أنها أنشئت على مستوى الإمارة وليس الاتحاد، باعتبار أن الإمارات هي مركز اتخاذ القرار، وتشمل هذه الصناديق كل من هيئة أبو ظبي للاستثمار (Abu Dhabi Investment Authority) وهو أكبر الصناديق السيادية عالمياً، شركة دبي للاستثمار (Investment Corporation of Dubai)، شركة مبادلة للتنمية (Mubadala Development Company)، هيئة رأس الخيمة للاستثمار.

<sup>2</sup> معهد صناديق الثروة السيادية، على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>، تاريخ الاطلاع: 2016/06/18.

- تحويل أموال للموازنات العامة من أجل تلبية حاجات طارئة.
- تقديم دعم مالي للبنوك المركزية لسد حاجات استثنائية متعلقة بميزان المدفوعات أو السياسة النقدية.
- التدخل لضمان استقرار مؤسسات أو شركات محلية تقوم بدور محوري للاقتصاد.
- تتم استثماراتها على المستوى المحلي والدولي في تشكيلة متنوعة من الأصول الخطرة.
- تتبع استراتيجيات استثمار طويلة الأجل، وتسعى للحصول على عوائد تجارية (Commercial Return).
- يعتبر صندوق للثروة بمعنى أنه لا يمول من خلال مساهمات الأفراد كما هو الحال بالنسبة لصناديق التقاعد، وبالتالي ليست عليه التزامات دورية واجبة الدفع اتجاه أفراد المواطنين.

وعليه يتم إدراج أي آلية حكومية على أنها صندوق ثروة سيادي إذا شملت كل هذه الخصائص أو معظمها.

### ثالثاً/ نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية

تم استخدام مصطلح "Sovereign Wealth Fund" أو ما يعرف "بصندوق ثروة سيادي" لأول مرة عام 2005 ضمن مقال للاقتصادي الروسي "Andrew Rozanov" تحت عنوان: "Who holds the wealth of nations ?" أي "من يملك ثروة الأمم؟"،<sup>1</sup> وقد أطلقت على الفوائض قبل ذلك "بإعادة تدوير الفوائض النفطية" أو "البترو دولار"<sup>2</sup>، ويعني ذلك استثمار الفوائض المتحققة من النفط في الدول الغربية والولايات المتحدة الأمريكية.<sup>3</sup>

صناديق الثروة السيادية ليس بالظاهرة الجديدة على الساحة المالية العالمية، بحيث أنشئت في الأصل خلال خمسينيات القرن العشرين، من طرف الدول المنتجة للبترو والمواد الأولية لمساعدة الدول على استقرار اقتصاداتها من تقلبات أسعار هذه المواد، وتوفير مصدر ثروة للأجيال القادمة، إذ أنشأت الكويت سنة 1953 "هيئة الاستثمار الكويتي" (Kuwait Investment Board) في لندن من قبل الشيخ عبد الله السالم الصباح، أين أخذت مسؤولية استثمار الفوائض الناتجة عن المداخيل البترولية، وكان ذلك قبل استقلال الكويت بستة سنوات، ويعتبر من أقدم الصناديق السيادية، وبعدها في سنة 1956 تم انشاء الصندوق الاحتياطي لمعادلة الإيرادات في كيريباتي (Kiribati Revenue Equalisation Reserve fund) من طرف السلطة الاستعمارية البريطانية لإدارة المداخيل من استخراج الفوسفات، وبعد كل من الكويت وكيريباتي أنشئت المجموعة الأولى من صناديق الثروة السيادية في سنوات 1970 خلال الطفرة النفطية الأولى، كالصندوق السنغافوري تماسك (Tamasek Holdings) سنة 1974، هيئة أبو ظبي للاستثمار (Abu Dhabi Investment Authority) في سنة 1976 الذي أصبح من أكبر الصناديق السيادية على مستوى العالم، وصندوق الاحتياطي الدائم لألاسكا (Alaska Permanent Reserve Fund) في سنة

<sup>1</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, Ibid., p16

<sup>2</sup> ماجد المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الإيرادات النفطية، من كتاب: الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية والعالمية "حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 2009، ص245.

<sup>3</sup> هشام حنضل عبد الباقي، رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة "التعاون" وهي مجلة فكرية محكمة تصدر عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية للسنة الثالثة والعشرون، العدد 69، مارس 2010، الرياض، ص24.

1976، أما سنوات الثمانينات فقد شهدت ركود في إنشاء هذه الصناديق، ففي سنة 1980 أنشأت سلطنة عمان صندوق الاحتياطي العام للدولة (State General Reserve Fund)، لإدارة المداخيل البترولية، أما سنة 1981 فقد أنشأت سنغافورة صندوقها الثاني وهو شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة (Government of Singapore Investment Corporation) لإدارة احتياطات الصرف المتراكمة نتيجة فوائض التجارة والمالية العامة، كما تم إنشاء مؤسسة استثمار بروناي (Brunei Investment Agency) سنة 1983 لإدارة مداخيل الدولة من البترول، أما المجموعة الثانية لنشأة صناديق الثروة السيادية بدأت مع بداية سنوات 1990 عندما أنشأت الحكومة النرويجية صندوق النفط النرويجي (Petroleum Fund) لتسيير المداخيل البترولية، الذي أعيد تسميته بصندوق المعاشات الاجمالي (Pension Fund-Global) في سنة 2006، ومنذ 2002 عرفت هذه الظاهرة تسارعا حادا، وبالتحديد مع نشأة كل من شركة الاستثمار الصينية (China Investment Corporation) في الصين 2007، وشركة مبادلة للتنمية (Mubadala Development Company) في أبو ظبي خلال سنة 2002، وهيئة قطر للاستثمار (Qatar Investment Authority) في قطر خلال 2005، وفي الأصل أنشئت هذه الصناديق بمبادرات من طرف أشخاص سياسيين ذوي رؤية مستقبلية أمثال الشيخ زايد بن سلطان آل النهيان مؤسس للإمارات العربية المتحدة الذي تحقق في 2 ديسمبر 1971 وإنشاء ADIA في 1976 أو لي كوان يو (Lee Kuan Yew) أول رئيس لسنغافورة ومؤسس شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة (Government of Singapore Investment Corporation) سنة 1981<sup>1</sup>، والشكل الموالي يظهر تقسيم صناديق الثروة السيادية حسب سنة التأسيس على النحو الموالي:

<sup>1</sup> انظر:

- Démarolle Alain, **Rapport sur les Fonds souverains**, ministère de l' économie de l'industrie et de l'emploi, Paris, France, 2008, p3.

- Tomas N. Carson, William P. Litmann, **Sovereign wealth funds**, Nova Science Publishers, New York, USA, 2009, p2.

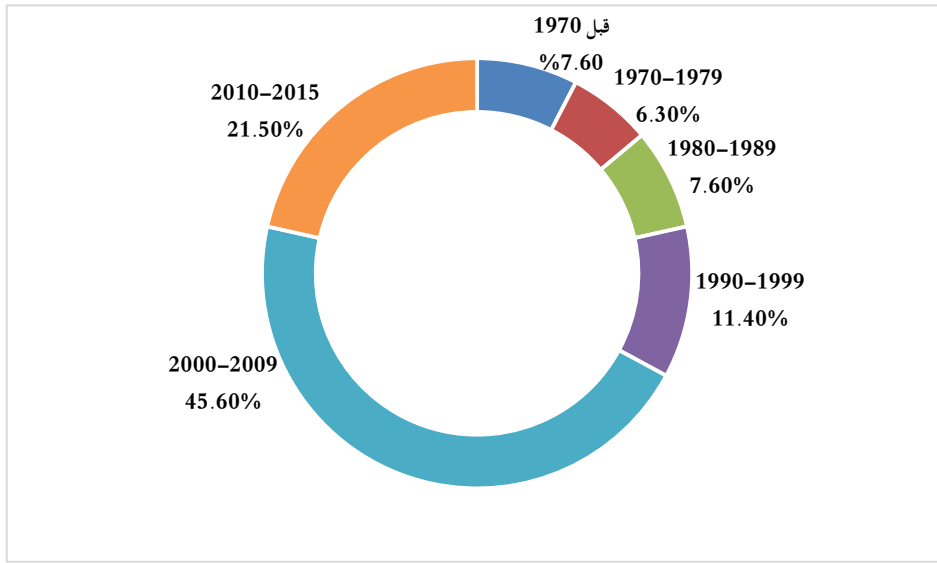
- Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit., pp 32, 34.

- Jean-Marc Puel, Ibid, p16.

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/common-definitions/>، تاريخ الاطلاع: 2016/01/02.



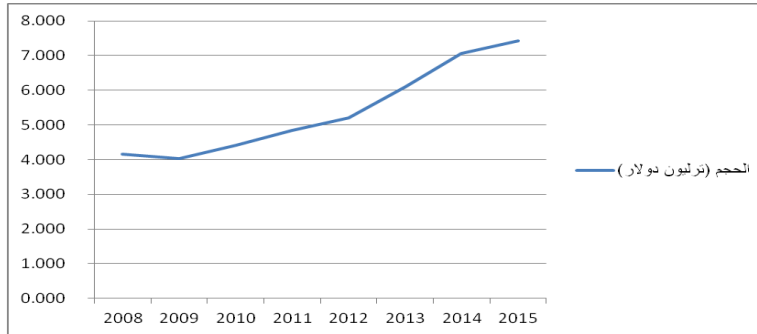
الشكل رقم (1-1): توزيع صناديق الثروة السيادية حسب فترات تأسيسها



المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية، على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>، تاريخ الاطلاع: 2016/06/18.

يظهر الشكل أعلاه تطور أعداد الصناديق السيادية المنشأة عبر العالم، وقد تم انشاء حوالي نصف الصناديق السيادية الحالية خلال الفترة 2009-2000، وذلك نظرا لتحسن أسعار البترول وازدهار التجارة العالمية وتحقيق فوائض كبيرة لدى الدول، وتبعاً لذلك زيادة الحاجة لمثل هذه الآليات لإدارة الفوائض المحققة. من ناحية أخرى عرفت حجم الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية نمواً، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-1): تطور حجم الأصول العالمي لصناديق الثروة السيادية



المصدر: تم اعداد الشكل بالاعتماد على معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>، تاريخ الاطلاع 2016/01/01.

يظهر الشكل أعلاه تزايد في حجم الأصول المدارة من قبل الصناديق السيادية على مستوى العالم، بحيث بلغت أكثر من 7 ترليون دولار في 2015، مقابل نحو 4 ترليون دولار في 2008، وذلك نظرا للزيادة في عدد الصناديق المنشأة عبر العالم وزيادة حجم الأموال الموجهة لهذه الصناديق، وذلك بفعل تحسن الاحتياطات المالية المتراكمة لدى الدول المالكة لهذه الصناديق.

تجدر الإشارة إلى أن حجم أصول صناديق الثروة السيادية تقديرية وليست فعلية، باعتبار أن العديد من هذه الصناديق لا تقدم أرقام فعلية عن حجم أصولها، وهو ما يؤدي إلى اختلاف في التقديرات ما بين مؤسسات بحثية وعالمية. وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (1-1): تقديرات حجم وعدد صناديق الثروة السيادية بين هيئات مختلفة نهاية 2016

Bocconi Lap	Prequin	SWF Institute	العدد
38	76	78	
5.62	6.51	7.44	الحجم (ترليون دولار أمريكي)

المصدر: تم اعداد الجدول بالاعتماد على: معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>. تاريخ الاطلاع: 2017/02/01.

-Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, Paolo Baffi Carefin Centre on international markets, banking, Finance and regulation, Milan, p8.

-Prequin Ltd, Special report: Sovereign Wealth Funds, August 2017, p5.

يتضح من خلال الجدول اختلاف في أعداد صناديق الثروة السيادية المعتمدة في تقارير الهيئات الثلاثة، خاصة بالنسبة لمخبر بوكوني، إذ يعتبر أكثر تحفظاً مقارنة بمعهد صناديق الثروة السيادية ومؤسسة بروكن، فيما يتعلق بالمعايير التي يعتمدها لإدراج صناديق الثروة السيادية، فمثلاً لا يدرج مؤسسة النقد السعودية SAMA ضمن تقاريره. وبالاعتماد على معهد صناديق الثروة السيادية بلغ نهاية سنة 2016 عدد الصناديق السيادية 78 صندوقاً، بأصول قدرت بـ 7 442,33 مليار دولار أمريكي، تتوزع جغرافياً على مختلف مناطق العالم، على النحو التالي:

الجدول رقم (2-1): توزيع حجم أصول صناديق جغرافياً نهاية 2016

أمريكا (الشمالية واللاتينية)	جنوب إفريقيا	أوروبا	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	آسيا	العدد
21	8	6	20	23	
206,9	9,43	1 038,4	3 138,6	3 043,3	الحجم (مليار دولار أمريكي)

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 1

تحتل كل من آسيا والشرق الأوسط وشمال إفريقيا المرتبة الأولى عالمياً من حيث عدد الصناديق السيادية والبالغ 23 و20 صندوق سيادي على التوالي من مجموع 78 صندوق، بحجم أصول تجاوزت 6 ترليون دولار في مجموعها، وتمثل ما نسبته حوالي 41%، و42% من حجم الكلي للصناديق السيادية على التوالي، أما بالنسبة للصناديق الأوروبية فتمثل تقريباً 14% من حجم الكلي للصناديق السيادية، ويحتل الصندوق النرويجي المركز الأول عالمياً وأوروبياً، وقد قدرت أصوله بـ 885 مليار دولار وهو ما تمثل 85% من حجم الصناديق السيادية الأوروبية (انظر الملحق 1)، أما الحجم المتبقي فيتوزع بين أمريكا بنسبة أكبر وجنوب إفريقيا.

لم تكن صناديق الثروة السيادية محل اهتمام على المستوى العالمي فترة السبعينات والثمانينات، ويرجع سبب الاهتمام بها إلى ثلاثة أسباب رئيسية وهي:<sup>1</sup>

➤ النمو السريع لحجم الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية وأعدادها عبر العالم واحتمالية نموها مع الزمن.

ووصل حجمها إلى أكثر من 7 ترليون دولار أمريكي نهاية سنة 2016 (انظر ملحق 1)، مقابل 500 مليار دولار أمريكي بداية التسعينات.<sup>2</sup>

➤ التنوع السريع في أصول صناديق الثروة السيادية مما أدى إلى زيادة استثماراتها في أسهم الشركات الأجنبية المدرجة في البورصة، أو في بعض الحالات البحث عن مشاركات مهمة داخل هذه الشركات.

➤ نشأة صناديق سيادية من قبل أطراف حكومية جديدة كالصين وروسيا والتي تعتبر مملوكة من قبل نظم سياسية يصعب مراقبتها وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى الإقليمي والعالمي.

#### رابعاً/ أهداف صناديق الثروة السيادية

إنشاء صناديق سيادية يعني وجود هيئات مستقلة لتعظيم الثروة على المدى الطويل، تمتلك خبرة في مجال إدارة الأصول، تحقق أهداف عديدة:<sup>3</sup>

➤ حماية الموازنة العامة والاقتصاد المحلي من تقلبات أسعار المواد الأولية، وبالتالي تحقيق استقرار في العوائد المتأتية من تصديرها، باعتبار أن أسواق السلع الأساسية وخاصة البترول تخضع لتقلبات كبيرة ومفاجئة في الأسعار، وهو الهدف الأساسي لصناديق الثروة السيادية السلعية كهيئة الكويت للاستثمار، هيئة الاستثمار الليبي، صندوق الاحتياط في روسيا، صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في الشيلي (ضد تقلبات أسعار النحاس).

➤ تكوين مدخرات للأجيال القادمة، من خلال حماية العوائد المتأتية من مصادر طبيعية غير متجددة، وتوظيفها في أصول مالية دائمة، وهو ما يسمح بالتوزيع العادل لعوائد الموارد الطبيعية ما بين الأجيال، والحماية ضد الاستغلال المفرط للطاقة تحت ما يسمى "بالمريض الهولندي".\*

➤ إدامة رواتب المعاشات لشريحة المتقاعدين، وتغطية التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للحكومة، لا يتم تمويل الصناديق السيادية في هذه الحالة من مساهمات التقاعد للأفراد، ونجد ذلك على سبيل

<sup>1</sup> Démarolle Alain, Ibid., p3.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مداخلة مقدمة ضمن مؤتمر حول "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13 و14 آذار 2009، ص4.

<sup>3</sup> Caroline Bertin Delacour, op-cit, p p 32, 38.

\* يشير "المريض الهولندي" إلى التغييرات في هيكل الإنتاج التي من المتوقع حدوثها في أعقاب طفرة مثل اكتشاف الموارد الطبيعية، أو ارتفاع في الأسعار الدولية للسلعة القابلة للتصدير التي ينظر إليها على أنها دائمة، ومن المتوقع خاصة أن تشمل هذه التغييرات الهيكلية انكماش أو ركود القطاعات الأخرى القابلة للتداول في الاقتصاد، وأن يرافقه ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للبلد، وحيث أن القطاع المزدهر هو نفط أو معادن، فإن القطاعات المتدهورة المتراجعة ستشمل التصنيع والزراعة. انظر:

Milan Brahmhatt, Otaviano Canuto, and Ekaterina Vostroknutova, **Dealing with Dutch Disease**, Economic Premise, Number 16, June 2010, The World Bank, p1.

المثال في كل من صندوق المستقبل الأسترالي، صندوق التقاعد النيوزلندي، صندوق التقاعد الاحتياطي في الشيلي.

➤ تحسين وكسب عوائد أكبر، وهو حال شركات استثمار الاحتياطات التي أنشئت لغرض زيادة أداء احتياطات الصرف الأجنبي حسب تعريف صندوق النقد الدولي، بحيث يمكن استثمار هذه الاحتياطات بطريقة أفضل مقارنة بالأسلوب التقليدي المطبق على الاحتياطات الرسمية (طريقة متحفظة)، ويتم ذلك من خلال وضعها في صندوق سيادي ليطم استثمارها في أصول ذات مخاطر وتنوع عاليين مما يرفع من العائد، وهو هدف كل من شركة الاستثمار الصينية CIC، شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة GIC وشركة الاستثمار الكورية KIC.

➤ تقدم مساعدات لتمويل مشاريع التنمية الاجتماعية والاقتصادية، أو تعزيز السياسات الصناعية التي قد تزيد نمو الإنتاج المحتمل في بلد ما، كتمويل مشاريع البنية التحتية، إقامة شراكات صناعية، الاستثمار في قطاعات استراتيجية، وهو هدف على سبيل المثال صندوق تماسك في سنغافورة، صندوق خزانة الماليزي، صندوق الاستثمار العمومي في السعودية، صندوق مبادلة في أبوظبي، شركة الاستثمار لدبي.

وبالتالي تعد صناديق الثروة السيادية أدوات استثمار حكومية مهمة للدول المالكة لها، من خلال تحقيق استقرار في الاقتصاد الكلي، وكذا الادخار للأجيال القادمة، والمساهمة في تحقيق تنمية اقتصادية، خاصة إذا تحققت الشفافية والحوكمة في إدارتها وتنظيمها.

### المطلب الثاني: مميزات وتصنيفات صناديق الثروة السيادية

تعتبر صناديق الثروة السيادية ذات طبيعة خاصة تميزها عن الهيئات المالية الأخرى، ونتيجة لذلك قدمت العديد من التصنيفات لها، ومن خلال هذا المطلب سيتم التركيز على هاتين النقطتين.

#### أولاً/ مميزات صناديق الثروة السيادية عن الهيئات المالية الأخرى

تختلف صناديق الثروة السيادية عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى أساساً من خلال مصدر مواردها، وأهدافها وطبيعة عملها، وهي موضحة على النحو التالي:<sup>1</sup>

1. **البنوك المركزية:** تتميز صناديق الثروة السيادية عن البنوك المركزية من خلال نقطتين أولاً من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، وثانياً محفظة استثمارها بحيث يغلب عليها الاستثمار في الأصول الأقل سيولة والأكثر مخاطرة كالأسهم وسندات الشركات، في حين أن البنوك المركزية ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف، تستثمر أساساً في السندات الحكومية، وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل النرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح الوزارة المالية.

<sup>1</sup> انظر:

- عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص4.

- Démarolle Alain, op.cit., p3.

- Caroline Bertin Delacour, op-cit, p p 62,65.

2. **صناديق المعاشات العمومية:** تتميز عن الصناديق السيادية كون موارد صناديق المعاشات العمومية تأتي أساساً من الاشتراكات، وليس لديها في الغالب ارتباط مباشر مع الحكومة، وتهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة.

3. **المؤسسات العمومية:** يتم امتلاك المؤسسات العمومية من قبل الحكومة وتأخذ شكل شركة تجارية وتخضع للقانون التجاري، وتهدف أساساً إلى إنتاج السلع وتقديم الخدمات، في حين أن صناديق الثروة السيادية تهدف أساساً إلى توظيف الأموال وتحقيق استثمارات وبالتالي فهي وسائط مالية عكس المؤسسات العمومية التي تعتبر وسائط تشغيلية.

4. **الأصول الاحتياطية (الاحتياطات الرسمية):** هي عبار عن الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة (كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية وتشكيل أساس يستند إليه في الاقتراض الخارجي)، وتشمل الأصول الاحتياطية الذهب النقدي، حقوق السحب الخاصة، الوضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي وأصول احتياطية أخرى.<sup>1</sup>

#### ثانياً/ تصنيفات صناديق الثروة السيادية

قدمت العديد من التصنيفات لصناديق الثروة السيادية، حسب عدة معايير، يمكن إيجازها على النحو التالي:

1. **التصنيف حسب الأهداف:** قسم صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية وفقاً لأهدافها البارزة إلى خمس فئات رئيسية هي:<sup>2</sup>

➤ **صناديق الاستقرار المالية العامة (Stabilisation Funds):** وهي صناديق عادة تنشئها الدول الغنية بالموارد الطبيعية بغية حماية أو عزل الموازنة العامة والاقتصاد الكلي من تقلبات أسعار تلك المواد (النفط عادة)، إذ تراكم تلك الصناديق موجودات مالية خلال السنوات التي تتسم بالعوائد التصديرية العالية بغية استخدامها في سنوات لاحقة تحتل فيها شروط التبادل التجاري الدولي، وأنشئت صناديق الاستقرار لتسهيل الإيرادات المالية وضمان انسيابها خلال السنة المالية، أو لغرض تعقيم التدفقات الداخلة من العملة الأجنبية (sterilizing capital inflows).

➤ **صناديق الادخار للأجيال القادمة (Saving Funds):** وهي تعبر عن رغبة الحكومات بأهمية أن تكون عوائد موارد البلاد الطبيعية السيادية مشتركة عبر الأجيال، بحيث تتولى صناديق الادخار في البلدان الغنية بالموارد

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية: المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، واشنطن، 2013، ص3-13.

<sup>2</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان دهورن، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية "قضايا لصناع السياسات"، صندوق النقد الدولي، 2010، ص60.

الطبيعية إلى تحويل عوائد الموارد الطبيعية غير المتجددة إلى حافظات أصول أكثر تنوعاً، وبالتالي تسمح هذه الصناديق بتوزيع عوائد المواد الأولية بطريقة عادلة عبر الأجيال، وتخفيف آثار المرض الهولندي.

➤ **مؤسسات استثمار الاحتياطات (Reserve Investment Corporations):** يعد استثمار في الاحتياطات الدولية بمثابة كيان منفصل وظيفته إما خفض التكاليف السالبة الناجمة عن الاحتفاظ بالاحتياطات، أو لمواصلة السياسات الاستثمارية ذات العوائد العالية، وينظر إليها في كثير من الأحيان بأنها مازالت تعد ضمن نطاق الاحتياطات (أي على الرغم من انخفاض سيولتها وارتفاع درجة مخاطرها بسبب تفضيل العائد المرتفع على السيولة).

➤ **صناديق التنمية (Development Funds):** تقدم عادة المساعدة في تمويل المشروعات الاجتماعية والاقتصادية، أو تعزز السياسات الصناعية التي قد تزيد نمو الإنتاج المحتمل في بلد ما.

➤ **صناديق طوارئ احتياطات التقاعد (Pension Reserve Funds):** (تغطي من مصادر غير مساهمات التقاعد الفردية) وهي صناديق توظف مواردها بغية إدامة رواتب والمعاشات لشريحة المتقاعدين، وتغطي التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للحكومة.

تجدر الإشارة إلى أن أهداف صناديق الثروة السيادية قد تكون متعددة أو متداخلة أو قد تتغير بمرور الوقت، فيمكن أن تتحول أهداف صناديق استقرار المالية العامة إلى صناديق ادخار للأجيال القادمة، لأن الاحتياطات المتراكمة تجاوزت على نحو متزايد المبالغ المطلوبة لتحقيق استقرار المالية العامة على المدى القصير، أو الحد من تأثير تدفقات العملات الأجنبية الداخلة، وإن تنوع أهداف صناديق الثروة السيادية إنما يعني اختلاف آفاق الاستثمار، والموازنة بين العائد والمخاطرة وهو ما يؤدي إلى اتباع سياسات استراتيجية متباينة في إدارة الصناديق، ومثال ذلك أن الصناديق التي تتوخى أهداف استقرار المالية العامة يفترض أن تكون للأجل القصير أو المتوسط، وأن تتجه إلى الاستثمار في أدوات ذات درجة مخاطر وعائدات أقل، أي تؤكد بدرجة كبيرة على السيولة، في حين أن الصناديق التي تتوخى أهدافاً ادخارية استثماراتها طويلة الأجل وبأدوات ذات عائد ودرجة مخاطرة أعلى، وتكون احتياجاتها من السيولة أقل نسبياً.<sup>1</sup>

**2. التصنيف حسب مصادر التمويل:** يمكن أن تصنف صناديق الثروة السيادية أيضاً حسب مصادر تمويلها، تتعدد هذه المصادر من صندوق سيادي لآخر كما تم توضيحه من طرف مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين أساسيتين صناديق سلعية وغير سلعية، موضحة على النحو التالي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهورن، مرجع سبق ذكره، ص 60، 61.

<sup>2</sup> Hudson Matthew, **Funds: Private Equity, Hedge and all core structures**, Wiley finance series, USA, 2014, P210.

**1-2: الصناديق السلعية (Commodity Funds):** وتسمى أيضا بصناديق النفط، لأن مصادرها تأتي بصفة أساسية من مداخل النفط، إضافة إلى مصادر طبيعية أخرى كالغاز والمعادن التي توفر مصادر للدخل لا يستهان بها.

ارتبط موضوع صناديق الثروة السيادية للبلدان النفطية إلى حد كبير بموضوع أهم وهو إدارة المالية العامة في تلك البلدان، فالمعروف أن الإيرادات من النفط تتصف بالتذبذب وعدم اليقين، ومصدرها خارجي، إضافة إلى أن الأصل المشتقة منه ناضب، والخصائص الثلاث الأولى تؤثر في مسار الانفاق العام، وكيفية تحييد آثار التذبذب واللايقين في الأجل القصير في ذلك الانفاق، وبالتالي في النمو والاستقرار الاقتصادي، أما خاصية النضوب فهي ترتبط بتحويل الإنتاج والعائدات من الأصل الناضب إلى أصول منتجة أكثر ديمومة وبشكل أعم بموضوع العدالة بين الأجيال.<sup>1</sup>

**2-2: الصناديق غير السلعية (Non-commodity Funds):** تمول الصناديق السيادية غير السلعية إما عن طريق التحويل المباشر لجزء من احتياطات النقد الأجنبي، فوائض المالية العامة ومداخل الخوصصة.

تعتبر التفرقة بين صناديق الثروة السيادية ذات الأصل السلعي (ومعظمها صناديق للبلدان النفطية) وغير السلعي أكثر دقة في تحليل أهداف ودور تلك الصناديق، ويمكن أن تكون الصناديق السلعية (النفطية) أنشئت لغرض استقرار العائدات أو الادخار عبر الأجيال (كما هو الحال في صندوق النرويج) أو لغرض الحد من آثار العائدات النفطية في الاقتصاد الكلي، وفي حالة ارتفاع أسعار النفط وتراكم الفوائض يمكن أن تتحول مهام صناديق استقرار العائدات أو حجب آثارها عن الاقتصاد المحلي إلى صناديق للادخار.<sup>2</sup>

وحسب بيانات معهد صناديق الثروة السيادية، تحتل الصناديق السلعية نسبة أكبر، مقارنة بالصناديق غير السلعية من حيث الحجم، كما هو موضح في الجدول أدناه:

الجدول رقم (1-3): توزيع حجم أصول صناديق الثروة السيادية حسب مصادر تمويلها

صناديق غير سلعية	صناديق سلعية	
3 151,90	4 290,43	الحجم (مليار دولار)
25	53	العدد

المصدر: تم اعداد الشكل بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 1.

تحتل الصناديق السلعية الممولة بعوائد المواد الأولية وعلى رأسها النفط، بالإضافة إلى بعض المعادن، حجم أكبر مقارنة بالصناديق غير السلعية (ما نسبته 57,65% صناديق سلعية، مقارنة بـ 42,35% صناديق غير سلعية)، وتعتبر الصناديق الخليجية والصندوق النرويجي من أكبر الصناديق السلعية عالميا من حيث الحجم، أما الصناديق الآسيوية (كالصناديق الصينية والسنغافورية) فتعتبر أهم الصناديق غير السلعية.

<sup>1</sup> ماجد منيف، مرجع سبق ذكره، ص 249.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 259.

**3- التصنيف التاريخي**

أنشئت وتطورت صناديق الثروة السيادية عبر مراحل مختلفة، وعليه يمكن أن تقسم الصناديق السيادية حسب هذه المراحل إلى ثلاثة فترات أساسية على النحو التالي:<sup>1</sup>

**3-1- الفترة الأولى:** تاريخياً ظهرت صناديق الثروة السيادية في بلدان الخليج العربي (الإمارات العربية المتحدة، الكويت، قطر)، وفي النرويج وكندا، بسبب الحاجة إلى وضع هياكل لاستثمار مداخيل صادرات المواد الأولية وبالتحديد البترول والغاز، وبالنسبة لسنغافورة أنشأت كل من "Temasek" في سنة 1974، و"GIC" في سنة 1981 وذلك استجابة لنفس الحاجة على المدى الطويل، من مصادر ليس فقط ناتجة عن المواد الأولية، وإنما أيضاً فوائض التجارة وخصوصاً عدم التوازن المهم بين الادخار والاستثمار (36 مليار دولار أو 27% من الناتج المحلي الإجمالي "PIB") الناتج عن المستوى العالي للادخار المحلي (53 مليار دولار أو 40% من الناتج المحلي الإجمالي "PIB") مع معدل استثمار عمومي ضعيف نسبياً.

**3-2- الفترة الثانية:** ظهر الجيل الثاني من صناديق الثروة السيادية من خلال نشأة صناديق من قبل أطراف جيوسياسية فاعلة كالصين وروسيا، ومع نشوء الجيل الثاني من صناديق الثروة السيادية أصبحت كموضوع هام، ليس فقط بسبب مميزات أو استراتيجياتها الاستثمارية الخاصة ولكن من خلال الطموح الجيوسياسية للحكومات المالكة لهذه الصناديق.

**3-3- الفترة الثالثة:** أصبح الجيل الثالث من صناديق الثروة السيادية على نطاق واسع، أو بالأحرى إنشاء صناديق من قبل دول ناشئة تحتوي على فوائض هيكلية متعلقة بالمواد الأولية، بحيث أعلنت السعودية عن إنشائها لصندوق سيادي في أبريل 2008 برأس مال مبدئي يقدر بـ 5.3 مليار دولار، كما أنشأت البرازيل صندوقها السيادي يمتلك 20 مليار دولار (أي ما يعادل 10% من احتياطي الصرف).

أما الجيل الجديد من صناديق الثروة السيادية فهو أداة تستخدمها الدول ذات العجز الكبير في ميزان المعاملات الجارية أو الديون الخارجية لتحريك اقتصادها في مواجهة تباطؤ عالمي وانكماش في حجم التجارة. وبدلاً من ضخ الأموال في الخارج فإن خطة هذه الصناديق هي جذب التمويل من الخارج واستثماره في الداخل لتحفيز النمو، وتعكف كل من تركيا ورومانيا والهند وبنجلادش على إنشاء صناديق سيادية لكن لأسباب تختلف كثيراً عن المألوف وبآليات مختلفة تماماً.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> انظر:

- Démarolle Alain, op.cit., p p 5, 6.

- Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit., 26.

<sup>2</sup> كلير ميلنش، سلالة جديدة من صناديق الثروة السيادية تنشأ لكن دون ثروات، مقال منشور على موقع رويترز بتاريخ 17 مارس 2017، على الرابط: <https://ara.reuters.com/article/businessNews/idARAKBN16O2QZ>، تاريخ الاطلاع: 2018/01/01.



#### 4- تصنيفات أخرى لصناديق الثروة السيادية

كما أعطيت تصنيفات أخرى لصناديق الثروة السيادية، فوفقاً لوظيفتها صنفها دوتش بنك على النحو الموالي:

الجدول رقم (1-4): التصنيف الوظيفي لصناديق الثروة السيادية

التضامن مع الأجيال القادمة	تفعيل الاقتصاد	تنويع الاقتصاد	تنويع احتياطات الصرف	مصدر التمويل
الكويت، النرويج، السعودية	-	الإمارات	الروس	مواد أولية
-	الصين، سنغافورة	سنغافورة	الصين	الفائض الهيكلي للإدخار

المصدر: Jean-Michel Rocchi et Michel Ruimy , op.cit., p24.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن الصناديق المعتمدة على المواد الأولية تتحدد وظائفها أساساً بتنويع احتياطات الصرف والاقتصاد ككل، وكذا مراعاة حقوق الأجيال القادمة، باعتبار أن مصر التمويل قابل للنضوب، كما أن صناديق المعتمد على فائض الادخار تسعى لتنويع الاحتياطات والاقتصاد ككل، وكذا تحقيق الفاعلية في الاقتصاد.

كما تصنف أيضاً إلى: صناديق السيادية محلية وهي آليات استثمار لتشجيع التنمية الاقتصادية المحلية، ممولة ومقومة بالعملة المحلية (كصندوق خزانة الماليزي)، وإلى صناديق سيادية ذات توجهات عالمية ممولة أساساً من فائض احتياطي الصرف الأجنبي، وهي مستقلة عن الاحتياطات الرسمية وذات قابلية أكبر للمخاطر (كهيئة أبو ظبي للاستثمار، شركة الاستثمار الصينية).<sup>1</sup>

كما تصنف من حيث درجة تعرضها للمخاطر إلى صناديق ذات تحمل قليل للمخاطر كصناديق الاستقرار، وصناديق ذات تحمل كبير للمخاطر كصناديق الادخار، ومن حيث أيضاً درجة شفافيتهما إلى صناديق ذات شفافية كبيرة وذات شفافية متدنية، بالاعتماد على مؤشرات عالمية كمؤشر ترومان، ومؤشر لينابرغ-مادويل (سيتم التطرق لهذه المؤشرات لاحقاً).

<sup>1</sup> Victoria Barbary, Bernardo Bortolotti, **Braving the new world: Sovereign wealth Fund Investment in the uncertain times of 2010**, Monitor, p32.

المبحث الثاني: الإطار القانوني، المؤسسي والتشغيلي لصناديق الثروة السيادية ومبادئ سنتياغو  
يتناول المبحث الموالي أهم النقاط التي تتعلق بالإطار القانوني، المؤسسي والتشغيلي لصناديق الثروة السيادية، إضافة  
إلى إسقاط ذلك على المبادئ التوجيهية الطوعية المنظمة لعمل صناديق الثروة السيادية والمعروفة بمبادئ سنتياغو.

**المطلب الأول: المبادئ والممارسات المتعارف عليها لصناديق الثروة السيادية (مبادئ سنتياغو)**  
سيتناول هذا المطلب دراسة مجموعة المبادئ التي وضعها صندوق النقد الدولي بالتعاون مع هيئات عالمية أخرى، وكذا  
ممثلين عن صناديق الثروة السيادية على النحو الموالي.

### أولاً/ إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية

انبثق اهتمام صندوق النقد الدولي بصناديق الثروة السيادية من اثنين من مهامه الرئيسية وهي مراقبة الاستقرار  
الاقتصادي الكلي والاستقرار المالي، ثانياً تأمين الأداء الفعال للنظام النقدي الدولي، وأصبحت تغطية صندوق النقد  
الدولي لترتيبات من نوع صناديق الثروة السيادية وعملياتها مسألة مهمة سواء للاقتصاديات المحلية للبلدان التي توجد  
فيها هذه الصناديق، أو من المنظور الدولي للاستقرار المالي وتداعيات الأسواق الرأسمالية، ونتيجة لذلك الاهتمام قام  
صندوق النقد الدولي بتشكيل ما يسمى "بمجموعة العمل الدولية حول صناديق السيادية"<sup>1</sup>.

اجتمع ممثلو صناديق الثروة السيادية في مقر صندوق النقد الدولي في العاصمة واشنطن يومي 30 أبريل والأول من  
ماي 2008، وأدى الاجتماع إلى تسيير تبادل الآراء بين ممثلي صناديق الثروة السيادية والبلدان المستفيدة، وممثلي  
"منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية" (OECD)، والمفوضية الأوروبية، وقد نتج عن المؤتمر إنشاء مجموعة العمل الدولية  
لصناديق الثروة السيادية\* (IWG) بصفة رسمية في الأول من ماي 2008 لتحديد مجموعة من مبادئ طوعية تسمح  
بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي تركز عليه صناديق الثروة السيادية ونظام حوكمتها وعملياتها الاستثمارية، بما  
يدعم الحفاظ على مناخ استثماري عالمي منفتح ومستقر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> انظر :

- ماجد المنيف، مرجع سبق ذكره، ص 263.

- أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان دهورن، مرجع سابق، ص 61.

\* تتألف مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية من 24 عضو هم: استراليا، أذربيجان، البحرين، بوتسوانا، كندا، الشيلي، الصين، غينيا الاستوائية، إيران، أيرلندا،  
كوريا الجنوبية، الكويت، ليبيا، المكسيك، نيوزلندا، النرويج، قطر، روسيا، سنغافورة، تيمور، ليتشي، ترينيداد، توباغو، الامارات العربية المتحدة والولايات المتحدة، ويشارك  
بصفة مراقب دائم كل من عمان والمملكة العربية السعودية وفيه نام ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والبنك الدولي، يشترك في رئاستها ممثل لهيئة استثمار أبو ظبي مع  
مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي، اللذين تولتا اختيارهما صناديق الثروة السيادية المشاركة.

<sup>2</sup> انظر:

- صندوق النقد الدولي، بيان صحفي رقم 08/97، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 1 ماي 2008، ص 1.

- مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG)، بيان صحفي رقم 08/06، مرجع سبق ذكره، ص 5.

### ثانيا/ الإعلان عن مبادئ سنّياعو وسماتها الأساسية

عقدت مجموعة العمل الدولية جلسات عمل في كل من العاصمة واشنطن، سنغافورة وسنّياعو في شيلي حيث توصلت إلى اتفاق مبدئي حول مجموعة المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAAP) في 2 سبتمبر 2008، وفي 11 أكتوبر 2008 عرضت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية هذه المبادئ على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية - التي يسترشد بها صندوق النقد الدولي في سياساته- وتم نشر هذه المبادئ المؤلفة من 24 مبدأ طوعي وموادها التفسيرية،<sup>1</sup> سميت بمبادئ سنّياعو "Santiago principales".

تمثل مبادئ سنّياعو المبادئ والممارسات المتعارف عليها " Generally Accepted Principles and Practices" (GAAP) والتي تعبر تعبيرا دقيقا عن ممارسات وأهداف الاستثمار في صناديق الثروة السيادية، وهي مبادئ طوعية يدعمها الأعضاء في مجموعة العمل الدولية وإما يطبقونها بالفعل أو يطمحون إلى تطبيقها.<sup>2</sup> تولى صندوق النقد الدولي تيسير وتنسيق عمل المجموعة، كما تولى مهام الأمانة في عمل المجموعة وفي صياغة المبادئ والممارسات.<sup>3</sup>

تتمثل الأهداف التي استرشدت بها مجموعة العمل الدولية في وضعها للمبادئ الحاكمة لصناديق الثروة السيادية فيما يلي:<sup>4</sup>

- المساعدة في الحفاظ على نظام مالي عالمي مستقر، وضمان حرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات.
- الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية.
- التأكد من أن الاستثمار صناديق الثروة السيادية تراعي المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات بالعائد.
- تشجيع صناديق الثروة السيادية على إرساء هيكل شفاف وسليم للحكومة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة، وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.
- وتم في الوقت نفسه إلزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ الاستثمار المعتمدة من قبل منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.<sup>5</sup>

### ثالثا/ السمات الرئيسية لمبادئ سنّياعو

تغطي مبادئ سنّياعو ثلاث مجالات رئيسية وهي أولا الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية، ثانيا الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة، ثالثا الاستثمار وإدارة المخاطر، وهذه المبادئ تخضع

<sup>1</sup> مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG)، بيان صحفي رقم 08/06، مرجع سبق ذكره، ص ص 1-5 بتصرف.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 3.

<sup>3</sup> مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG)، بيان صحفي رقم 08/03، 10 يوليو 2008، ص 1.

<sup>4</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهون، مرجع سابق، ص 64.

<sup>5</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي الدين المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، الطبعة الأولى، دار الأيام، عمان، الأردن، 2016، ص ص 61.

لقوانين الدول المالكة ولوائحها واشتراطاتها، وأدجت عناصر الشفافية والافصاح في جميع أجزاء مبادئ سنتياغو لضمان المساءلة<sup>1</sup>، وهي على النحو التالي:<sup>2</sup>

**1. الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية:** اعترفت مجموعة العمل الدولية بأن وجود أطر قانونية واضحة وسليمة مسألة مهمة نظراً لأنها تشكل أساساً تستند إليه هياكل الحوكمة، وتوفر كياناً لخطوط واضحة للمسؤولية، كما أنها تساعد صندوق الثروة السيادي على العمل بطريقة فعالة، وإن من الأهمية بمكان أيضاً التنسيق مع السياسة الاقتصادية الكلية المحلية، لأن حجم أصول الصندوق وعائداته وعملياته يمكن أن يؤثر إلى حد كبير على المالية العامة والأحوال النقدية وميزان المدفوعات.

**2. الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة:** تساعد هياكل الحوكمة الواضحة والسليمة، وتقسيم الأدوار والمسؤوليات، ومعايير المحاسبة الرفيعة المستوى على دعم الحوكمة السديدة للشركات من خلال توفير الضوابط والموازنات التي تدعم وتعزز الاستقلالية التشغيلية في إدارة عمليات صندوق الثروة السيادي، وإن توفير معلومات مالية منتظمة يقدم صورة موثوقة عن أداء صندوق الثروة السيادي ويقوي المساءلة، وتعزيز الثقة في البلدان المتلقية للاستثمارات، وتشمل المبادئ في هذا المجال عناصر رئيسية تنطوي على قيمة أساسية للحوكمة الرشيدة للشركات، وتحدد الإطار لتقديم المعلومات إلى مالكي صناديق الثروة السيادي والقائمين على تنظيمها، ولكنها تنص أيضاً على الإفصاح علناً عن مجموعة محددة فقط من المعلومات المالية، وقد ناقشت مجموعة العمل الدولية ما ينبغي للمبادئ أن تتطلبه من معلومات مالية يتعين الإفصاح عنها علناً، وعلى الرغم من التباين الواضح في وجهات النظر في إطار مجموعة العمل الدولية إلا أنها قررت في نهاية المطاف أن الإفصاح العلني ينبغي ألا يتجاوز تقديم معلومات مالية ملائمة تكفي لإيضاح التوجه الاقتصادي والمالي لصندوق الثروة السيادي.

**3. الاستثمار وإطار إدارة المخاطر:** إن من الضروري وضع سياسات استثمارية سليمة ومحددة المعالم، وبناء أطر لإدارة المخاطر من أجل ضمان اتساق قرارات صندوق الثروة السيادي مع أغراضه ومع أهدافه الاستثمارية، لكي يتسنى إدارة المخاطر بكفاءة وفعالية، وإن من شأن الشفافية على وجه الخصوص فيما يتعلق بالنسق التصويتي (ممارسة حقوقه التصويتية) لصندوق الثروة السيادي، أن تطمئن الأطراف المعنية الأخرى، بما فيها البلدان المتلقية للاستثمارات، بأن أعمال الصندوق تتسق مع أهدافه المعلنة.

<sup>1</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهورن، مرجع سابق، ص 65.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص 65.

## المطلب الثاني: الإطار القانوني والمؤسسي لصناديق الثروة السيادية

يحدد الإطار القانوني الصبغة الرسمية لصناديق الثروة السيادية، والذي يمثل قاعدة أساسية يستند إليها في توجهاته وكذا أعماله، أما الإطار المؤسسي فهو يحدد الشكل أو البنية التنظيمية لصندوق الثروة السيادية والتي تختلف من صندوق لآخر، وفيما سيتم تحديد أهم الجوانب المتعلقة بكل من الإطار القانوني والمؤسسي لهذه الصناديق.

## أولاً/ الإطار القانوني لصناديق الثروة السيادية

قدمت دراسة أجراها خبراء صندوق النقد الدولي من خلال المسح على عينة مكونة من 21 دولة عضو في مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية حول ممارسات صناديقها السيادية ذات الخصائص المتنوعة من حيث المناطق الجغرافية ومدة عمل الصندوق، وقد استخدمت نتائج الدراسة في إعداد المبادئ المتعارف عليها والمعروفة "بمبادئ سنتياغو"، وقد تم التوصل إلى أن الإطار والشكل القانوني لتأسيس صناديق الثروة السيادية يختلف من بلد لآخر، فكثير من الأحيان تستند عملية التأسيس إلى تشريعات خاصة، وفي حالات قليلة إلى الدستور، أو بناء على قوانين المالية، وأكثر من نصف المجهين بقليل أنشأت صناديق الثروة السيادية باعتبارها كيانات قانونية مستقلة عن الحكومة والبنك المركزي (52%)، أما الباقي (48%) فهي عبارة عن مجموعة من الأصول بدون شخصية قانونية مستقلة تقع تحت سلطة وزارة المالية، وتدار عملياً من قبل البنك المركزي أو أحد وكلائه.<sup>1</sup>

يعتبر الهيكل أو الإطار القانوني القوي أمراً ضرورياً لتعزيز الحوكمة والإدارة الفعالة لصناديق الثروة السيادية، ينبغي للإطار القانوني لصندوق الثروة السيادي أن يساهم في:<sup>2</sup>

➤ توفير الوضوح للشكل والهيكل القانوني لصناديق الثروة السيادية وعلاقتها مع الهيئات الحكومية الأخرى (بما في ذلك وزارة المالية والبنك المركزي).

➤ أن يكون متناسقا مع الإطار القانوني العام الذي يحكم عمليات الميزانية الحكومية.

➤ ضمان السلامة القانونية لصناديق الثروة السيادية ومعاملاتها.

➤ دعم عمليات الصندوق الفعالة وتحقيق أهداف سياسته المعلنة، والتي قد تكون اقتصادية ومالية في طبيعتها، وتعزيز الحوكمة الفعالة، المساءلة، والشفافية.

تنص مبادئ سنتياغو على الإطار القانوني السليم لصناديق الثروة السيادية (كما تم الإشارة إليه سابقاً)، وذلك من خلال المبادئ التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Cornelia Hammer et al., **Sovereign Wealth funds: Current institutional and operational practices**, IMF working paper, Number 08/245, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department November 2008, P4, 5.

<sup>2</sup> Abdullah Al-Hassan et al., **Sovereign Wealth Funds: Aspects of governance structures and investment management**, IMF Working Paper, Number 13-231, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, November 2013, p9.

<sup>3</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهورن، مرجع سبق ذكره، ص ص 65-67، 68.

- **المبدأ 1:** وجود أطر قانونية سليمة وواضحة، يتم الإفصاح عنها علنا، وتُوضح أبعاد العلاقة بين صناديق الثروة السيادية وغيرها من كيانات الدولة.
- **المبدأ 2:** وجوب توضيح الغرض من إنشاء صندوق ثروة سيادي من منظور السياسات، والإفصاح عنها عن هذا الغرض علنا، وهذه العناصر جميعا تسهم في الحكمة، إضافة إلى الحماية من التدخل السياسي في قرارات الاستثمار، وتعزيز الفهم العام لأهداف صندوق الثروة السيادي وأدائه.
- **المبدأ 3:** ضرورة التنسيق الوثيق بين أنشطة صناديق الثروة السيادية الوطنية وصياغة السياسة الاقتصادية الكلية، ويبرز هذا المبدأ أنه ينبغي ضمان التنسيق بين أنشطة صناديق الثروة السيادية ذات الانعكاسات الاقتصادية الكلية المباشرة المهمة، والسلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية، وهذا يساعد على ضمان دعم صندوق الثروة السيادي لإطار السياسة الاقتصادية الكلية، ولا يكون معاكسا لها.
- **المبدأ 4:** قواعد واضحة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادي إزاء التمويل، وقواعد السحب والانفاق، والإفصاح عنها علنا، ويساعد هذا المبدأ على ضمان الاتساق بين أنشطة الصندوق وعمليات الميزانية وأهدافها، ووضع إطار يمكن التنبؤ به لمساعدة القائمين على إدارة الاستثمار، كما أن نشر هذه القواعد يدعم المساءلة.
- **المبدأ 5:** توفير البيانات لوكالات الإحصاء الوطنية لإدراجها في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية، وهي مسألة مهمة لكي يتمكن صناع السياسات والمستعملين الآخرين من الحصول على بيانات كاملة تشمل عمليات صناديق الثروة السيادية، وسيكفل ذلك دقة المعلومات المتاحة عن الأداء الاقتصادي لبلد ما.

#### ثانيا/ آلية إنشاء صناديق الثروة السيادية

تمر عملية إنشاء صناديق الثروة السيادية بالعديد من المراحل<sup>1</sup>:

1. فأول القضايا التي تواجه صناع السياسات الاقتصادية في الدولة هي تحديد ما إذا كان ينبغي إنشاء صندوق سيادي أم لا لتحقيق أهداف سياساتها، والسؤال الرئيسي في هذا المجال هو تحديد ما إذا كان لدى الدولة مستوى كاف أو أمثل من احتياطات النقد الأجنبي، وحتى إن كان هناك مستوى كاف تحديد ما إذا كانت سوف تستخدم أصول صندوق الثروة السيادي لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات، وثمة سؤال ذو صلة وهو أفضل البدائل لإنشاء صندوق ثروة سيادي.
2. أما في المرحلة الثانية بعد اتخاذ القرار بشأن إنشاء صندوق ثروة سيادي يجب على صناع السياسات الاقتصادية تحديد عمليات الصندوق التي يجب أن تكون متسقة مع أهداف سياساتها، وهذه العمليات تتمثل في السياسات الاستثمارية للصندوق، وعمليات التمويل والسحب، وقواعد الانفاق.

<sup>1</sup> Udaibir S. Das et al., **Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations**, IMF working paper, Number 09/179, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, August 2009, p4.

3. ثالثا القضية الرئيسية التي غالبا ما يتم تجاهلها وهي الترتيبات المؤسسية، بإطار الحوكمة المناسب يعطي مؤشرات واضحة فيما يتعلق مثلا بالهيئات التي تحدد سياسات صناديق الثروة السيادية، تحمل المخاطر، الأهداف التشغيلية، المبادئ التوجيهية للاستثمار.

4. وأخيرا على صانعي السياسات الاقتصادية للدولة تحديد أين يتم استثمار أصول صناديق الثروة السيادية، وما هي استراتيجية توزيع الأصول، بداية بوضع السياسة الاستثمارية التي يجب أن تكون متسقة هي أيضا مع أهداف السياسات العامة.

أنشئت صناديق الثروة السيادية التي تستند على صادرات السلع منذ عقود، وذلك لإدارة جزء من عائدات النقد الأجنبي لدول، وحدثا أنشأت عدد من الدول صناديق ثروة سيادية لإدارة فوائض المالية العامة وتراكم احتياطات النقد الأجنبي، وعلى الرغم من هذه التجارب لا توجد نماذج نظرية بعد تحدد متى يتم انشاء صندوق ثروة سيادي.<sup>1</sup>

### ثالثا/ نماذج الأطر المؤسسية لصناديق الثروة السيادية

يهدف الإطار المؤسسي لكثير من صناديق الثروة السيادية إلى ضمان مساءلتها أمام الحكومة والجمهور العام، وتقوم بإعداد تقاريرها المالية طبقا لمجموعة مقررّة من المعايير المحاسبية وعادة ما يتطلب التشريع الحاكم لهذه الصناديق الإفصاح العام عن معلومات عملياتها وهيكلها المؤسسي.<sup>2</sup>

تختلف الأطر المؤسسية فيما بين صناديق الثروة السيادية، وعلى الإدارة التشغيلية لصناديق الثروة السيادية أن تجرى على أساس مستقل، وذلك للتخفيف من التأثير أو الترابط السياسي المحتمل الذي من شأنه إعاقة تحقيق أهداف صناديق الثروة السيادية.<sup>3</sup> من جهة أخرى، يجب على الأطر المؤسسية للصندوق أن تكون مناسبة وتتماشى مع أهدافه وطبيعة استثماراته، فبالنسبة للصناديق التي تعتبر ككيانات قانونية منفصلة (كالصين) لها هيكل حوكمة يميز المالك، المجلس (الهيئة) (Broad)، والإدارة التنفيذية لصناديق الثروة السيادية. كما يمكن أن يكون الصندوق عبارة عن وحدة بداخل البنك المركزي (كالسعودية) فإن الاستقلالية التنفيذية (Operational independence) قد تكون جزءا في أساس قانوني واضح وهيكل حوكمة داخلي يكون فيه إطار صنع القرار ووظائف الإشراف واضحة، والعلاقة بين الموكل (المالك) ووكيله (البنك المركزي) تكون راسخة. أيضا يجب مراعاة عامل مهم يتمثل في التكلفة، فإنشاء الصندوق ككيان قانوني منفصل له تكاليفه، بينما وحدة في البنك المركزي يمكن من خلالها استخدام البنية التحتية والموارد البشرية القائمة.<sup>4</sup>

تناولت المبادئ (6، 7، 8، 9، 16) من مبادئ ستيباغو توزيع السلطات والفصل بينها، وبعض هذه المبادئ مستمد من المبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة المنشآت المملوكة للدولة، والتي تعزز الاستقلالية التشغيلية، وتضع هذه المبادئ حدودا للمسؤوليات وتقسّمها بين مالك صندوق الثروة

<sup>1</sup> Udaibir S. Das et al., Ibid., pp5, 6.

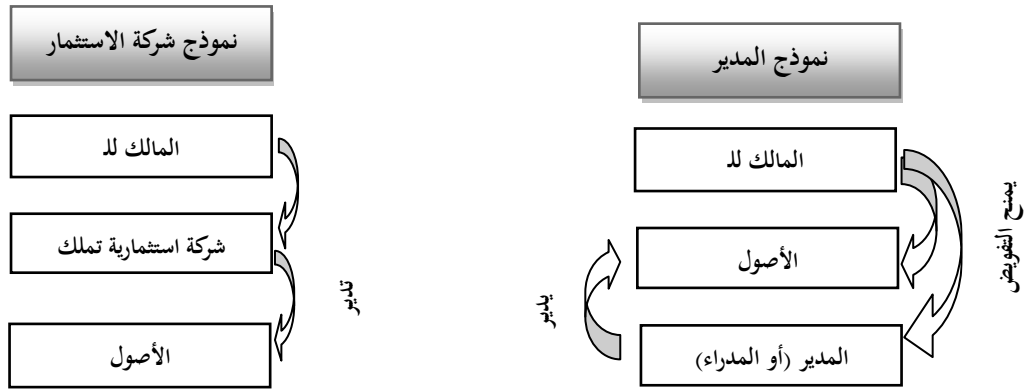
<sup>2</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص68.

<sup>3</sup> Abdullah Al-Hassan et al., Ibid., P 10, 11.

<sup>4</sup> Udaibir S. Das et al., op-cit., p13.

السيادي، وهيئاته الحاكمة وإدارته، وهذه المبادئ من المرونة بحيث يمكنها مراعاة الهياكل المؤسسية المختلفة لصناديق الثروة السيادية، ومثال ذلك أن بعض هذه الصناديق قد أنشئ في شكل كيانات قانونية منفصلة، بينما أنشئ البعض الآخر في شكل مجموعات للأصول بدون شخصية قانونية (اعتبارية) منفصلة.<sup>1</sup>

يعتبر نموذج المدير (The manager model)، ونموذج شركة الاستثمار (Investment company model) من بين أهم الأطر المؤسسية بصناديق الثروة السيادية، ويمكن عرض هاذين النموذجين من خلال الشكل أدناه. الشكل رقم (1-3): نموذجي الأطر المؤسسية لصناديق الثروة السيادية



المصدر: Abdullah Al-Hassan et al., op.cit., p 11.

يتحدد نموذج المدير ونموذج الشركة على النحو التالي:<sup>2</sup>

➤ **نموذج المدير:** فحسب هذا النموذج المالك القانوني لمجموعة الأصول التي تشكل صندوق الثروة السيادي (عادة

وزارة المالية) تمنح تفويض الاستثمار لمدير الأصول، ويندرج تحت هذا النموذج هناك ثلاث فئات رئيسية:

1. يدير البنك المركزي الأصول بموجب تفويض مقدم من قبل وزارة المالية (ومثال على ذلك صندوق كل من الشيلي وبتسوانا)؛

2. إدارة الصندوق من خلال هيئة مستقلة مملوكة للحكومة، تدير الأصول من خلال تفويض ممنوح من قبل وزارة المالية، وفي هذه الحالة قد يملك المدير تفويضات أخرى لإدارة الأصول من القطاع العام، فعلى سبيل المثال تدير شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة (GIC) جزء من احتياطات هيئة النقد (البنك المركزي) في سنغافورة.

3. تمنح وزارة المالية تفويضات مباشرة لمدير خارجي واحد أو أكثر، بشكل عام لا ينصح بهذا النموذج، لأن منح العقود لمديرين الصندوق الخارجيين هو في حد ذاته قرار استثماري ينبغي تنفيذه بعيدا عن أي هيئة سياسية، إضافة إلى أن تقييم ومراقبة وإنهاء عقود الإدارة يتطلب مهارات متخصصة من المرجح العثور عليها

<sup>1</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهورن، مرجع سابق، ص ص 68، 69.

<sup>2</sup> Abdullah Al-Hassan et al., op.cit., P 10.



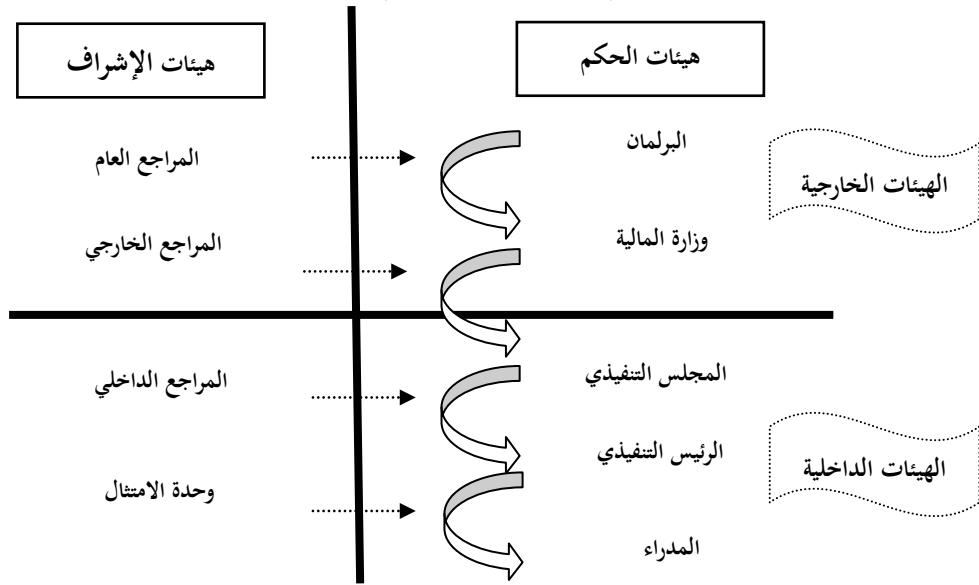
في هيئة استثمار متخصصة، لكن بالنسبة للبلدان التي فيها غياب للخبرة المتخصصة في إدارة الأصول يمكن أن يكون الحل الممكن الوحيد.

➤ **نموذج الشركة:** في هذا النموذج الحكومة بصفتها مالكة تؤسس شركة استثمار والتي بدورها تمتلك أصول الصندوق، ويستخدم عادة هذا النموذج عندما تنطوي استراتيجية الاستثمار على استثمارات أكثر تركيزاً، والصندوق الذي لديه هدف إنمائي.

#### رابعاً/ هيئات الإدارة والإشراف المنظمة لعمل صناديق الثروة السيادية

من المفيد التفرقة بين هيئات الإدارة والإشراف في الهيكل التنظيمي لصناديق الثروة السيادية، إذ تُشير **هيئات الإدارة (The governing bodies)** إلى نظام تفويض مسؤوليات إدارة الأصول، يتم تفويض سلطة الاستثمار من أعلى هيئة بنظام الحكم، نزولاً من خلال هيئات الإدارة المختلفة، إلى المدراء الفرديين (الداخليين والخارجيين) للأصول، كما أن على كل هيئة إدارية أن تنشئ هيئة للإشراف للمساعدة في عملية الإشراف على هيئة الإدارة التي تقع أداها مباشرة، ويتمثل دور **الهيئة الإشرافية (The supervisory body)** في التحقق من أن الوحدة تحت الإشراف تعمل وفق اللوائح الموضوعة من قبل هيئة الإدارة التي تقع فوقها مباشرة في الهيكل التنظيمي.<sup>1</sup> الشكل الموالي يلخص هيكل تنظيمي مبسط لصندوق ثروة سيادي، على النحو التالي:

الشكل رقم (1-4): هيئات الحكم والإشراف على صندوق ثروة سيادي



المصدر: Abdullah Al-Hassan et al., Op.cit., p12.

عموماً، يمكن التمييز بين خمسة هيئات إدارية بمستويات مختلفة ومع أدوار ومسؤوليات محددة بالهيكل التنظيمي لصناديق الثروة السيادية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Abdullah Al-Hassan et al., op-cit, p 11.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص 12، 13.

1. **المالك** لصناديق الثروة السيادية، الذي يتمثل عادة بالحكومة المركزية. فالبرلمان يوافق على القوانين التي تؤسس الهيكل القانوني للصناديق الثروة السيادية، وبالتالي الأساس القانوني لعملياتها. بالاعتماد على التقسيم العام للسلطة بين البرلمان والسلطة التنفيذية للحكومة، قد يكون للبرلمان أيضا دورًا في تحديد مستوى الخطر الإجمالي الملائم لصناديق الثروة السيادية.
  2. **الحكومة** أو وزارة المالية في معظم الحالات تهتم بتنفيذ مهام مالك صناديق الثروة السيادية، إضافة إلى جملة من الأمور المهمة منها وضع التفويضات لتنظيم الاستثمار، ضمن الإطار العام الذي ينص عليه البرلمان.
  3. **المجلس التنفيذي** عبارة عن أعلى هيئة حكم بداخل الهيكل التنظيمي لصناديق الثروة السيادية. يحدد هذا المجلس اللوائح والتنظيمات الداخلية (مثل: الأطر أو المبادئ التوجيهية للاستثمار) ضمن التفويض والقيود القانونية الموضوعة من قبل المالك. كما توكل إلى المجلس مهمة انتخاب الرئيس التنفيذي (CEO) للصندوق.
  4. **الرئيس التنفيذي** يعتبر الرئيس الإداري للصندوق، حيث يكون مسؤولًا عن العمليات اليومية ضمن الأطر التوجيهية الموضوعة من قبل المجلس التنفيذي.
  5. **المدراء الفرديين** (داخليا وخارجيا) يعملون ضمن حدود الخطر الموضوعة من قبل الرئيس التنفيذي والموظفين التابعين له، عادة يفوض الرئيس التنفيذي تشغيل قسم الاستثمار لكبير موظفي الاستثمار ( Chief investment officer) (CIO) الذي يعمل ضمن الأطر التوجيهية للاستثمار.
- أما الهيئات الإشرافية فتتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>
1. **المراجع العام**: يعينه البرلمان لتدقيق ومراقبة أنشطة الصندوق، أحد أدواره هو التحقق من أن المالك يعمل ضمن القوانين واللوائح المنصوص عليها من قبل البرلمان.
  2. **المراجع الخارجي**: يعين من قبل الهيئة التي تمثل المالك (غالبًا ما تكون وزارة المالية)، ويعمل على مراجعة حسابات الصندوق ويتحقق من أن الصندوق يدار في إطار القواعد واللوائح التي وضعها المالك.
  3. **المراجع الداخلي**: يعين من قبل المجلس التنفيذي، يدعم المراجع الداخلي المجلس في الاشراف على إدارة الصندوق والتحقق من أن اللوائح الداخلية ملتزم بها.
  4. **وحدة الامتثال**: يتم تأسيسها من طرف الرئيس التنفيذي وتعمل كأداة للتحقق من أن جميع الأنشطة تتمثل للقواعد واللوائح التي تنظم عمليات الصندوق السيادي.
- وبالتالي يعتبر تنسيق العمل بين كل من هيئات الإدارة والإشراف ضروري لتحقيق كفاءة سير الصندوق السيادي.

<sup>1</sup> Abdullah Al-Hassan et al., op-cit, p 13.

### المطلب الثالث: الإطار التشغيلي لصناديق الثروة السيادية

يتلخص الإطار التشغيلي لصناديق الثروة السيادية في السياسات الاستثمارية المتبعة، وكذا إدارة المخاطر المرتبطة بهذه الاستثمارات، وهو ما سيتم تناوله من خلال هذا المطلب.

#### أولاً/ السياسات الاستثمارية وإدارة المخاطر لصناديق الثروة السيادية

يعتبر مالك صندوق الثروة السيادي (عادة، وزارة المالية) الطرف المسؤول عن وضع سياسة الاستثمار، بعد استشارة لجنة الاستثمار (أو المجلس). أيضاً، المشاورات مع أصحاب المصالح بالصندوق (Fund's stakeholders) (أي: البرلمان، الجمهور، المنظمات غير الحكومية، الخ) يقلل خطر القرارات أحادية الجانب.<sup>1</sup>

#### 1- سياسة الاستثمار وإدارة المخاطر ضمن مبادئ سنياغو

إن من الضروري وضع سياسات استثمارية سليمة ومحددة المعالم، وبناء أطر لإدارة المخاطر من أجل ضمان اتساق قرارات صندوق الثروة السيادي مع أغراضه وأهدافه الاستثمارية، لكي يتسنى إدارة المخاطر بكفاءة وفعالية، وإن من شأن الشفافية على وجه الخصوص فيما يتعلق بالنسق التصويتي لصندوق الثروة السيادي، أن تطمئن الأطراف المعنية الأخرى، بما فيها البلدان المتلقية للاستثمارات، بأن أعمال الصندوق تتسق مع أهدافه المعلنة.<sup>2</sup>

تعمل سياسة الاستثمار الواضحة على إظهار التزام صندوق الثروة بخطة استثمارية وممارسات تشغيلية واضحة، أما إطار إدارة المخاطر فيعمل على تشجيع سلامة العمليات الاستثمارية والمساءلة بشأنها.<sup>3</sup>

تناولت مبادئ سنياغو سياسة الاستثمار وإدارة المخاطر وهي موضحة من خلال الجدول الموالي وأهم القضايا المثارة حولها:

الجدول رقم (1-5): مبادئ سنياغو بشأن الاستثمار وإدارة المخاطر

عناصر المبادئ التي تتناول إطار الاستثمار وإدارة المخاطر	القضايا الرئيسية
<p>تعزيز أداء صناديق الثروة السيادية من خلال:</p> <p>➤ سياسة استثمارية واضحة تظهر الإلتزام بخطة استثمارية منضبطة (المبدأ 18).</p> <p>➤ إطار قوي لتحديد الأصول، وإدارة المخاطر في عمليات صندوق الثروة السيادية (المبدأ 22).</p>	<p>إدارة ثروة الدول الأم: تساعد الاستراتيجيات الاستثمارية القوية والأطر المتينة لإدارة المخاطر على الوقاية من سوء إدارة الأموال وتدني أداء المحفظات الاستثمارية.</p>
<p>ترمي صناديق الثروة السيادية إلى طمأنة البلدان المتلقية للاستثمارات بشأن توجهها التجاري من خلال:</p>	<p>السلوك التجاري: تود البلدان المستضيفة للاستثمارات أن تتأكد من أن صناديق الثروة</p>

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 15.

<sup>2</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهورن، مرجع سابق، ص 69.

<sup>3</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 75.

<p>➤ الإفصاح علنا عن أهداف سياستها وأطر حوكمتها، والمعلومات المالية ذات الصلة، لإظهار أن استثماراتها تركز على اعتبارات اقتصادية ومالية (المبدأ 2 و16).</p> <p>➤ الإحجام عن تحقيق أهداف غير تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر (المبدأ 4 و19).</p> <p>➤ الإفصاح علنا عن منهجها العام إزاء التصويت والتمثيل في مجالس إدارة الشركات العامة التي تستثمر فيها، وممارسة حقوقها التصويتية بطريقة تتماشى مع سياستها الاستثمارية، وحماية القيمة المالية للاستثمارات (المبدأ 21).</p>	<p>السيادية تستثمر على أساس تجاري، وأنها لا تتوخى تحقيق أهداف سياسية أو الاستثمار في مجالات تعتبر تهديدا للأمن الوطني.</p>
<p>تلتزم صناديق الثروة السيادية بعدم الحصول على ميزة غير عادلة في الأسواق وذلك من خلال:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● إحترام وتطبيق جميع القواعد والقوانين واللوائح السارية في البلد المضيف (المبدأ 15).</li> <li>● الإحجام عن السعي للحصول على معلومات متميزة أو الاستفادة من النفوذ الحكومي على نحو غير ملائم (المادة 20).</li> </ul>	<p><b>المنافسة العادلة في الأسواق:</b> يهتم مستثمرون آخرون بعدم حصول صناديق الثروة السيادية على ميزة غير عادلة، مثل انخفاض تكلفة رأس المال نتيجة للضمانات الحكومية، أو نتيجة لما تتمتع به من أفضلية في الحصول على المعلومات.</p>
<p>تعزز صناديق الثروة السيادية استقرار الأسواق المالية من خلال:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● الإفصاح عن المعلومات المالية ذات الصلة والعناصر الرئيسية لسياستها الاستثمارية لإيضاح استعدادها لتحمل المخاطر، ومدى انكشافها للمخاطر ومسارات تخصيص الأصول (المبدأ 17 و18).</li> </ul>	<p><b>استقرار الأسواق المالية:</b> يمكن لتخصيصات الأصول في عمليات كبيرة وغير واضحة لصناديق الثروة السيادية أن تحدث تقلبات في أسواق معينة وفي تصنيفات الأصول.</p>

المصدر: أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهورن، مرجع سابق، ص 66، 67.

يتضح من خلال الجدول أعلاه مدى التزام مبادئ سنتياغو بتعزيز الشفافية والإفصاح عن العمليات الاستثمارية وإدارة المخاطر لصناديق الثروة السيادية، بما يعود بالنفع على للدول المالكة لها من خلال تحقيق إدارة ذات كفاءة للمحفظة الاستثمارية، وكذا للدول المستضيفة من خلال استقرار الأسواق المالية.

## 2/ إطار إدارة المخاطر لصناديق الثروة السيادية

يكون صندوق الثروة السيادي عرضة لتشكيلة واسعة من المخاطر كأى صندوق استثماري عالمي، لذا على إطار إدارة المخاطر أن يتميز بتفويض واضح، أدوار ومسؤوليات محددة، مساءلة، شفافية، ومهنية، وأن يغطي كل الجوانب المادية للخطر: مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، مخاطر التشغيل، مخاطر السيولة، المخاطر القانونية، المخاطر التنظيمية،

ومخاطر السمعة. يعتبر الالتزام بالمعايير العالية في إدارة المخاطر مع الضوابط والنظم التشغيلية السليمة أمر ضروري لتحقيق أهداف صناديق الثروة السيادية، كما ينظر إليه من قبل المجتمع والأسواق الدولية كأمر ضروري في تحقيق هدف الاستقرار المالي الدولي، إضافة إلى الحفاظ على بيئة مستقرة، شفافة، ومفتوحة للاستثمار.<sup>1</sup> تتألف عملية إدارة المخاطر عادة من المكونات التالية:<sup>2</sup>

➤ **سياسات وإجراءات الخطر (Risk policies and procedures):** مجموعة من المبادئ المكتوبة التي يقرها المجلس، وينفذها الرئيس التنفيذي، ويتم نشرها داخل الصندوق.

➤ **تحديد الخطر (Risk identification):** العملية التي من خلالها يحدد ويفهم صندوق الثروة السيادي طبيعة المخاطر التي يواجهها، وهو عبارة عن جزء أساسي من عملية إدارة المخاطر.

➤ **قياس الخطر (Risk measurement):** منهجية قياس تتيح المقارنة عبر مختلف أبعاد الخطر، والأخذ بعين الاعتبار محددات الخطر في قرارات قياس الأداء وإدارة الاستثمار.

➤ **مراقبة الخطر (Risk monitoring):** عبارة عن العملية التشغيلية التي من خلالها يضمن صندوق الثروة السيادي بأنه يعمل ضمن سياسات وإجراءات خطر المحددة.

➤ **تقرير الخطر (Risk reporting):** تشير عادة إلى عملية تقرير داخلية.

➤ **التحقق ومراجعة الخطر (Risk verification and audit):** عبارة عن مكون من عملية إدارة الخطر الذي يضمن بأن نظم وتقنيات إدارة الخطر تتسم بالفعالية.

وخلال انعقاد المؤتمر الخاص بالمنتدى العالمي لصناديق الثروة السيادية ( International Forum of Sovereign Wealth Fund ) في 2009 اقترحت اللجنة الفرعية المكلفة بالخطر عملية مكونة من ثلاث مراحل لإدارة الخطر وهي: مرحلة ما قبل الاستثمار، مرحلة تنفيذ قرار الاستثمار ومرحلة تحليل الخطر ومتابعة المحفظة،<sup>3</sup> كما هو موضح من خلال الشكل الموالي:

<sup>1</sup> Abdullah Al-Hassan et al., op-cit, p 22.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص23.

<sup>3</sup> Jean –Michel Rocchi et Michel Ruimy , op.cit., p113.

الشكل رقم (1-5): تسلسل مراحل إدارة المخاطر لصناديق الثروة السيادية



المصدر: Jean –Michel Rocchi et Michel Ruimy , op.cit., p113.

ففي مرحلة ما قبل الاستثمار يتم تحديد الأهداف وإطار لإدارة المخاطر من خلال: ما هو مستوى الخطر المقبول؟، وكيف سيتم تخصيص الاستراتيجي الأمثل للأصول؟، وما هو حجم التعرض للخطر بدلالة ألفا \* alpha، وبالتالي ما هو مستوى الأداء نتيجة لتغيرات السوق (beta)؟، وتحدد أهم أدوات تقييم الخطر في التصنيف الائتماني المقبول، القيمة المعرضة للخطر (Value-at-Risk (VaR وهو نموذج لقياس المخاطر معتمد بدرجة كبيرة في المؤسسات المالية، إضافة إلى درجة سيولة المحفظة، أما في مرحلة تنفيذ الاستثمار فعادة ما تواجه صناديق الثروة السيادية الكبيرة بوقائع معينة، وبالتالي فأي تأخر في عمليات الشراء/البيع يمكن أن تؤدي إلى تغيرات هامة في أسعار التكلفة/المخرجات، وبصفة عامة فإن معامل ألفا alpha لإدارة الأصول يميل إلى الانخفاض كلما كبر حجم صندوق الثروة السيادي، وتعتبر مرحلة تحليل الخطر ومتابعة المحفظة أساسية، لأنها تضمن متابعة الأثر الرجعي أو ردود الفعل (feedback) ما بين مرحلة ما قبل الاستثمار و مرحلة تنفيذه، وفي هذه المرحلة يمكن معالجة مواضيع متعلقة بالأداء (الصافي، مقارنة بمنافسين، مقارنة بمؤشرات مرجعية)، التعرض الحقيقي للخطر، مستوى النقد المحتفظ به، إضافة إلى مواجهة المحفظة للتضخم.<sup>1</sup>

\* تقيس ألفا alpha الأداء الإضافي الذي يمكن تحقيقه لمحفظة، سهم أو سند مقارنة بأدائه المرجعي، وهو يقيس إذا قدرة الإدارة على تكوين قيمة لعملائها، من خلال قدرتها على تتبع الأدوات المالية التي تحقق مكاسب أكبر مع الأخذ في الاعتبار مخاطرها خلال فترة زمنية محددة.

<sup>1</sup> Jean –Michel Rocchi et Michel Ruimy , op.cit., p p113, 117.

### ثانيا/ إستراتيجية تخصيص الأصول لصناديق الثروة السيادية

تعتبر عملية تحديد مستوى الخطر المقبول، أي قدرة صندوق الثروة السيادي على تحمل الخطر، وكذا أهدافه من بين أهم العوامل التي ستظهر عدد كبير من فئات الأصول المرشحة والتوليفات من تلك الأصول، هذه الأخيرة يتم التعبير عنها بمصطلح إستراتيجية تخصيص الأصول\* (Strategic Asset Allocation) والذي يعبر عنه اختصاراً بـ "SAA".<sup>1</sup>

تعتبر إستراتيجية تخصيص الأصول عملية ديناميكية، وعنصر مهم في مرحلة التخطيط لإدارة المحفظة الاستثمارية، وضمن إستراتيجية تخصيص الأصول تكون الأهداف التشغيلية للمستثمر متوافقة مع التوقعات الخاصة بالعائد/الخطر من فئات الأصول المختلفة، وكذا العلاقة بين أصول وخصوم (التزامات) صندوق الثروة السيادي، فتوقعات فئات الأصول يجب أن تكون متوافقة مع توقعات وقيود الاقتصاد الكلي (على سبيل المثال نمو ربح الصندوق على المدى الطويل يحده نمو الناتج المحلي الإجمالي)، ومن خلال التوليفة بين فئات الأصول ذات الارتباط المنخفض أو السليبي يستطيع المستثمر تحقيق التنوع. ومن المنظور السيادي، سيكون من المنطقي أيضاً البحث في تخصيص الأصول مع مراعاة المخاطر الاقتصادية للبلد، والنتيجة هي محفظة ذات أوزان مختلفة لفئات الأصول المؤهلة والتي تعكس أهداف المستثمر وتحمل الخطر، وعادة ما يتم متابعة إستراتيجية تخصيص الأصول بشكل دوري، كما أنها تتغير تبعاً للتغير الكبير في أهداف المستثمر.<sup>2</sup>

تحدد إستراتيجية تخصيص الأصول من خلال هدف المستثمر ومستوى تحمل الخطر كما تم التطرق إليه في الأعلى، إضافة إلى ذلك توجد العديد من الاعتبارات التي تشكل في مجملها عوامل تحدد إستراتيجية الصندوق في تخصيص أصوله، ومن هذه الاعتبارات نجد:<sup>3</sup>

#### 1- الأفق الاستثماري

يعبر الأفق الاستثماري عن الوقت المحتمل الذي يستخدمه الصندوق، أو الفترة اللازمة لتعظيم العائد، وكل هدف خاص بالصندوق يحدد أفقه الاستثماري، فبالنسبة لصناديق الأجيال القادمة أو صناديق المعاشات أفقها الاستثماري

\* هناك مقارنة بديلة للنموذج المستند على إستراتيجية تخصيص الأصول، مستخدمة مثلاً من قبل "خطة معاشات بكندا" (Canada Pension Plan) و"صندوق التقاعد بنيوزلندا" (New Zealand Superannuation Fund)، عبارة عن مقارنة المحفظة المرجعية (Reference portfolio approach). وفق هذه المقارنة يمنح مالك صندوق الثروة السيادي المزيد من السلطة التقديرية لمدير الصندوق، قصد تحديد المزيج الملائم من الأصول، من خلال توفير فقط مزيج افتراضي من الأسهم المدرجة/الدخل الثابت المدرج (معا تشكل المحفظة المرجعية) كدليل على تفضيل الخطر من قبل المالك. انظر: Abdullah Al-Hassan et al., op-cit., p17.

<sup>1</sup> Abdullah Al-Hassan et al., op-cit, p17.

<sup>2</sup> Udaibir S. Das et al., op-cit., p14.

<sup>3</sup> انظر:

- Peter Kunzel et al., "Investment objectives of sovereign wealth funds: A shifting paradigm", IMF Working Paper, Number 11-19, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, January, 2011, p p 5, 6.

- Udaibir S. Das et al., op-cit., p p14, 17.

يكون عادة على المدى الطويل، أما صناديق الاستقرار أفقها الاستثماري قصير المدى، كما يتميز الأفق الاستثماري للصناديق التي تركز على العائد بالمرونة.

تقليديا يرتبط الأفق الاستثماري طويل الأجل بالقدرة على تحمل المزيد من الخطر، وعادة ما يعرف الخطر على أنه احتمال وقوع الخسارة أو الأداء الضعيف بالنسبة للأصل المرجعي (reference asset)، كسندات الخزينة، وتشير الأدبيات التقليدية لاستراتيجية تخصيص الأصول أنه خلال الأفق الاستثمارية الطويلة تكون الأسهم أقل تقلبا من الأدوات قصيرة الأجل، لأن مخاطر إعادة الاستثمار مرتبطة بالاستثمارات قصيرة الأجل، بالإضافة إلى ذلك تشير البيانات التاريخية أن علاوة العائد على الأسهم ثابتة إلا حد ما على المدى الطويل، وبالتالي فإن الحصة الأكبر من الأسهم للمستثمرين على المدى الطويل تكون مناسبة، وهناك عامل آخر مرتبط بالمستثمرين على المدى الطويل وهي القدرة على الاستثمار في الأصول غير السائلة، فبالنسبة للعديد من فئات الأصول، مثل البنية التحتية، العقارات، الأسهم الخاصة قد تستغرق وقتا طويلا وتخطيطا أكثر للخروج من الاستثمار دون أن يؤثر ذلك على السعر بشكل غير ملائم، وصناديق الثروة السيادية تستثمر على المدى الطويل، ويمكن أن تدرجها ضمن فئات أصولها وهي مصنفة على أنها أصول بديلة "alternative assets"، وعلى العكس من ذلك فإن المستثمرين على المدى القصير مثل صناديق الاستقرار، من المتوقع أن يكون النصيب الأكبر المكون لمحفزاتها الاستثمارية هو النقد والسندات السائلة نسبيا، لكي تكون قادرة على تلبية احتياجاتها المحتملة أو المتوقعة من دون تكبد خسائر كبيرة.

## 2- مصدر تمويل الصندوق

يؤثر مصدر تمويل الصندوق على استراتيجية تخصيص الأصول المعتمدة، فبالنسبة لصناديق الاستقرار أو الادخار عادة ما تعتمد في تمويلها على السلع (الأصل الحقيقي)، والتي تعتبر المصدر الأساسي لمداخيلها، فسيكون وفقا لنظرية المحفظة اعتماد أسلوب التنوع، من خلال الاستثمار في أصول مالية ذات ارتباط سلبي أو ضعيف مع هذه السلعة أو الأصل الحقيقي، ومثال على ذلك، فالصناديق الممولة بعوائد النفط يجب أن تأخذ بعين الاعتبار مخاطر تقلبات أسعاره، والثروات في باطن الأرض، لتحديد الاستراتيجية المعتمدة في تخصيص الأصول، كما أن الصناديق الممولة بفوائض المالية العامة يمكن أن تتأثر أهدافها الاستثمارية بدناميكية الموازنة الحكومية، أما الصناديق الممولة باحتياطات الصرف الأجنبي يمكن لها أن تتأثر من خلال ديناميكية تدفقات رأس المال الخاص، وهيكل عملات الدين الخارجي، أما بخصوص صناديق المعاشات فمن غير المرجح أن يؤثر مصدر التمويل على استراتيجية تخصيص الأصول، وهي مرتبطة أكثر بالأفق الاستثماري وطبيعة التزامات الصندوق.

إضافة إلى ذلك على الدول التي لديها أكثر من صندوق سيادي، أو تلك التي تخطط لإنشاء صندوق سيادي آخر، أن تأخذ بعين الاعتبار استراتيجيات تخصيص الأصول للصناديق الأخرى، عند إعداد استراتيجيتها الخاصة.

## 3- هيكل العملات

يعتمد اختيار هيكل العملات على هدف صندوق الثروة السيادي وكذا على هيكل التزاماته، ففي حالة صناديق الاستقرار، عند الانخفاض الحاد في أسعار صادرات السلع والإيرادات، قد يتطلب الأمر السحب من الصندوق، الذي



يتبع أفق استثماري قصير المدى وسيولة عالية، وبالتالي عند اختيار هيكل العملات يجب أن يكون الارتباط سلبي مع سعر السلع الأساسية، وعليه عند إدارة الصندوق لالتزاماته يجب النظر للعلاقة بين التزاماته والعملات الأجنبية، وتعتبر صناديق المعاشات والادخار مصممة لدعم الواردات المستقبلية، وبالتالي يمكن لها أن تستثمر في عملات الدول التي يتحصل من خلالها مواطنو الصندوق السيادي على وارداتهم، ولكن على المدى الطويل عندما تتغير أنماط الاستيراد يصبح التنويع أكثر أهمية.

#### 4- القيود القانونية والتنظيمية

تختلف القيود القانونية والتشريعية، وعادة ما تحدد فئات الأصول المسموح بها التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها، فقد لا يسمح للصناديق بالاستثمار محليا، نظرا للأثر المحتمل على التضخم وسعر الصرف، كما لا يسمح لبعض الصناديق بالاستثمار في الأسهم الخاصة أو العقارات أو صناديق التحوط.

## المبحث الثالث: مؤشرات تصنيف صناديق الثروة السيادية

بداية تميزت معظم صناديق الثروة السيادية بقلّة المعلومات حول حجم أصولها وكذا أهدافها الاستثمارية، باستثناء البعض منها (كالصندوق النرويجي)، لذا أوجدت العديد من المؤشرات لدراسة مدى التزام هذه الصناديق بمبادئ الشفافية والافصاح، ولعل أهمها إعلان مبادئ سنتياغو من قبل مجموعة العمل الدولية، وكذا أعمال كل من سيفن بيرينت، إدوين ترومان ولينبرغ مع مادوال.

## المطلب الأول: مؤشر الامتثال لمبادئ سنتياغو "SCI"

أصدرت مجموعة العمل الدولية عدد من المبادئ التوجيهية لعمل صناديق الثروة السيادية "مبادئ سنتياغو"، وقدم سيفن بيرينت نموذج لمدى التزام الصناديق بهذه المبادئ ضمن مؤشر الإمتثال، وفيما يلي سنحدد أهم النقاط التي تناولها المؤشر وكذا تصنيف لأهم صناديق الثروة السيادية.

## أولا/ مفهوم مؤشر الامتثال لمبادئ سنتياغو

المبادئ العامة لمجموعة العمل الدولية (مبادئ سنتياغو) تمثل ميثاقا دوليا ذا صفة شبه الزامية، تقر مبادئ سنتياغو بعدم مسؤولية ترجمة هذه المبادئ إلى قوانين وطنية ملزمة، فهي مبادئ طوعية وفرت حرية الحركة للدول الموقعة عليها، ضمن إطار معين يتسم بالمرونة، بحيث أن الالتزام الطوعي بهذه المبادئ يعطي مدى الجدية لتنفيذ هذه المبادئ بشكل كامل لكي يحقق الغرض المنشود ومن ثمة المساهمة في إنجاح عمل مجموعة العمل الدولية، ويعبر التوقيع على المبادئ الطوعية شيء وتنفيذها شيء آخر، مختلف تماما.<sup>1</sup>

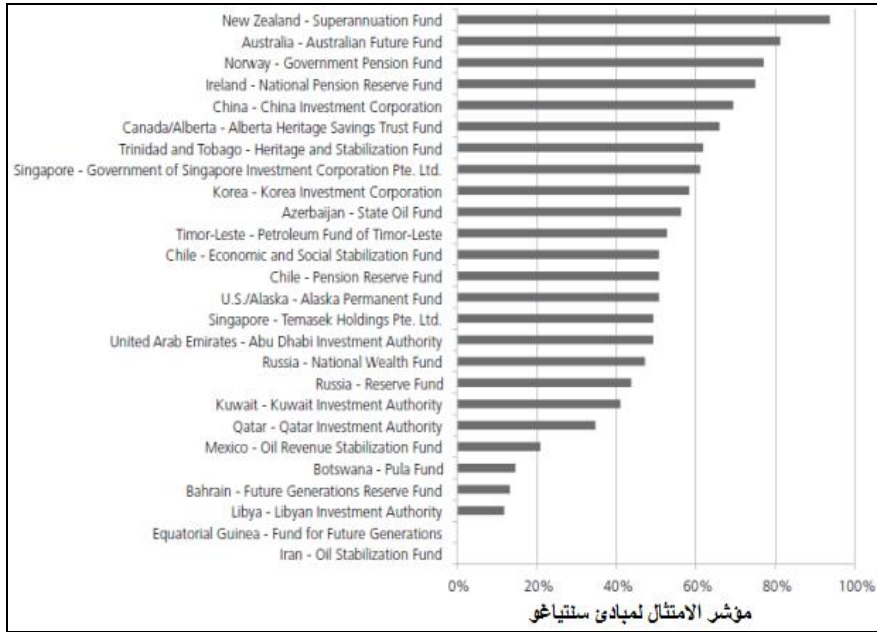
ومن أجل قياس مدى تطبيق هذه المبادئ التوجيهية، قدم سيفن بيرينت\* مؤشرا لقياس ذلك، وهو مؤشر الإمتثال لمبادئ سنتياغو (SCI) "Santiago Compliance Index"، وتعتبر العلامة المرتفعة المعطاة على التنفيذ الجيد لمبادئ سنتياغو، وعلى العكس، فإن العلامة المنخفضة تعبر عن التنفيذ الضعيف لهذه المبادئ،<sup>2</sup> وذلك من خلال دراسة له بعنوان "Sovereign Wealth Fund and Santiago principles: Where do they stand؟"، وأظهر مؤشر الامتثال لسنة 2010 نسب متفاوتة، كما هو موضح على النحو التالي:

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 136.

\* سيفن بيرينت خبير في قضايا السياسة العالمية والمفاوضات الدولية واستراتيجية الشركات والدبلوماسية، وهو باحث في مركز كارينغي للسلام للشرق الأوسط، عمل قبل ذلك في مناصب إدارية عدة في المنتدى الاقتصادي الدولي ومجموعة بيرتلسمان للأبحاث السيادية، وهو يقدم بشكل منتظم تحليلات في وسائل الإعلام المرئية والمكتوبة حول موضوع استراتيجية الشركات والعولمة.

<sup>2</sup> Jean –Michel Rocchi et Michel Ruimy , op.cit., p77.

الشكل رقم (1-6): مؤشر الإمتثال لمبادئ سنتياغو لسنة 2010



المصدر: Sven Behrendt, **Sovereign Wealth Fund and Santiago principles: Where do they stand?**, Carnegie Middle East Center, number 22, May 2010, p6.

وبناءً على الشكل أعلاه، يظهر أن هناك تفاوت في درجة الامتثال لمبادئ سنتياغو من قبل صناديق الثروة السيادية الموقعة عليها، بحيث نجد هناك التزام قوي يفوق 80% في كل من الصندوقين النيوزيلندي والاسترالي، في حين تتفاوت درجات الالتزام بين المتوسطة إلى الضعيفة (وصلت إلى أقل من 20% لكل من بتسوانا، البحرين وليبيا)، وهو ما يتطلب المزيد من العمل لإرساء الشفافية والحوكمة في عمل هذه الصناديق.

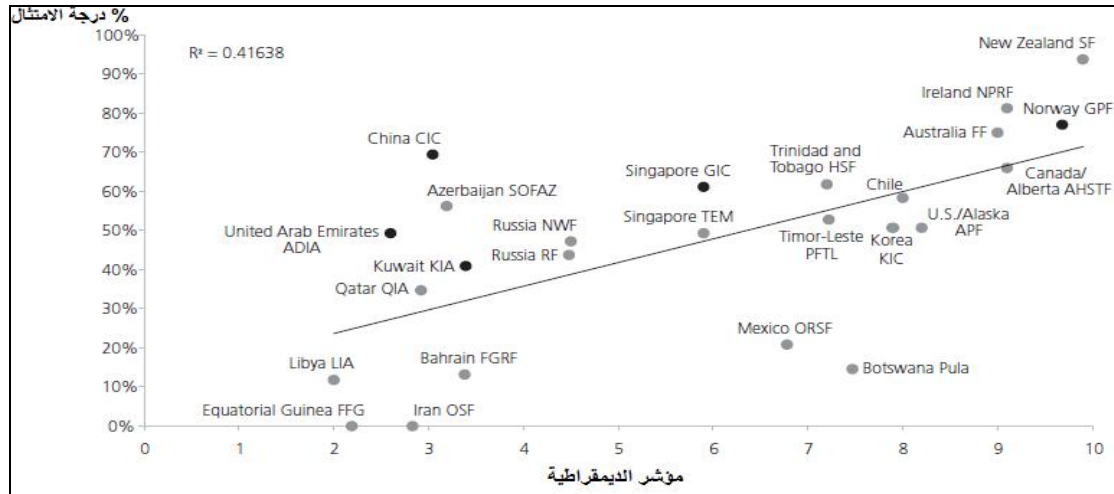
#### ثانياً/ محددات مؤشر الامتثال لمبادئ سنتياغو

يتحدد شرح معنى الامتثال لمبادئ سنتياغو من خلال المؤشرات التالية:

**1- مؤشر الديمقراطية:** تكون الحوكمة والمساءلة وشفافية صناديق الثروة السيادية (أي الامتثال لمبادئ سنتياغو) وفقاً لمعايير الحوكمة السياسية للبلدان التي تمثلها، ومدى ارتباطها القوي بالمؤشرات العالمية للحوكمة الخاصة بالبنك الدولي، ومؤشر الديمقراطية يأخذ بعين الاعتبار العمليات الانتخابية والتعددية والحريات المدنية والمشاركة السياسية والثقافية في بلد ما.<sup>1</sup> ويوضح الشكل الموالي العلاقة بين مؤشر الديمقراطية الخاص ومدى امتثال صناديقها السيادية لمبادئ سنتياغو على النحو التالي:

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 137.

الشكل رقم (1-7): درجة امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنتياغو وفقا لمؤشر الديمقراطية



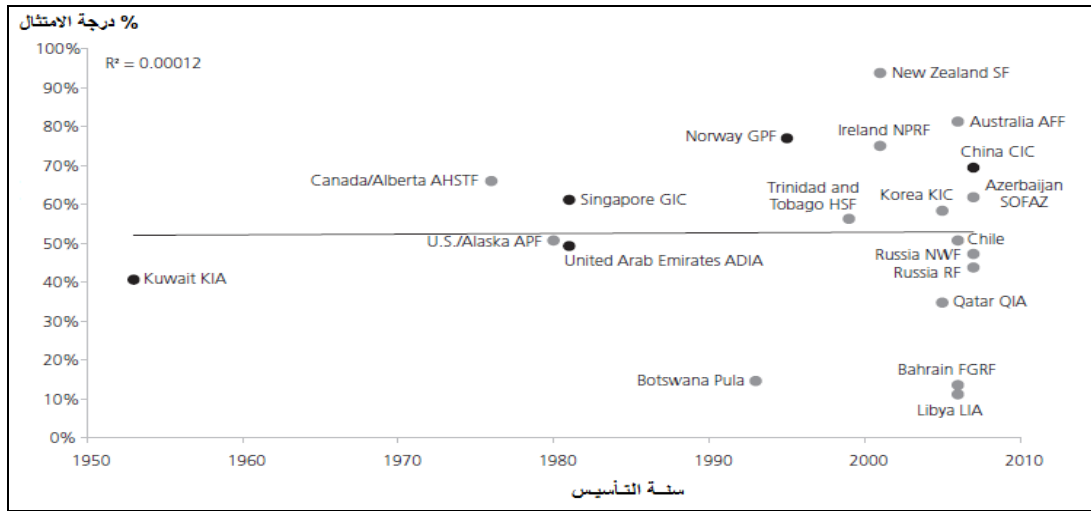
المصدر: Sven Behrendt, **Sovereign Wealth Fund and Santiago principles: Where do they stand?**, Ibid., p9.

من خلال الشكل أعلاه يتضح درجة الترابط بين مؤشر الديمقراطية ودرجة امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنتياغو، بحيث أظهرت الدول التي تتمتع بمستوى ديمقراطية أعلى درجة امتثال أكبر كالصندوق النيوزلندي، وفي النرويج، كندا، استراليا، في حين الدول التي تتمتع بمستوى ديمقراطية أقل ينخفض لديها مؤشر الامتثال، وهو ما يميز معظم الصناديق العربية، وهناك دول متوسطة الديمقراطية، وذات مستوى متوسط في مؤشر الامتثال كسنغافورة، لكن بالمقابل هناك دول مؤشر ديمقراطيتها مرتفع لكن ذات درجة امتثال ضعيفة كالمكسيك وبتسوانا، وهو ما يعبر عن وجود متغيرات أخرى تؤثر في درجة الامتثال في هذه الدول من غير مؤشر الديمقراطية.

**2- مؤشر نضج الصندوق:** نضج الصندوق لا يقدم تفسيراً عن الالتزام بمبادئ سنتياغو، إذ تبدو أن هناك علاقة قوية بين مستوى امتثال الصناديق السيادية لمبادئ سنتياغو وترتيبات الحوكمة السياسية، ولتقديم إثبات إضافي على هذه الحقيقة، حدد سيفين بيرنت متغيرات تفسيرية بديلة، مثل إيجاد علاقة محتملة بين نضج أو عمر الصندوق والتزامه بمبادئ سنتياغو، ويمكن القول أن الصناديق الأقدم والأكثر نضجاً تمكنت بمرور الزمن من توطيد أطر حوكمة أكثر قوة وانسجام مع متطلبات مبادئ سنتياغو، كما يمكن القول بأن الصناديق الأحدث والتي تكون أقل نضجاً من الناحية المؤسساتية، تستطيع التفاعل مع الشروط التنظيمية لمبادئ سنتياغو على نحو أكثر مرونة لذلك تبلغ مستويات عالية من الالتزام، ويشير التحليل إلى أن من غير الممكن إثبات أي من هاتين الفرضيتين، ويوضح الشكل (1-8) مؤشر نضج الصندوق، إذ لا يكشف عن وجود ترابط بين عمر الصندوق وأدائه في مؤشر الامتثال لمبادئ سنتياغو.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 139.

الشكل رقم (1-8): العلاقة بين مؤشر نضج الصندوق السيادي ودرجة الامتثال لمبادئ سنتياغو

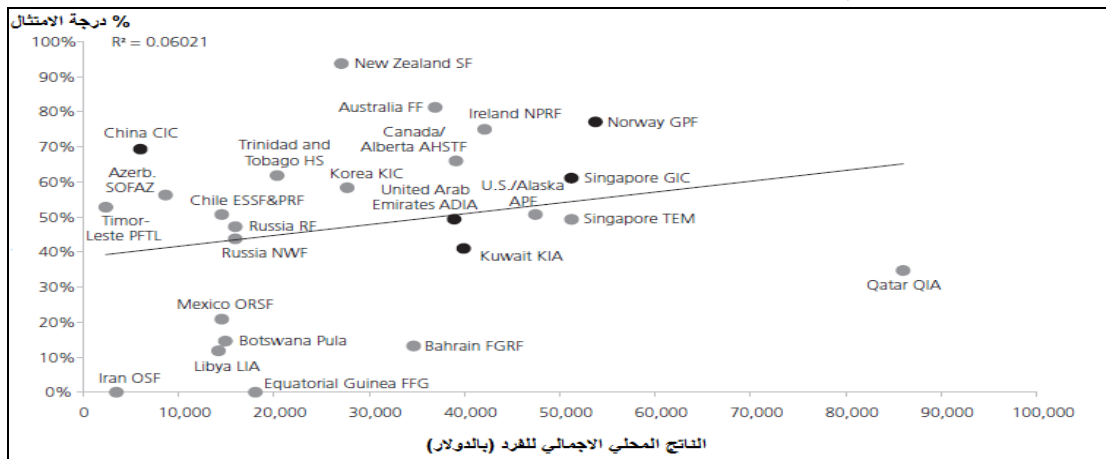


المصدر: Sven Behrendt, **Sovereign Wealth Fund and Santiago principles: Where do they stand?**, op.cit., p10.

يتضح من خلال الشكل أعلاه عدم وجود ارتباط بين مؤشر نضج الصندوق السيادي ومؤشر امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنتياغو.

**3- مؤشر النمو الاقتصادي:** يبين تحليل سيفين بيرنت أن مستوى النمو الاقتصادي لا يلعب دوراً في تفسير الالتزام بمبادئ سنتياغو، إذ تقول الفرضية بأن الاقتصاديات الناضجة تقوم على الشفافية العالية والحوكمة الرشيدة وترتيبات المساءلة، وهذه الأمور تشكل أساساً لنجاح الأسواق، كما توفر الخلفية المناسبة لصناديق تتمتع بدرجة أكبر من الشفافية والحوكمة الرشيدة. ويبدو من خلال الشكل (1-9) أن فرضية التزام صندوق سيادي بمبادئ سنتياغو يمكن تفسيره من خلال التطور الاقتصادي للدول المالكة له من خلال الناتج المحلي الإجمالي للفرد غير قابلة للإثبات.<sup>1</sup>

الشكل رقم (1-9): العلاقة بين النمو الاقتصادي ومؤشر الامتثال لمبادئ سنتياغو



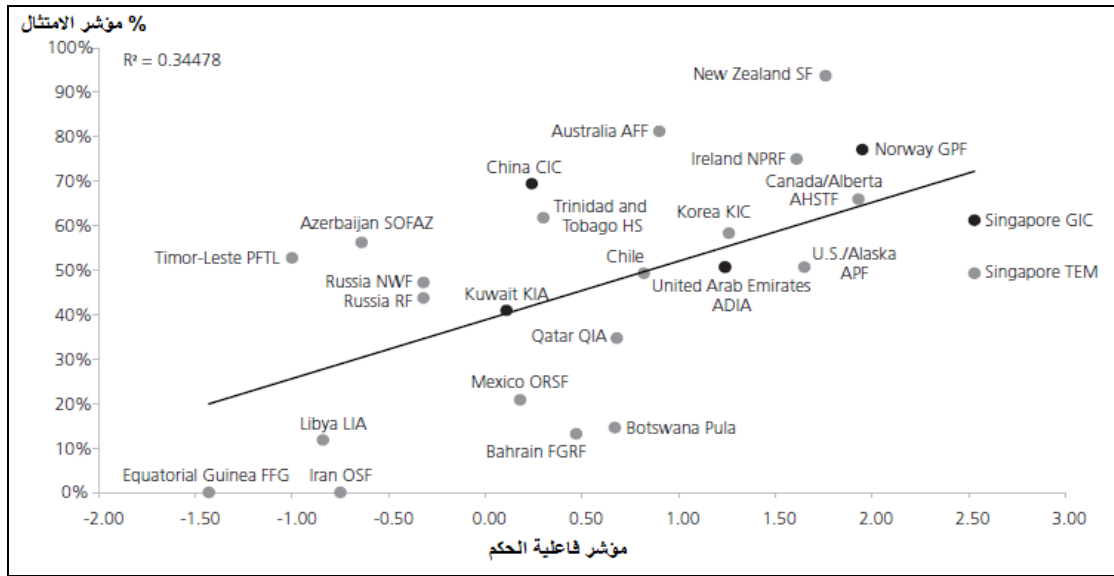
المصدر: Sven Behrendt, **Sovereign Wealth Fund and Santiago principles: Where do they stand?**, op.cit., p11.

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 140.

يتضح من خلال الشكل أعلاه عدم وجود علاقة ارتباط بين النمو الاقتصادي ومؤشر الامتثال لمبادئ سنياغو، فمثلا تمتلك قطر ناتج محلي إجمالي للفرد مرتفع، مقابل درجة امتثال ضعيفة، مقارنة بنيوزلندا ذات ناتج محلي إجمالي للفرد منخفض، مقارنة بدرجة امتثال عالية.

**4- مؤشر فاعلية الحكم والحكومة:** فحسب سيفين بيرنت فإن الصندوق السيادي الذي يمتلكه وتديره الدولة التي تتمتع بفاعلية عالية في الحكم يكون مؤشر امتثالها لمبادئ سنياغو أفضل مقارنة بالصندوق المملوك لحكومة دولة تتمتع بفاعلية حكم متدنية، وذلك من خلال الاعتماد على مؤشرات الحوكمة العالمية الخاصة بالبنك الدولي لاختبار صحة هذه الفرضية. ويشير التحليل إلى وجود ترابط قوي إلى حد ما بين أداء امتثال الصناديق السيادية وبين مؤشرات الحوكمة العالمية<sup>1</sup>، كما هو موضح من خلال الشكل (1-10):

الشكل رقم (1-10): العلاقة بين مؤشر الحكم والحوكمة مع درجة امتثال لمبادئ سنياغو



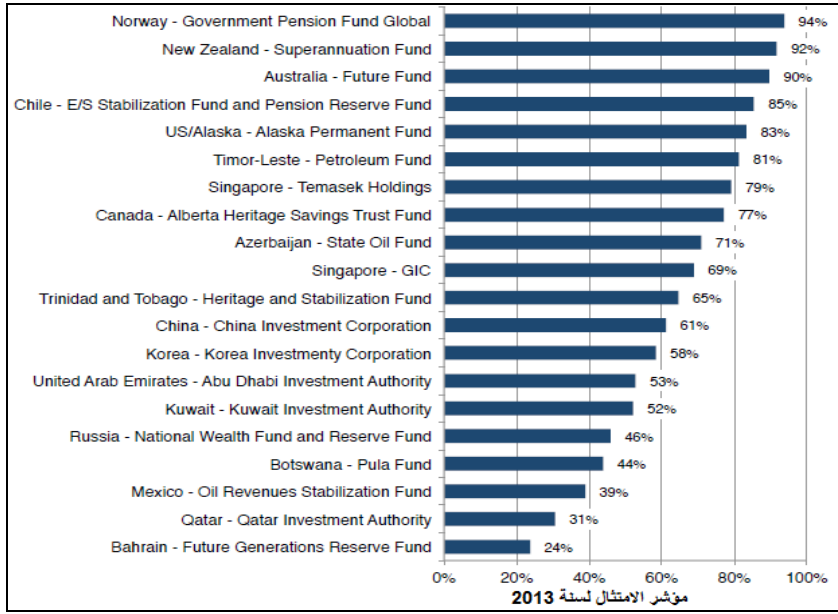
المصدر: Sven Behrendt, **Sovereign Wealth Fund and Santiago principles: Where do they stand?**, op.cit., p12.

يتضح أن الدول ذات مؤشر فاعلية الحكم مرتفعة تتمتع بدرجة امتثال عالية كالنرويج ونيوزلندا وكندا، عكس الدول ذات مؤشر فاعلية الحكم منخفض، كروسيا وليبيا وإيران.

وقد تم تحديث درجة امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنياغو سنة 2013، وهو ما يظهره الشكل الموالي:

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 142.

الشكل رقم (1-11): درجة الامتثال لمبادئ سنتياغو لسنة 2013



المصدر: Sven Behrendt, **The Santiago Compliance Index 2013** 'rating governance standards of sovereign wealth funds', Benchmarking Series, GeoEconomica, January 2014, p13.

يظهر الشكل أعلاه أن هناك صناديق حافظت على مستويات عالية من درجة الامتثال وفي مقدمتها نيوزلندا والنرويج استراليا والتي حققت درجة تفوق 90%، كما تحسن مؤشر الامتثال في العديد من صناديق الثروة السيادية للبحرين، الكويت، بتوسوانا وغيرها.

### المطلب الثاني: مؤشر ترومان لحوكمة صناديق الثروة السيادية

سيتم التطرق لمؤشر ترومان حول حوكمة صناديق الثروة السيادية، من خلال مكونات المؤشر وأهم التصنيفات المقدمة للصناديق السيادية.

#### أولا/ مفهوم مؤشر ترومان

درس أدوين ترومان الحبير في معهد بيتر سون الدولي لصناديق الثروات السيادية 46 صندوق سيادي في محاولة لإيجاد مؤشر لأداء تلك الصناديق،<sup>1</sup> ويرتكز المؤشر على أربع معايير أساسية هي: الهيكلية، الحوكمة، الشفافية والمساءلة، سلوك الصناديق، يتم من خلالها طرح 33 سؤال، وبالنسبة لجميع الأسئلة، إذا كانت الإجابة بـ"نعم" تكون العلامة المعطاة "1"، والعلامة "0" بالنسبة للإجابة "لا"، أما بالنسبة للإجابات الجزئية فيمكن إعطاء النقاط "0.25"، "0.5" أو "0.75"،<sup>2</sup> وتتحدد مكونات المؤشر على النحو التالي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 115.

<sup>2</sup> Jean –Michel Rocchi et Michel Ruimy , op.cit., p76.

<sup>3</sup> ماجد المنيف، مرجع سابق، ص 263، 264.

- **معيار هيكله الصندوق:** ويشمل درجة وضوح تمويل الصناديق واستخدامات أصولها وعائداتها وعلاقتها بالميزانية العامة والاستراتيجية الاستثمارية ومدى انفصال تلك الصناديق عن الاحتياطات الخارجية للدولة.
- **معيار الحوكمة:** ويشمل مدى وضوح دور الحكومة في استراتيجية الاستثمار للصناديق محل الدراسة، ودور مديري تلك الصناديق، ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار.
- **معيار الشفافية والمساءلة:** ويشمل توفر المعلومات الفصلية والسنوية عن الاستثمارات وأدائها وحجم الصناديق وعائداتها والتوزيع الجغرافي للاستثمارات، والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصناديق.
- **معيار سلوك الصندوق:** معناه سلوك الصناديق في الأسواق التي تستثمر فيها، وذلك من خلال إدارة الصناديق لمحافظة الاستثمارية واستخدام المشتقات المالية والرفع المالي.

يعطى المؤشر على شكل نسبة مئوية لأعلى علامة محتملة، 33 بالنسبة للإجمالي، وبالنسبة للمعايير الفرعية الأربعة (معيار هيكله الصندوق 8، معيار حوكمة الصندوق 7، معيار الشفافية والمساءلة 14، معيار سلوك بصندوق 4).<sup>1</sup>

الجدول رقم (1-6): معايير مؤشر ترومان لحوكمة صناديق الثروة السيادية

معيار هيكله الصندوق	معيار حوكمة الصندوق	معيار الشفافية والمساءلة
1. تحديد الهدف	1. دور الحكومة	* تنفيذ الاستراتيجية الاستثمارية
2. الإطار القانوني للصندوق	2. دور الهيئة الإدارية	1. الفئات المستثمر فيها
3. تغيير هيكل الصندوق	3. دور المسيرين	2. اعتماد أسلوب مقارنة الأداء المرجعية (benchmarks)
4. استراتيجية الاستثمار	4. القرارات المتخذة من قبل المسيرين	3. اعتماد التصنيفات الائتمانية
5. موارد الصندوق	5. المعايير الأخلاقية داخل الصندوق	4. الاعتماد على تفويض الاستثمار
6. استخدام عوائد الصندوق	6. المبادئ التوجيهية لتحديد المسؤولية	* الأعمال الاستثمارية
7. التكامل بين السياسات المالية والنقدية	7. المبادئ التوجيهية للاستثمار	5. حجم الصندوق
8. الانفصال عن احتياطات النقد الأجنبي		6. عائد الصندوق
		7. البلد المستثمر فيه

<sup>1</sup> Edwin M.Truman, **Sovereign Wealth Funds ‘threat or salvation?’**, Peterson Institute for International Economics, Washington, September 2010, p74.



معيار سلوك الصندوق	
1. سياسات إدارة المخاطر الخاصة بالصندوق	8. الاستثمارات الخاصة
2. استخدام سياسة الرفع المالي	9. تشكيلة العملات
3. سياسة للمشتقات المالية	* التقارير
4. تعديل المحفظة الاستثمارية	10. التقارير السنوية
	11. التقارير الربع السنوية
	12. التدقيق المنتظم
	13. التدقيق المعلن
	14. التدقيق المستقل

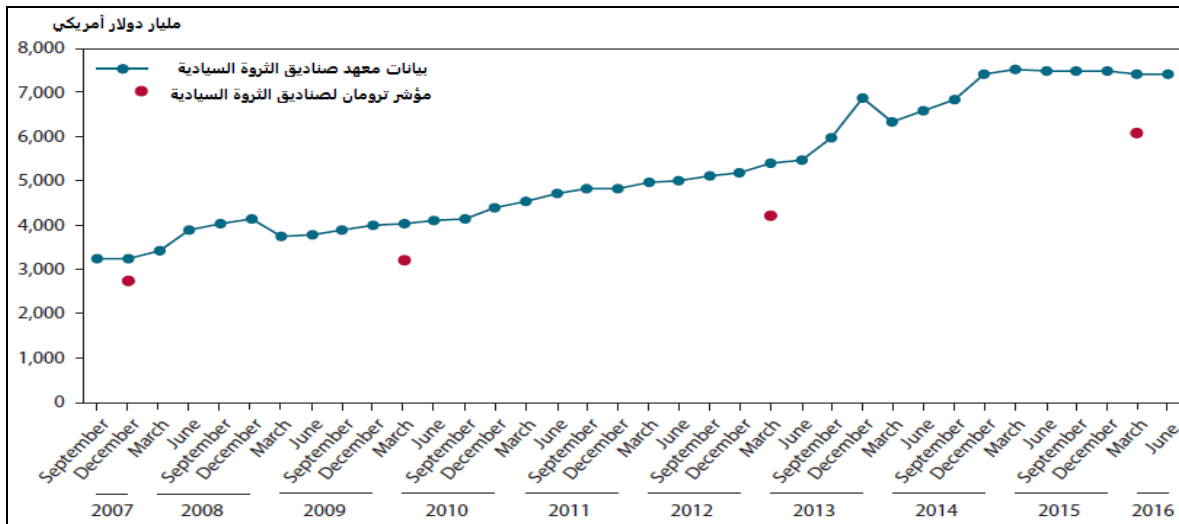
المصدر: Edwin M.Truman, *Sovereign Wealth Funds ‘threat or salvation?*, Ibid., p p 80-83-85-89

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن مؤشر ترومان تضمن معايير تفصيلية مرتبطة بالصندوق، حول إطاره القانوني والتنظيمي، آلية عمل الصندوق من حيث عملياته الاستثمارية وإدارة المخاطر، ومدى التزامه بالتقارير السنوية.

#### ثانيا/ تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان

الشكل الموالي يظهر تطور مؤشر ترومان لإجمالي صناديق الثروة السيادية على النحو التالي:

الشكل رقم (1-12): مؤشرات ترومان وتطور حجم أصول صناديق الثروة السيادية



المصدر: Sara E. Stone and Edwin M. Truman, *Unven progress on Sovereign wealth Fund transparency and Accountability*, Peterson Institute For International Economics “PIIE”, October 2016, p5.

يظهر الشكل أعلاه تحسن المؤشر الإجمالي لترومان الخاص بحوكمة صناديق الثروة السيادية، مع نموها من حيث حجم الأصول، حيث تسعى صناديق الثروة السيادية إلى تعزيز مؤشرات الشفافية والحوكمة في إطارها التشغيلي والتنظيمي، والجدول الموالي يظهر تطور نسب المؤشر على النحو التالي:

الجدول رقم (1-7): النسب الإجمالية لمؤشر ترومان الخاصة بصناديق الثروة السيادية

2015	2012	2009	2007	قيمة المؤشر
%64	%59	%58	%51	

المصدر: Sara E. Stone and Edwin M. Truman, **Unven progress on Sovereign wealth Fund transparency and Accountability**, Ibid., p11.

حققت صناديق الثروة السيادية إجمالاً تحسناً نوعاً ما في مؤشر ترومان للشفافية، بحيث انتقل من 51% في 2007، إلى 64% في 2015، لكن على المستوى الفردي، تحققت مستويات متخلفة لمؤشر ترومان. وهو ما يوضحه الجدول الموالي لتصنيف الصناديق السيادية العشر الأولى (بالاعتماد على الملحق 1) على النحو التالي:

الجدول رقم (1-8): تصنيف العشر الأولى من صناديق الثروة سيادية حسب مؤشر ترومان

المرتبة عالمياً	اسم الصندوق	قيمة المؤشر	المرتبة عالمياً	اسم الصندوق	قيمة المؤشر
1	صندوق المعاشات الحكومي العالمي	%98	6	شركة SAFE الصينية	-
2	شركة الاستثمار الصينية	%70	7	محفظة الاستثمار لهيئة هونغ-كونغ	%68
3	هيئة أبوظبي للاستثمار	%58	8	شركة الاستثمار لحكومة سنغافورة	%61
4	مؤسسة النقد السعودية	-	9	جهاز قطر للاستثمار	%40
5	هيئة الكويت للاستثمار	%68	10	صندوق الضمان الاجتماعي الصيني	%59

المصدر: تم اعداد الجدول بالاعتماد على Sara E. Stone and Edwin M. Truman, **Unven progress on Sovereign wealth Fund transparency and Accountability**, op.cit, p p8,9.

من خلال الجدول رقم 1-7 تحصلت الصناديق السيادية على متوسط معدل 64%، لكن بالنظر إلى الجدول 1-8 الذي يضم تصنيف لأكثر 10 صناديق سيادية التي لها وزن كبير عالمياً، نجدتها تختلف من صندوق لآخر، فبالنسبة لمؤسسة النقد السعودية وشركة SAFE الصينية لم يتم إدراجهما ضمن التصنيف، من ناحية أخرى حصل صندوق النرويج على نسبة عالية ما يعبر عن التزامه بمعايير الحوكمة، في حين كانت النسب متوسطة ما بين 70% إلى 60% للصناديق الآسيوية، وكذا صندوق الكويت، أما جهاز قطر للاستثمار حصل على نسبة 40% فقط، ما يعبر عن انخفاض التزامه بمعايير الحوكمة.

المطلب الثالث: مؤشر لينبرغ- مادول (Carl Linaburg et Michael Maduell)

مؤشر الشفافية لينبرغ-مادول يقدم دوريا من قبل معهد صناديق الثروة السيادية، وفيما يلي نقدم مكونات المؤشر وكذا تصنيف الصناديق السيادية وفقا للمؤشر.

أولا/ مكونات مؤشر لينبرغ- مادول

قامت الباحثة في معهد صناديق الثروة السيادية "Carl Linaburg" بالاشتراك مع الباحث "Michael Maduell" بتعديل مؤشر للشفافية، تم تطويره من قبل معهد صناديق الثروة السيادية، إذ يستند إلى عشرة مبادئ أساسية التي تصور شفافية صندوق الثروة السيادي أمام الجمهور، وكل مبدأ يضيف نقطة واحدة لمقياس المؤشر،<sup>1</sup> وبالتالي فمؤشر لينبرغ- مادول Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI) هو مقياس كمي لمستوى الشفافية الخاصة بالسياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار، بحيث تعبر الدرجة "10" على الشفافية التامة للصندوق السيادي، في حين تعبر الدرجة "1" عن غموض كبير خاص بالصندوق السيادي،<sup>2</sup> وهي القيمة الأدنى التي يمكن إعطاؤها للمؤشر، ومؤشر الشفافية تم تطويره في سنة 2008 ومنذ ذلك الحين تم استخدامه على نطاق واسع من خلال التقارير والبيانات الرسمية لصناديق الثروة السيادية، ويمكن أن تتغير درجات تصنيف صناديق الثروة السيادية تبعا لزيادة المعلومات المتوفرة عنها،<sup>3</sup> وتتحدد المبادئ العشر لقياس المؤشر من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-9): مكونات مؤشر لينبرغ- مادول لشفافية صناديق الثروة السيادية

الدرجة	المبدأ
+1	توفر الصندوق على معلومات تاريخية تتضمن الغرض من نشأة الصندوق، موارد الصندوق، هيكل التنظيمي للصندوق
+1	توفر الصندوق على تقارير دورية وسنوية مستقلة حول أدائه
+1	توفر الصندوق على معلومات حول نسب المساهمة في الشركات والتوزيع الجغرافي لأصوله
+1	توفر معلومات حول القيمة السوقية الإجمالية لمحفظة الصندوق، العوائد والتعويضات الممنوحة للإطارات المشرفة على الصندوق
+1	توفر معلومات حول المبادئ والمراجع المعتمدة من قبل الصندوق
+1	توفر الصندوق على معلومات واضحة حول استراتيجياته الاستثمارية وكذا أهدافه
+1	توفر معلومات حول فروع التابعة للصندوق والاتصالات الخارجية للصندوق

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص145.

<sup>2</sup> Jean –Michel Rocchi et Michel Ruimy , op.cit., p74.

<sup>3</sup> معهد صناديق الثروة السيادية على الموقع: [http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-](http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/)

transparency-index، تاريخ الاطلاع: 2017/04/13

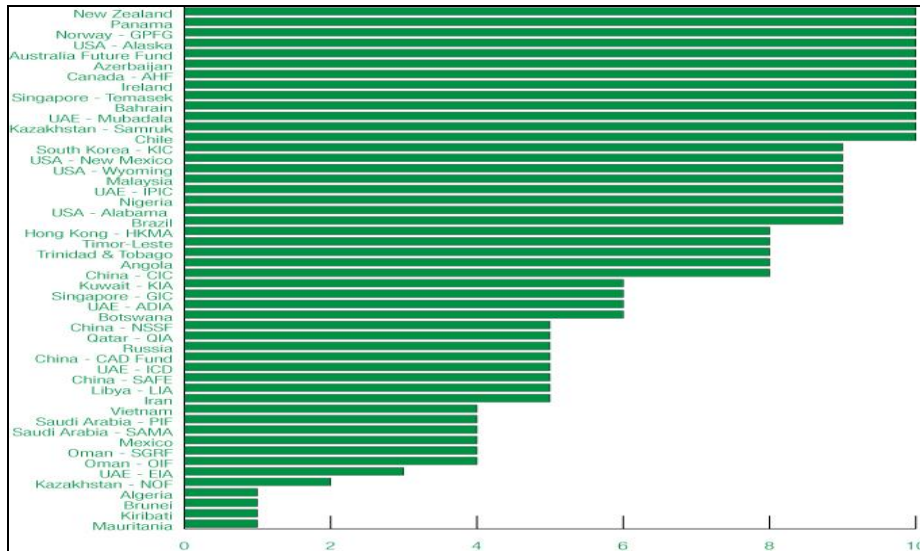
+1	توفر معلومات حول الهيئات الخارجية المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق
+1	توفر إدارة الصندوق على موقع إلكتروني خاص بها
+1	توفر الصندوق على وسائل الإتصال البريدية والالكترونية

المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية على الموقع: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-> /transparency-index، تاريخ الاطلاع: 2017/04/13

### ثانيا/ تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر لينبرغ- مادول

والشكل الموالي يظهر تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر مؤشر لينبرغ- مادول لسنة 2017 على النحو التالي:

الشكل رقم (1-13): تصنيف الصناديق السيادية وفق مؤشر لينبرغ- مادول للربع الأول من 2017



المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية على الموقع: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-> /transparency-index، تاريخ الاطلاع: 2017/06/13

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن هناك صناديق سيادية احتلت درجة كاملة من المؤشر 10/10 كنيوزلندا، النرويج، استرالي، كما أنها حققت مراتب أعلى في كل مؤشر الامتثال ومؤشر ترومان، كما نجد أن هناك صناديق حققت معدلات متوسطة كشركة الاستثمار الصينية، هيئة أبو ظبي للاستثمار، شركة استثمار حكومة سنغافورة، أما الجزائر وبروناي، وموريطانيا حققت معدلات شفافية متدنية.

### خلاصة

- تناول هذا الفصل أهم الجوانب النظرية المتعلقة بصناديق الثروة السيادية، ومن النتائج التي تم التوصل إليها ما يلي:
- تعتبر صناديق الثروة السيادية آليات استثمار حكومية لإدارة الثروة السيادية للدولة، بوجه يحقق استفادة الأجيال الحالية وحماية لحقوق الأجيال القادمة، ظهرت كممارسة منذ 1953، لكن كمصطلح خلال 2005، نمت وتطورت هذه الصناديق إذ فاق حجمها 7 ترليون دولار نهاية 2016.
  - تنوع مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية، وتنقسم إلى مصادر طبيعية متأتية أساسا من صادرات البترول والغاز، وتسمى تبعا لذلك بالصناديق السلعية، تحتل نسبة تفوق 50% من حجم الصناديق السيادية، تتركز أساسا في منطقة الشرق الأوسط، وفي أوروبا من خلال الصندوق النرويجي، أو عن طريق فوائض التجارة الخارجية وتسمى بصناديق غير سلعية تتركز خاصة في آسيا.
  - ازداد تأثير صناديق الثروة السيادية على المستوى العالمي، وتبعاً لذلك أنشأ صندوق النقد الدولي مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في سنة 2008، بهدف تحديد مبادئ طوعية تسمح بفهم أوضح لإطارها المؤسساتي ونظام حوكمتها وعملياتها الاستثمارية، وبالفعل تم الاعلان عن هذه المبادئ المؤلفة من 24 بند، وقد عرفت "بمبادئ سنتياغو".
  - يعتبر تبني صناديق الثروة السيادية لمعايير الحوكمة مسألة بالغة الأهمية، لما تتيحه من توضيح للأدوار والمسؤوليات، تحقيق الاستقلالية التشغيلية للصندوق، وتوفير معلومات بصورة منتظمة، وكذا تحقيق التنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية المحلية، وبالتالي تعزيز الثقة في إدارة هذه الصناديق محليا ودوليا، وقد اعتمدت عدة مؤشرات لقياس مدى امتثال هذه الصناديق لمعايير الحوكمة أهمها مؤشر ترومان، مؤشر الامتثال لمبادئ سنتياغو، ومؤشر لينبرغ-مادول الخاص بمعهد صناديق الثروة السيادية.
  - يعتبر نموذج المدير ونموذج الشركة من أهم الأطر المؤسساتية لصناديق الثروة السيادية، فحسب نموذج المدير تمنح الحكومة بصفقتها المالك القانوني لمجموعة الأصول التي تشكل صندوق الثروة السيادي تفويض الاستثمار للمدير، أما حسب نموذج الشركة تقوم الحكومة بتأسيس شركة استثمار والتي بدورها تمتلك الصندوق.
  - تعتبر السياسات الاستثمارية السليمة والمحددة المعالم وكذا الالتزام بمعايير إدارة المخاطر مسألة غاية في الأهمية، تحقيقا لأهداف الصندوق أولا، وكذا التعامل الكفء مع البيئة الاقتصادية والمالية العالمية التي تمتاز بعدم الاستقرار، وبالتالي يمكن اعتبار الصندوق في هذه الحالة كتأمين ذاتي ضد الأزمات المالية.

## الفصل الثاني:

# دراسة تحليلية للأزمات المالية العالمية

➤ المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية العالمية

➤ المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 أسبابها وأهم تداعياتها

➤ المبحث الثالث: قراءة في أزمته الديون السيادية الأوروبية وانهايار

أسعار البترول نهاية 2014

## تمهيد

تعرض الدول لاختلالات تصيب توازنها العامة، مسببة أزمة مالية إذا مست القطاع المالي، وقد تنتقل تداعياتها إلى القطاع الحقيقي محدثة أزمة اقتصادية تؤثر على معدلات النمو، وتصيب الدولة بركود اقتصادي، كما قد تكون محلية تتعلق بدولة معينة، أو عالمية تمس عدد من الدول، وهي ظاهرة عرفت منذ القدم، وكانت محل اهتمام الباحثين بدراساتها، وتقديم العديد من النظريات المفسرة لها، على اختلاف أفكارهم، والمدارس الاقتصادية التي ينتمون إليها. تغيرت الساحة المالية العالمية، وهي أكثر انفتاحاً وترابطاً وذلك بفعل تأثير العولمة، وما خلفته من حرية حركة رؤوس الأموال ما بين الدول، وإلغاء القيود على المعاملات المالية، وتبعاً لذلك تغير نطاق تأثير الأزمات المالية وكذا تداخل مسبباتها، وأكبر مثال على ذلك الأزمة المالية العالمية التي تعرضت لها الولايات المتحدة الأمريكية في صيف 2007، التي اعتبرت أسوأ أزمة مر بها النظام الرأسمالي والعالم ككل بعد أزمة الكساد الكبير سنة 1929.

يتناول هذا الفصل موضوع الأزمات المالية، وقد قسم إلى المباحث الثلاث التالية:

## المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية العالمية

## المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 أسبابها وأهم تداعياتها

## المبحث الثالث: قراءة في أزمة الديون السيادية الأوروبية والصدمة النفطية نهاية 2014

## المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية العالمية

سيتم من خلال هذا المبحث التطرق لماهية الأزمة المالية من خلال تحديد أهم التعاريف المقدمة لها، وإلى أنواعها وكذا إلى آليات انتقال عدواها.

## المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية

عرفت الأزمات منذ القدم، وقدمت لها عدة تعاريف، في محاولة لتفسير أهم أسبابها، وفيما يلي سنقدم تعاريف حول الأزمة المالية، مراحلها، أهم المدارس الاقتصادية المفسرة لأسبابها وكذا مؤشرات حدوثها.

## أولاً/ تعريف الأزمات المالية

تعرض الاقتصاديات عبر تطورها لأزمات من حين لآخر، رغم اختلاف حدتها وظروف حدوثها، بحسب بيئة كل دولة تحدث فيها، وبحسب ظروفها المؤسسية والهيكلية، هذه الأزمات تؤدي إلى حدوث اضطرابات عنيفة تترك آثارها السلبية على أسواق المال الدولية وما يصاحبها من تدني في مستويات التبادل التجاري وهبوط في إيرادات التصدير ومعدلات النمو الاقتصادي، وقد تزايدت حدة هذه الأزمات مع عقد التسعينات من القرن العشرين، وذلك نتيجة لعولمة الأسواق المالية.<sup>1</sup> قبل تقديم أهم تعاريف للأزمة المالية نود أولاً تقديم التعريف اللغوي لمصطلح الأزمة.

تعود كلمة "أزمة" إلى المصطلح اللاتيني "crisis" وإلى الكلمة اليونانية "krisis"، والأزمة مصطلح قدم ترجع جذوره التاريخية إلى الطب الإغريقي-تعني نقطة تحول أي أنها لحظة قرار حاسمة في حياة المريض-وهي تطلق للدلالة على حدوث تغير جوهري ومفاجئ في جسم الإنسان.<sup>2</sup>

وقد كثر استخدام كلمة "أزمة" في القرن السادس عشر الميلادي، في المعاجم الطبية، ثم تطورت استخدامات هذه الكلمة في القرن السابع عشر، لتعني ارتفاع درجة التوتر في العلاقات بين الكنيسة والدولة، وتم استخدام هذه الكلمة في القرن التاسع عشر للإشارة إلى بروز مشكلات كبيرة وخطيرة، وللإشارة إلى لحظات وحالات تحول فاصلة في العلاقات الاجتماعية، السياسية، والاقتصادية.<sup>3</sup>

وتعرف الأزمة المالية بأنها: "وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبياً يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية، ويتضمن أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة".<sup>4</sup>

كما تعرف على أنها: "الانخفاض المفاجئ في أسعار أصل من الأصول، والتي قد تكون أصول مادية كالألات والمعدات، وقد تكون أصول مالية كالأسهم والسندات، وقد يحدث الانخفاض المفاجئ نتيجة ما يسمى بفقاعة

<sup>1</sup> شيماء عبد الستار جبر الليلية، العولمة والمنظمات الدولية المالية "دراسة قانونية"، الطبعة الأولى، دار أيلة، عمان، الأردن، 2010، ص 189، 190.

<sup>2</sup> كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال والتحديات، الفرص، الآفاق"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الزرقاء، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص 3.

<sup>3</sup> عبد السلام جمعة زاقود، إدارة الأزمات الدولية في ظل النظام العالمي الجديد، الطبعة الأولى، دار زهران، عمان، الأردن، 2013، ص 20.

<sup>4</sup> يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال والتحديات، الفرص، الآفاق"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الزرقاء، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص 4.



السعر"<sup>1</sup>، والفقاعة السعرية أو المالية أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحيانا هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية<sup>2</sup>. أما الأزمة اقتصاديا عرفت بأنها: "اضطراب فجائي يطرأ على التوازن في أحد الأنشطة الاقتصادية أو في مجال النشاط الاقتصادي في بلد أو عدة بلدان، وتطلق بصورة عامة على الخلل الناشئ من اختلال التوازن بين العرض والطلب (الإنتاج والاستهلاك)"<sup>3</sup>، كما عرفت على أنها: "ظاهرة تعبر عن خلل عميق قد وقع في واحدة على الأقل من مؤشرات الاقتصاد الكلي أو الجزئي"<sup>4</sup>.

ففي ظل الأزمة فإن الأمور لا تسير في طريقها المعتاد أو المتوقع، ويحدث فيها عدم توازن قد يؤدي إلى تغيير كبير في المستقبل.<sup>5</sup>

يتضح أن الأزمة قد تكون مالية من خلال تأثيرها السلبي على قيمة الأصول أو الموجودات كالأسهم والسندات، أو اقتصادية تؤثر على توازن مؤشرات الاقتصاد الكلي.

يتم استعمال مصطلح الدورة الاقتصادية أحيانا للدلالة على الأزمة، بالرغم من الفرق بينهما، فالأزمة تدل على الاختلال أو الاضطراب في لحظة أو فترة زمنية أو مكان ما، في حين تتسم الدورة بانتظام حصولها فترات متعاقبة، وقد تكون تعبيرا عن وضع مرغوب فيه (كالانتعاش، الرواج) أو غير مرغوب فيه (كالكساد، الركود، الانهيار)، إلا أنه يمكن تفسير هذا الاطلاق بالطابع الدوري والمتكرر للاضطرابات والأزمات المالية.<sup>6</sup>

### ثانيا/ مراحل أزمات الاقتصاد

تصنف أزمات الاقتصاد إلى ثلاث فئات أو مراحل، **أولها** وأقلها خطرا وأقصرها عمرا تلك التي تصيب أسعار الأصول، وتختلف تسمياتها بين التصحيح الهامشي والتصحيح العميق مروراً بتصحيح متوسط، ويحكم تصنيفها مدى الانخفاض في الأسعار والمدى الزمني للانخفاض، **ثانيها** وبفارق كبير بمستوى المخاطر، تلك الأزمة التي تصيب القطاع المالي -وتحديدا المصرفي- وقد تتحول من أزمة تصحيح عميق من الصنف الأول إلى أزمة مالية، وقد تبدأ مباشرة من القطاع، وإهمالها أو التهاون في المواجهة السريعة لها يعني انهيار الثقة في القطاع المصرفي أو ما يسمى بظاهرة الاصطفاف على سحب الأموال من المصارف، وبالتالي الانتقال إلى المرحلة الثالثة والأخطر للأزمة، والصنف الثالث

<sup>1</sup> هشام حنضل عبد الباقي، تحليل الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، مداخلة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر لجمعية الاقتصاد السعودية حول "التكامل الاقتصادي الخليجي: الواقع والمأمول"، خلال الفترة 26-28 مايو 2009، الرياض، المملكة السعودية، ص4.

<sup>2</sup> محمد محمود المكاوي، الأزمات الاقتصادية العالمية "المفهوم-النظريات التي تفسر الأزمات-دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات"، الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2012، ص13.

<sup>3</sup> عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة "تقدير اقتصادي إسلامي"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديثة، إربد، الأردن، 2011، ص17.

<sup>4</sup> عبد الرحمن تومي، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة، دراسات اقتصادية، دورية فصلية محكمة تصدر عن مركز البصيرة، العدد 13، دار الخلدونية، القبة، الجزائر، سبتمبر 2009، ص119.

<sup>5</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص17.

<sup>6</sup> عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 46، القاهرة، مصر، ربيع 2009، ص8.

لها هو انتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي، ذلك يعني الركود أو تحول معدلات نمو الاقتصاد إلى السالب بما يعنيه من ارتفاع معدلات البطالة، ويحول الركود إلى كساد إذا زادت معدلات النمو السالب وامتدت إلى سنوات، ويبقى كل أنواع الآزمات أخف ضرراً إذا أصابت الأزمة بلداً واحداً أو حتى إقليمياً واحداً، وتصنف ضمن الآزمات الكبرى وبالغة الضرر إذا أصابت الاقتصاد العالمي بكامله،<sup>1</sup> وعليه يمكن أن تلمس الأزمة القطاع المالي ويطلق عليها "أزمة مالية"، كما يمكن أن تنتقل إلى القطاع الحقيقي ويطلق عليها "أزمة اقتصادية"، وبالتالي يقودنا هذا الأمر إلى التفريق ما بين مفهوم الاقتصاد المالي والحقيقي.

الاقتصاد الحقيقي أو العيني هو ما يتعلق بالأصول العينية، فهو يتناول كل المواد الحقيقية كالأراضي والمصانع التي تشبع الحاجات بطريقة مباشرة (السلع الاستهلاكية)، أو بطريقة غير مباشرة (السلع الاستثمارية)، فالإقتصاد الحقيقي هو الثروة الحقيقية التي يتوقف عليها بقاء البشرية وتقدمها، وقد اكتشفت البشرية منذ وقت مبكر أن الاقتصاد الحقيقي وحده لا يكفي، بل لابد أن يزود بأدوات مالية تسهل عمليات التبادل من ناحية، والعمل المشترك من أجل المستقبل من ناحية أخرى،<sup>2</sup> وعليه فالإقتصاد المالي يتكون من أدوات عبارة عن رموز أو أصول مالية، ومؤسسات مالية تتعامل مع هذه الرموز، وقد لعب القطاع المصرفي والقطاع المالي بصفة عامة دوراً كبيراً في زيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها،<sup>3</sup> وتوضح دراسات أن القطاع المالي أكثر اضطراباً وتقلباً من القطاع الحقيقي، ووفقاً لمستشار مجلس الإشراف على الاستقرار المالي بالولايات المتحدة ريتشارد بوكاستابر: "حقيقة أن إجمالي مخاطر القطاع المالي قد ارتفعت بالرغم من تراجع المخاطر الخارجية للبلاد يعكس بوضوح جوانب الخلل في داخل النظام"، ولهذا فإن معظم تقلبات القطاع المالي تنشأ من داخله وليس من القطاع الحقيقي أو العوامل الخارجية، وتشير بعض الدراسات إلى أن أسوأ حالات الهبوط الاقتصادي في العقود الماضية كانت ناتجة عن آزمات مالية.<sup>4</sup>

وعليه فإن بؤادر الآزمات المالية هي بدء انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، فالآزمات المالية تنتج عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل إلى حد كبير كما يحدث في الاقتصاد الحقيقي، ويعود ذلك إلى إشراف المؤسسات المالية في إصدار الأصول المالية بأكثر من حاجة الاقتصاد الحقيقي ومع هذا التوسع يزداد عدد المدينين، وبالتالي زيادة حجم المخاطر إذا حدث عجز عن السداد.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> جاسم السعدون، الأزمة المالية العالمية والنفط "توصيف الأزمة وقراءة انعكاساتها العامة وتأثيرها على النفط"، من كتاب: الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة العالمية حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربي، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، نوفمبر 2009، ص 95.

<sup>2</sup> بسام حجازي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على المؤسسات المصرفية في العالم، مداخلة مقدمة ضمن مؤتمر حول "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13-14 آذار 2009، ص 4، ص 5.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 5.

<sup>4</sup> سامي بن إبراهيم السويلم، الآزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سانك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية (المشروع رقم 02-13)، 2012، ص 13، 14.

<sup>5</sup> محمد محمود الكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 52.

## ثالثا/ أهم المدارس الاقتصادية المفسرة لأسباب الأزمات المالية

توجد ثلاث مدارس أساسية في تفسير الأزمات المالية، وهي مدرسة التوقعات العقلانية التي ترجع أسباب الأزمة إلى عدم تماثل المعلومات لدى الفاعلين على مستوى السوق المالية، مما يؤدي إلى تباين توقعاتهم وبالتالي سلوكياتهم وتوقعاتهم للأسعار، ومدرسة عدم الاستقرار المالي التي تركز على عدم عقلانية المتعاملين وسلوك القطيع لديهم، والمدرسة الماركسية التي ترجع الأزمة إلى التناقضات الكامنة ضمن النظام الرأسمالي، والنمو الفظيع للرأسمالية.<sup>1</sup>

تتناقض مدرسة عدم الاستقرار المالي كلية مع مدرسة التوقعات العقلانية، فبالنسبة لهذه الأخيرة الأزمات المالية ينظر إليها على أنها ظواهر ناجمة عن صدمات خارجية في حين ترى مدرسة عدم الاستقرار المالي أن أسباب الأزمات ترجع إلى ظروف ذاتية، واعتبرت أن عقلانية الأسواق ليست سوى فرضية مرنة وليس هناك خلاف على أن الأسواق أصبحت أكثر اضطرابا. وهو ما تضمنته نظرية مينسكي بأن الأزمات ذاتية بالنسبة لأداء الاقتصاد الرأسمالي، ويظهر بوضوح سلوكيات الأعوان الماليين المخلة بالاستقرار، وفي ظل هذه المدرسة أخذت نظرية عدم الاستقرار المالي لمينسكي مكانة مميزة.<sup>2</sup>

ويرى "مينسكي" أن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة أو ما أسماه "Financial Fragility"، وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثمة تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل.<sup>3</sup>

بنى مينسكي فرضيته من خلال اقتناعه بالتحليل الكينزي إضافة إلى التأثير بأفكار أستاذه جوزيف شومبتر، وتوصل مينسكي أن فرضيته مرتبطة بشكل رئيس بتكيفية الديون وتطورها إلى مستويات تعجز الوحدات الاقتصادية عن الوفاء بها، مما يربك حالة الاقتصاد فيحولها من الاستقرار إلى عدمه، يقول منسكي في هذا الصدد: "فرضية عدم الاستقرار تمثل نظرية أثر الدين على سلوك الاقتصاد، كما أنها تأخذ في الحسبان الكيفية التي تسوى بها هذه الديون"، ويميز مينسكي بين ثلاث علاقات للوحدات الاقتصادية فيما يتعلق بدخلها والديون المترتبة عليها، النوع الأول هو الوحدات القادرة على سداد جميع (أصل المبلغ المقترض والفوائد المترتبة عليه) ما عليها من التزامات من خلال التدفقات النقدية التي تحققها من عملياتها المختلفة، وسماها "وحدات التحوط"، النوع الثاني هو الوحدات التي تستطيع دفع الفوائد من العوائد التي تجنيها لكنها تبقى على أصل الدين إما بتأخير وعدم السداد أو بمزيد من الاقتراض، وأطلق عليها "وحدات المجازفة"، أما النوع الثالث فهي الوحدات التي لا تملك الدخل الكافي المحصل من التدفقات النقدية لعملياتها المختلفة لسداد ما عليها من التزامات مما يدفعها إلى المزيد من الاستدانة أو بيع ما لديها

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 8.

<sup>2</sup> Majd Salameh, L'architecture du système bancaire comme source d'instabilité financière des économies émergentes : une proposition de régulation bancaire, thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Nice Sophia Antipolis, 2013, P32-35, 36.

<sup>3</sup> محمد محمود الكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

من أصول أو أن تعجز عن السداد وأطلق عليها وحدات "بونزي" ويمكن وصفها بوحدات الملاءة المنخفض\*، ويخلص مينسكي إلى أن الاقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات "المجازفة" و "البونزية" هو الاقتصاد الهش، الذي يكون محلا للتعرض للأزمة المالية في أية لحظة نتيجة سياسة نقدية متشددة كرفع معدلات الفائدة، مما يدفع بوحدات المجازفة إلى أن تتحول إلى "بونزية" بإقدامها على بيع أصول كانت محل مجازفتها.<sup>1</sup>

ومن جهة أخرى فإن طول فترة الرخاء يدفع بالاقتصاد إلى أن يطغى على عمليات وحداته الاقتصادية جانب "المجازفة" و "البونزية" أو التمويلات الهشة. بمعنى أن نشوء الرخاء، والآمال التي يعلقها الفاعلون الاقتصاديون على تطور الاقتصاد، أو تطور قيم أصل من أصوله كقيم الأسهم أو العقار مع وجود سياسات نقدية توسعية متمثلة في معدلات فوائده منخفضة يدفع بالفاعلين، وخاصة مؤسسات الوساطة المالية بتصميم منتجات غاية في التعقيد تسمح لها بإنشاء المزيد من الديون مع القيام بتسويقها والمتاجرة فيها، وبالتالي الإقبال على الديون بشكل قياسي مما يؤثر على التوجه العام للاقتصاد بانقلابه من وضعية قوية إلى وضعية هشة، وبالنسبة لمينسكي وضعية مالية هشة مرادفة للإفراط في المديونية. وهذا التحول في حالة الاقتصاد بات يعرف "بلحظة مينسكي" التي أطلقها أول مرة الاقتصادي ماكولي "McCulley" في أزمة روسيا عام 1998، أو ما يعرف بأن الاستقرار في ظل العلاقات المالية المعقدة للنظام الرأسمالي القائم يقود إلى عدم الاستقرار.<sup>2</sup>

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات "Game theory" تحت ما يعرف بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية "Coordination Games" إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو اللعبة الاقتصادية (مضاربون، مستثمرون)، فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرون أن يتخذوه، بمعنى آخر، قد يكون قرار شراء أصل ما، بناء على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع، بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظرا لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ القرار ذاته، حينئذ تبدو الصورة مختلفة. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج "بول كروجمان Paul Krugman" ذلك السلوك. على سبيل المثال: أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن

\* وحدات بونزي: أطلقت هذه التسمية على الأشخاص منخفضي الملاءة التي تستعين بالاستدانة لتسديد ما عليها من التزامات نسبة إلى "تشارلز بونزي" ( Charles Ponzi)، الذي طبق أشهر أشكال الاحتيال المالي "حيل أو مخطط بونزي"، فقد نجح في غضون 6 أشهر من عام 1920 في جمع 15 مليون دولار أمريكي من 40 ألف شخص في نشاطات قامت على استغلال الفروق السعرية للكوبونات البريدية الدولية بين إيطاليا والولايات المتحدة الأمريكية. انظر:

يوسفات علي، الحيل المحاسبية ودورها في خلق الأزمات المالية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62، مجلة علمية فصلية تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، شتاء-ربيع 2013، ص28.

<sup>1</sup> أحمد مهدي بلوافي، هايمن مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد المسلمون من أفكاره؟، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 24، العدد الأول، 2011، صص 108-110، 111.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص 112، 113.

قد يحدث له انهيار سريع بمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثمة يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعلياً.<sup>1</sup>

#### رابعاً/ مؤشرات الأزمة المالية

لا توجد بوادر أو مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الآزمات مستقبلاً بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، لكن هناك في الحقيقة مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للآزمات.<sup>2</sup>

فبعد وصف حالات عديدة بـ"آزمات مالية"، والنتائج المترتبة عليها، حاول الباحثون التنبؤ بحدوث أزمة مالية وتقدير توقيتها الزمني، والمنهج الشائع المتبع هو بناء نظام "الإنذار المبكر"، والذي يعتمد على تحليل سلوك مؤشرات مالية معينة لفترة ما قبل حدوث الأزمة المالية، والتي قد يختلف عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المؤشرات يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة، وتتفاوت الأهمية النسبية للمؤشرات المالية التي يمكن اعتمادها في تنبؤ حدوث أزمة ما، بسبب ما يقتضيه تحليل طبيعة ومسببات كل أزمة مالية عن غيرها، وتعرف هذه المؤشرات بالقائدة "Leading indicators" أي أنها "تلك المؤشرات التي يعتمد عليها صناع سياسة السوق للتنبؤ بالآزمات المالية في أسواق العملات والأنظمة المصرفية"، كتحركات أسعار الصرف الحقيقية، أسعار الفائدة المحلية، التضخم، الاحتياطي من العملات، حجم المديونية، معدلات عرض النقد، نسبة عرض النقد إلى إجمالي الاحتياطيات من العملات المحلية، العوامل السياسية والتنظيمية كالتي تشمل البنى الأساسية للمؤسسات المالية والنقدية والأنظمة واللوائح.<sup>3</sup>

وباستخدام منهج "الإنذار المبكر" أظهرت دراسة أجريت على عينة شملت 53 دولة متقدمة ومتخلفة خلال الفترة من 1975 إلى 1997 أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل أسعار الصرف، مؤشرات الأسواق النقدية والمالية قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة بسنة أو سنتين، وبناء على ذلك يمكن تصنيف أهم المؤشرات الدالة على إمكانية تعرض دولة ما لآزمات في السوق المالي إلى صنفين هما: مؤشرات مرتبطة بالتطورات في السياسات الاقتصادية الكلية والخصائص الهيكلية أو البنوية للسوق.<sup>4</sup> بحيث ينجم عن المؤشرات المرتبطة بالسياسات الاقتصادية الكلية في الدولة حالة عدم الثقة لدى المستثمرين في قدرة الاقتصاد الكلي لهذه الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية، ودائماً ما تتجه هذه الاستثمارات إلى حيث تجد البيئة الملائمة للنمو.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص 326.

<sup>2</sup> محمد محمود المكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 56.

<sup>3</sup> انظر:

- محمد محمود المكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 56.

- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، الأردن، 2013، ص 596-598.

<sup>4</sup> محمد محمود المكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 56، 57.

<sup>5</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 20.

ويمكن توضيح أهم المتغيرات التي تدخل في تكوين المؤشرين على النحو التالي:<sup>1</sup>  
المؤشرات المرتبطة بالتطورات في الاقتصاد الكلي: تتمثل هذه المؤشرات أساسا في:

- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية ومعدلات التضخم.
  - ارتفاع معدل البطالة.
  - انخفاض نسبة النمو الاقتصادي بتراجع الناتج المحلي الإجمالي بعد ثبات استقراره.
  - ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض المحلية.
  - ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.
  - النمو السريع في الاعتمادات المالية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.
  - نمو المديونية الخارجية وزيادة الديون بالعملات الأجنبية.
  - انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي الأجنبي.
- المؤشرات المرتبطة بالخصائص الهيكلية للسوق: تتمثل هذه المؤشرات أساسا في:
- قطاع التصدير أكثر تركيزا.
  - انخفاض معدلات التبادل.
  - تحرر السوق المالي.
  - انخفاض الاكتتاب في السوق المالي.
  - سيطرة بعض المؤسسات على السوق المالي، وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق، دخولا إليها وخروجها منها.
  - إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها.
  - ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل، لما لهذه الديون من أثر سيء على القطاعات المالية، بسبب سهولة دخولها إلى الدولة وخروجها منها، مما يساهم في إضعاف عنصر الملاءة للمؤسسات المالية، ويساهم في عرقلة قطاع البنوك عن أداء وظائفه التمويلية.
  - غياب الشفافية والافصاح الضروريين للتطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية، عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعد على تقييم أصول هذه المؤسسات، وبالتالي الصورة الحقيقية لأسواق المال وقطاعات البنوك.

واعتمد "Pazarbasioglu" سنة 2002 مؤشرات للتنبؤ باحتمالية حدوث أزمة مالية، موضحة على النحو التالي:

<sup>1</sup> انظر :

- محمد محمود المكاوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 57، 58.  
- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 21، 22.

الجدول رقم (2-1): مؤشرات "Pazarbasioglu" للأزمة المالية

مؤشرات القطاع المالي (مؤسسات مالية وأخرى مرتبطة بالقطاع المالي)	
نظام تصنيف الموجودات (مؤسسات خاصة وقطاع عام)	نظام تصنيف المطلوبات
- التوزيع القطاعي	- التوزيع القطاعي
- درجة اعتماد الضمانات المالية	- هيكل الاستحقاق
- الهدف من الاقتراض	- هيكل الحجم
- أداء الموجودات	- مؤشرات الرافعة المالية
- الأرباح غير المتحققة/الخسائر من الموجودات	
مؤشرات الأسواق المالية	
معلومات السوق	توقعات المشتركين في السوق
- أسعار الأسهم	- البحوث المسحية عند افتتاح القطاع المالي
- معدلات الائتمان	- توجهات إقراض المؤسسات الائتمانية
	- بيانات البنك المركزي

المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 600.

يتضح من الجدول أعلاه أن أهم المؤشرات المرتبطة بالأزمة في القطاع المالي، تنقسم إلى مؤشرات مرتبطة بالقطاع في حد ذاته، من خلال وضعية مؤسساته المالية، من حيث وضعية موجوداتها ومطلوباتها، إضافة إلى مؤشرات مرتبطة بالسوق المالي ككل، التي تستند إلى معلومات سوقية وتوقعات مستقبلية.

### المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية وانتقال عدواها

يمتد التاريخ الموثق للأزمات إلى نحو 372 سنة، وكانت الأولى في هولندا في ثلاثينيات القرن السابع عشر، ولم تكن أزمة أوراق مالية، ولا حتى أزمة أصول عقارية، وإنما أزمة زهور (توليب)، توافق الناس في بلد صغير وغني على أنها أصول ذات قيمة عالية، ورغم امتدادها إلى الجانب الحقيقي، إلا أنها ظلت محصورة في نطاق جغرافي ضيق، ومن أمثلة الأزمات الكبرى تلك التي حدثت في فرنسا في عام 1719 وتدعى بفقاعة المسيسيبي، والتي حدثت في بريطانيا بعدها بعام في 1920 وتدعى بفقاعة بحر الجنوب، وكانتنا أزمة أوراق مالية (أسهم وسندات)، وتلك التي حدثت لأراضي فلوريدا الزراعية في عام 1922، وكلها ظلت محصورة في نطاقها الجغرافي.<sup>1</sup> وبالتالي هناك تصنيفات مختلفة للأزمة المالية، قد ينتقل مداها إلى أسواق بلدان أخرى بفعل العدوى المالية، وفيما يلي نقدم عرض لأهم أنواع الأزمات المالية وكذا مفهوم عدوى انتقالها.

<sup>1</sup> جاسم السعدون، مرجع سبق ذكره، ص 95.

## أولا/ أنواع الآزمات المالية

قد تختلف الآزمات المالية التي تصيب اقتصاديات الدول، ويمكن التمييز بين أربع أنواع أساسية من الآزمات وهي أزمة عملة (أزمة صرف، أزمة ميزان مدفوعات)، أزمة مصرفية (بنكية)، أزمة أسواق مالية (أزمة بورصية)، أزمة مديونية، وفيما يلي سيتم تناول مفهوم كل أزمة على حدى.

## 1- أزمة العملة (أزمة صرف، أزمة ميزان مدفوعات)

هذا النوع من الآزمات يحدث عندما تندهور قيمة العملة بدلالة عملة أو عملات مرجعية، ويكون هذا التندهور أكثر من الحدود المعقولة التي يتم اعتبارها في الغالب ما فوق 25%<sup>1</sup> وبالتالي يقال أن هناك أزمة عملة في حالة حصول انخفاض كبير في قيمة العملة و/أو إجبار السلطات النقدية للتدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر صرف العملة أو من خلال رفع كبير في سعر الفائدة<sup>2</sup>.

تعتبر أزمة العملة من أكثر الآزمات المالية شيوعا، وتعد المضاربة على عملة معينة إحدى الأسباب الرئيسية لحدوثها، فالمضاربة تعني استغلال حركات غير متوقعة في السوق تجذب المضاربين بمتابعة حركة تقلبات الأسعار في السوق، لأنها كلما زادت زاد حجم هامش ربح المضارب، ويعتقد البعض أن المضارب لا يغير بمركته وسلوكه من حركة الاقتصاد ولكنه قادر على استغلال موقف قائم لصالحه وتنظيم قوة أصبح مؤكدا حصولها مثل تخفيض سعر الصرف عند وجود عجز مزمن في ميزان المدفوعات، ولكن في الوقت ذاته بلغ حجم الاستثمار الذي يتعامل به بعض المضاربين حدا أصبح نشاطهم فيه قادرا على التأثير في الأحداث<sup>3</sup>.

تعتبر أزمة دول جنوب شرق آسيا مثال على ذلك، فقد حققت دول جنوب شرق آسيا نموا اقتصاديا باهرا، وصفه صندوق النقد الدولي سنة 1993 "بالمعجزة الآسيوية"، بعدما سبق له وصف تجربة هذه الدول من قبل بأنها نموذج يبين أسباب فقر الأمم وانتشار البطالة، هذا النمو الاقتصادي الكبير كان راجعا إلى ازدهار القطاع الإنتاجي والتقني في هذه البلدان بفضل السياسة التي اتبعتها، باستيراد المواد الخام، وتوجيهها نحو القطاع الإنتاجي ذي الوفرة في عنصر العمل، ثم إعادة تصديرها إلى الخارج، هذا النمو في الاقتصاد الحقيقي صاحبه نموا مطردا في الاقتصاد المالي، حيث توسعت الأنشطة المالية أيضا لكن بصورة مغالى فيها، من خلال زيادة الطلب على العملة الوطنية، فزاد معدل منح الائتمان لرجال الأعمال بالعملة المحلية، فاضطرت البنوك الوطنية إلى الاستدانة من الخارج لتلبية الحاجة الدائمة إلى تمويل المشروعات المحلية، وفي نفس الوقت فقدت البنوك الوطنية درجة معقولة من السيطرة على الائتمان، فلم تراقب بجدية الأنشطة التي كان يمارسها مديونها، ولم تقدر حجم المخاطر التي كانوا يتعرضون لها، وترتب على هذه

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مرجع سبق ذكره، ص9.

<sup>2</sup> أحمد طلفاح، الآزمات المالية وآزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ص7.

<sup>3</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص594.



السياسات بالإضافة إلى سياسات مالية خاطئة كتنفشي الفساد إلى فقد المستثمر الأجنبي الثقة في الجدارة الائتمانية للنظام المصرفي لهذه الدول، رغم أنه كان مصنفا تصنيفا عاليا من قبل، وترتب على ذلك اندلاع الأزمة المالية فيها.<sup>1</sup> وانفجرت الأزمة أولا في تايلاند فيها بعد الهجوم على عملتها "Baht" في يوليو 1997 من خلال ستة أفراد من تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض سعر هذه العملة بعرض كميات كبيرة منها للبيع، أدت إلى خفض قيمتها بالنسبة للعملاء الأخرى،<sup>2</sup> حيث انخفض "Baht" التايلندي حوالي 55% من قيمته، فلجأت السلطات النقدية في تايلند إلى تعويم سعر صرف عملتها، مع دعمها بالاحتياطات من العملات الأجنبية المحتجزة لدى البنك المركزي، غير أن هذا التوجه لم يفلح في مواجهة الأزمة، مما اضطر الدولة إلى الاستعانة بصندوق النقد الدولي، الذي تدخل بفرض شروطه مقابل منح 20 مليار دولار لم تفلح في مساعدتها على تجنب هذه الأزمة، وما حدث في تايلند حدث مثله في إندونيسيا، الفلبين، كوريا الجنوبية وهونغ كونغ، مما دفعها لطلب مساعدة صندوق النقد الدولي، وفرض شروطه عليها، مما أدى إلى تأخر تعافي اقتصاداتها، بالمقارنة بالاقتصاد الماليزي الذي رفضت دولته اللجوء للصندوق، حيث لجأت إلى تغيير سياساتها من تعويم سعر الصرف قبل الأزمة إلى سياسة سعر الصرف الثابت، مع فرض قيود على حركة رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار المباشر، والتوجه نحو دفع البنوك الكبرى للاستحواذ على البنوك الصغرى المتعثرة.<sup>3</sup>

## 2- الأزمة المصرفية

تعرف الأزمة المصرفية بأنها ارتفاع مفاجئ وكبير في سحب الودائع من المصارف، وينبع ذلك أساسا من الانخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية،<sup>4</sup> وبالتالي يحدث هذا النوع من الآزمات عندما تكون حجم الأصول المتعثرة لدى المصرف كبيرا، أو عندما تتفق المعلومات الصادرة من جهات مختلفة (صحافة، دراسات) ووفقا لخبراء على وجود مؤشرات دعر (تجميد الودائع، غلق البنوك، ضمان الودائع)، أو وجود مخططات حكومية لإنقاذ البنوك.<sup>5</sup> تأخذ الأزمة المصرفية الأشكال التالية:<sup>6</sup>

- **أزمة سيولة:** تبدأ الآزمات المصرفية في الظهور عندما يواجه مصرف ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، ولأن المصرف يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات كل المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة،

<sup>1</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره صص 36، 37.

<sup>2</sup> محمد محمود الكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 64.

<sup>3</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 38، 39.

<sup>4</sup> شيماء عبد الستار جبر الليلية، مرجع سبق ذكره، ص 193.

<sup>5</sup> Rober Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, **les Crise Financière**, La Documentation Française, Paris, 2004,P15.

<sup>6</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 318.

وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى المصرف، وإذا ما حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى مصارف أخرى عندئذ تأخذ الأزمة لقب أزمة مصرفية.

- أزمة ائتمان: تحدث عندما تتوافر لدى المصارف الودائع وترفض منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب فتحدث أزمة في الإقراض.

تميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتا أطولا من أزمة العملة، ولها آثار أكبر على النشاط الاقتصادي، وكانت الأزمات المصرفية نادرة نسبيا في الخمسينات والستينات من القرن العشرين بسبب القيود على رأس المال، ولكنها أصبحت أكثر شيوعا منذ السبعينات من القرن العشرين، وتحدث بالتراصف مع أزمة العملة.<sup>1</sup>

### 3- أزمة الأسواق المالية

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف بظاهرة "الفقاعة" "Bubble"، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل (كأسهم مثلا) هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثمة تبدأ حالات الذعر في الظهور، فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.<sup>2</sup>

عرف الاقتصاد الدولي أولى أزماته المالية من هذا النوع إبان فترة الكساد العظيم خلال الفترة (1929-1933) خاصة بعد أن تعرضت بورصة نيويورك للأوراق المالية إلى تدهور في أسعار الأسهم في يوم الثلاثاء الموافق 1929/10/29 والذي أطلق عليه بيوم الثلاثاء الأسود (Black Tuesday)، وقد حدثت أزمات مالية متعددة أهمها انهيار بورصة (Wall Street) في عام 1978، وانهيار أسواق الأسهم في اليابان في عام 1980، وأشد هذه الأزمات ما حدث في يوم الاثنين الموافق 1987/10/19 حيث أطلق عليها الاثنين الأسود (Black Monday) حين انهارت بورصة نيويورك للأوراق المالية في هذا اليوم وألحقت خسارة قدرت بـ 500 مليار دولار.<sup>3</sup>

### 4- أزمة المديونية

يحدث هذا الشكل من الأزمات المالية إما عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثمة يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة،<sup>4</sup> وبمعنى آخر آخر تحدث أزمة المديونية عندما تكون الدولة في حالة عدم القدرة على الوفاء بفوائدها الخارجية وذلك للأسباب المتعلقة بالاقتصاد الكلي كارتفاع مستوى التضخم، عجز الحساب الجاري والتوسع المفرط في الاقتراض، ويسمى

<sup>1</sup> كمال رزق، حسن توفيق، مرجع سبق ذكره، ص7.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مرجع سبق ذكره، ص9.

<sup>3</sup> عمر يوسف عبد الله عبابنة، مرجع سبق ذكره، ص25.

<sup>4</sup> كمال رزق، حسن توفيق، مرجع سبق ذكره، ص7.

القرض الخارجي بالقرض السيادي الذي يعرف بأنه القرض المقدم للقطاع الرسمي (الحكومي) لدولة ما، أو قرض قطاع خاص مضمون (مكفول) من قبل الدولة المقترضة<sup>1</sup>.

وتعد أزمة الديون العالمية مع بداية الثمانينات من القرن العشرين مثال على ذلك، ففي ظل تحرير القطاع المالي والمصرفي وحرية حركة رؤوس الأموال، توسعت البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم الثالث، وقد اقتزنت حركة التوسع في الإقراض بتعثر تلك الحكومات وإعلان الدول المدينة عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها، كما فعلت المكسيك في عام 1982 وتبعته عدد من الدول. وبالتالي بدأت محاولات حكومات الدول الدائنة لاحتواء أزمة الديون العالمية خوفا من انهيار مؤسساتها المالية وقطاعها البنكي، فتدخلت لمنع مؤسساتها المالية من الإفلاس وانهيار جهازها المصرفي، وخضوع الدول المدينة لوصفة المؤسسات المالية الدولية تحت ما عرف ببرامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي<sup>2</sup>.

### ثانيا/ عدوى الأزمات المالية

أصبحت اقتصاديات الدول أكثر ارتباطا، فالأوضاع الاقتصادية المتعلقة بدولة معينة، يمكن أن ينتقل تأثيرها إلى دول أخرى، وفيما يلي سنقدم مفهوم لمصطلح العدوى المالية وكذا نماذج انتقالها.

#### 1-تعريف العدوى المالية

تعبر العدوى عن انتقال الأزمات المالية (مثل الخاصة بأسعار العملة وانهيار أسواق الأسهم)، وانتشار عدواها في دول أخرى. ويختلف الاقتصاديون حول ما إذا كان حدوث أزمة في أكثر من دولة في الوقت ذاته هو نتيجة لانتشار غير مبرر "للعدوى" بالفعل، أم بسبب مشكلات حقيقية تعاني منها الاقتصاديات التي انتقلت إليها الأزمة، سواء اختلفت تلك الأسباب فيما بينها أم تشابهت<sup>3</sup>.

لا يتوافر تعريف واحد لانتقال عدوى الأزمات المالية، إلا أن البنك المركزي قدم مفهوما لها، ويقضي التعريف الأول للعدوى المالية بأنها "حالة انتقال للصدمات التي تحدث في دولة ما، يكون تأثيرها طاعيا وعاما"، وقد اتصف هذا التعريف بشموليته، أما التعريف الثاني الأقل محدودية فيعرف العدوى المالية بأنها "عدوى انتقال الأزمات المالية لمجموعة دول تشترك فيما بينها من خلال روابط مشتركة في أداء أسواقها المالية"، أما التعريف الأخير المحدود للعدوى المالية يعرفها بأنها "هي الظاهرة التي تنشأ حينما تزداد قوة الروابط المشتركة بين مجموعة دول أثناء فترة حدوث الأزمة وتتناسب قوة العدوى المالية مع مقدار اشتراك الروابط أثناء فترة الاستقرار"<sup>4</sup>.

يتم قياس انتقال عدوى الأزمات كما يلي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 596.

<sup>2</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، عمان، الأردن، 2011، ص 10.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 327.

<sup>4</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 604.

<sup>5</sup> نفس المرجع، ص 609.

- قياس درجة الترابط بين أسعار أسهم أسواق مجموعة دول (أكثر من دولتين)، وتعكس درجة الارتباط العالية فيما بينها وجود عدوى مالية، وتفسر تلك الدرجة العالية ظاهرة انتقال الأزمات بين الأسواق المالية.
- الاحتمالية المشروطة لأزمات العملة: يشير هذا الأسلوب إلى قياس انتقال عدوى أزمات العملة عندما تكون هنالك روابط مشتركة بين أسعار عملات الدول التي تحدث فيها عدوى مالية (مثل ارتباط العملات المالية لجميع دول جنوب شرق آسيا بالدولار الأمريكي).
- الانتقال السريع في المؤشرات المالية: وتعني قياس التغير في مؤشر مالي معين في سوق مالية ما ومقارنة ذلك مع التغير في نفس المؤشر لدولة أخرى.
- التغيرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال ومعدلات العوائد.

## 2- نماذج العدوى المالية

توجد دراسات عديدة قامت بدراسة وتحليل كيفية انتقال وانتشار عدوى الأزمات المالية بين دول العالم المختلفة، مستعينة في ذلك على بعض المتغيرات الاقتصادية والمالية بالإضافة إلى النماذج القياسية، كدراسة "Boschi" (2005) بعنوان International financial contagion حيث هدفت الدراسة إلى إثبات كيف عانت بعض الدول من عدوى الأزمة المالية نتيجة لما حدث في الأرجنتين، ودراسة Sojli (2007) حيث حاولت الدراسة أن توضح كيف انتقلت أزمة 1998 من روسيا إلى سلوفانيا وإستونيا وجمهورية التشيك.<sup>1</sup>

توجد أربع نماذج تفسر انتشار عدوى الأزمات المالية بين الدول وهي:<sup>2</sup>

- نموذج الروابط الاقتصادية (Economic Linkages): وطبقا لهذا النموذج فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكمشة تجاريا أو غير متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الاقتصاد بها، وتتضمن أشكال هذا النموذج الأشكال التي قدمها كل من: "Gerlach and Smets" 1994، "Huh and Kasa" 1997، والمثال على ذلك تخفيض قيمة العملة الإجمالي الذي يؤثر على شروط التجارة بين الدول. وبمجرد أن تحدث الأزمة الأولية يصبح بالإمكان التنبؤ بسهولة بالأزمات التي سوف تحدث في الدول ذات المستوى الاقتصادي الأدنى، لأن نماذج التجارة معروفة أو بطيئة التغيير إلى حد ما، ومع ذلك ليس هناك وضوح في موقف الدول المتأثرة بالأزمات وما يجب أن تفعله لمنع وقوع الأزمات، إلى جانب قيامها بإجراء تعديلات لسياساتها حتى يتسنى لها جعل سياساتها الاقتصادية متمشية مع الموقف الجديد.
- نموذج الوعي المتزايد (Heightened Awareness): يفترض هذا النموذج بأن البيانات وتحليل الأسواق هي إما بيانات وتحليلات ضعيفة المستوى أو رفيعة المستوى يمكن استغلالها أو الاستفادة منها من جانب

<sup>1</sup> محمد بن بوزيان، سمية زيار، انتشار عدوى الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص 48، 49.

<sup>2</sup> عبد الحكيم مصطفى الشراوي، عدوى الأزمات المالية "العولمة المالية وإمكانات التحكم"، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 38، 41.

المستثمرين، ولأنها أسواق لا يمكنها أن تجمع البيانات ذات الصلة بجميع الدول، فإن المستثمرين على اختلاف قدراتهم يركزون على القليل من هذه الأسواق، فإذا وقعت مشكلة في إحدى الدول تتجه أنظارهم إلى دول أخرى تتماشى أصولها المالية مع رغباتهم. وفي عالم يتزايد فيه الوعي فإن الدول التي تمر بأزمات مالية عادة ما تكون البيئة الأساسية فيها ضعيفة، ومن ثم نجد الدول التي تمر بمشاكل تشبه مشاكل الدولة التي تمر بالأزمة، أو تلك التي تعاني من فجوات ومشاكل في تقاريرها والإبلاغ عن الأزمات التي يمكن أن تصيبها هي دول معرضة للإصابة بالعدوى المالية، فالتحليل الجيد للبيانات وكذا الإبلاغ عنها بشكل سليم يمكن أن يقلل من التعرض للإصابة بالعدوى.

- نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية (**Portfolio Adjustment**): نجد في هذا النموذج أن مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة في حاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تحديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة الأصلية، ومن هنا نجد هؤلاء أنفسهم يتجاوبون مع بيع أصول الدول الأخرى الداخلة في الأوراق المالية، وهذا بدوره يتسبب في خلق مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول.
  - نموذج سلوك القطيع (**Hard Behavior**): يقوم المستثمرون بإنشاء عدوى مالية وذلك بإهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون. وغالبا ما يكون هذا السلوك من جانب الدائنين ناتجا عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات والشفافية، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض، بمعنى أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى تنبيه الدائنين إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين واتخاذ إجراءات وتدابير لحماية أموالهم وهو ما يؤدي إلى انتشار الأزمة، وعلى النقيض من نموذج الوعي المتزايد فإن البنية الاقتصادية الأساسية لا يتعين أن تكون ضعيفة حتى يصاب المستثمرون بنوع من الذعر.
- ونتيجة للعدوى المالية وانفتاح الأسواق المالية عن بعضها البعض، أصبحت عدوى انتقال الأزمات المالية أكثر وضوحا، خاصة إذا أصابت هذه الأزمات دول لها وزن كبير في الاقتصاد العالمي، كالأزمة المالية العالمية التي حدثت صيف 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية، وانتقال عدواها للعديد من الدول، إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. وهو ما سنتناوله في الجزء الموالي.

## المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 أسبابها وأهم تداعياتها

سيتم التركيز من خلال هذا المبحث على أهم أسباب التي أحدثت الأزمة المالية العالمية 2008، وكذا أهم تداعياتها على اقتصادات الدول والاقتصاد العالمي، إضافة إلى التطرق لأهم خطط الانقاذ الوطنية والعالمية لاحتواء آثار الأزمة.

## المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

على الرغم من إطلاق مصطلح الأزمة المالية على أزمة 2008، إلا أن تأثيرها لم يقتصر فقط على القطاع المالي وإنما (نتيجة العلاقات الوطيدة بين القطاع المالي والحقيقي في الاقتصاد) امتدت إلى كافة قطاعات الاقتصاد، فقط ترجع التسمية إلى أن الأزمة قد بدأت في القطاع المالي، ثم لتشمل كافة القطاعات الأمريكية ثم سائر دول العالم<sup>1</sup>، وقد بدأت في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي.<sup>2</sup>

هناك اختلاف بين الاقتصاديين والمحللين حول تفسير ما حدث أو أسباب الأزمة المالية العالمية، فالفريق الأول يرى أن الاختلالات الاقتصادية الدولية كانت السبب الرئيسي للأزمة، فقد أدى الاختلال الكبير بين الادخار والاستهلاك (لصالح الاستهلاك) لفترة طويلة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تراكم احتياطات ضخمة من النقد الأجنبي لدى دول شرق آسيا والصين والدول المصدرة للنفط، ونتيجة إعادة تدوير هذه الفوائض للاقتصاد الأمريكي مرة أخرى وتراكم السيولة انخفضت العوائد الاستثمارية، وهذا ما أدى إلى تشجيع المصرفيين والعاملين في مجالات الاستثمار إلى وضع هذه الأرصد في أوجه استثمار مرتفعة المخاطر على نحو مبالغ فيه، أما الفريق الثاني ألقى باللائحة على السياسة النقدية التوسعية التي طالت بأكثر مما ينبغي بعد انفجار فقاعة "dot.com" وأحداث 11 سبتمبر 2001، ويرى الفريق الثالث أن السبب الرئيسي يتمثل في إساءة استخدام واستغلال ما يعرف بالابتكارات المالية أو المنتجات المالية الجديدة، وتأتي في مقدمتها عمليات التوريق، وقد كانت هذه المنتجات في بدايتها فاعلة إلا أن الرغبة في تحقيق أقصى ربح دفع بحصول أزمة مالية، ويرى الفريق الرابع أن مؤسسات التصنيف الائتماني قد لعبت دورا ملموسا في الإسراع بالأزمة.<sup>3</sup>

ومن الدراسات التي تحدثت عن علاقة الأزمة بالسياسات الاقتصادية الأمريكية نجد كل من دراستي Liebowitz (2008) و Taylor (2008)، بحيث تتكلم الدراسة الأولى عن سياسة الحكومة الأمريكية في سوق العقار بالذات، ويرى بأنها كانت سياسة تتدخل مباشرة في آلية السوق، رغم هدفها الساعي إلى توفير مساكن للناس، وسبب الأزمة ليس تحرير الأسواق كما يفهم الكثيرون، وذلك من خلال إنشائها لسوق رهن عقاري ثانوي لغرض زيادة الملكية العقارية لمحدودي الدخل، ولكن عن طريق تبسيط قواعد الإقراض العقاري، ويرى أنه من الأفضل للحكومة إتباع

<sup>1</sup> هشام حنظل عبد الباقي، تحليل الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، مرجع سبق ذكره، ص3.

<sup>2</sup> وشاح رزاق وآخرون، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على دول الخليج، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة اجتماعات الخبراء، العدد رقم (32)، الكويت، ماي 2009، ص11.

<sup>3</sup> إدارة الدراسات المالية، الأزمة المالية العالمية "دروس مستفادة"، دائرة المالية، حكومة دبي، 2014، ص ص 4، 5.

سياسات تحفز على زيادة دخول وإنتاجية ورفع مستوى معيشة تلك الفئات لتمكينها من شراء العقارات، أما دراسة **Taylor (2008)** فجاءت مختلفة تماماً عن دراسة **Liebowitz**، ويقول **Taylor** أن سبب الأزمة في سوق العقار يعود إلى خطأ في السياسة النقدية الأمريكية، ويكمن الخطأ في تذبذب أو عدم استقرار السياسة النقدية وتغيرها بشكل مفاجئ بين فترة وأخرى، خلال مدة طويلة استمرت عدة سنوات، إضافة إلى ذلك، فقد لوحظ أن أسعار الفائدة انخفضت كثيراً بشكل لم يكن متوقعا أو مفهوما في الفترة بين عام 2000 إلى منتصف عام 2004، وهو ما يعني سياسة نقدية توسعية، وهذا التوسع في النقد يؤدي في نهاية المطاف إما إلى تضخم نقدي بشكل عام وإما في أسواق معينة، وقد نال سوق العقار نصيباً كبيراً منه.<sup>1</sup>

وبالتالي يوجد هناك مدخلان لتفسير الأزمة المالية العالمية، وكل مدخل يعبر عن وجهة نظر مختلفة عن الأخرى، فالأول يفسر الأزمة بالأسباب الظاهرة وهي قروض الرهن العقاري، أما المدخل الثاني فيرجع الأزمة إلى حقيقتها، وهي زيادة الأصول المالية عن الأصول الحقيقية.<sup>2</sup>

### أولاً/ أزمة قطاع الرهون العقارية

تعرف أزمة الرهن العقاري على أنها ذلك العسر والضائقة التي مست سوق الرهن العقاري الأمريكية في صيف 2007، وتمثلت أهم مؤشراتهما في انفجار ما يسمى فقاعة "Bubble" العقارات التي امتدت من 2003 حتى 2006، مما انعكس سلبي على ملاءة المقترضين برهن عقاراتهم وعجل من طلب موظفي الرهن "كأصل لتغطية عمليات التوريق" على السيولة من خلال عرض العقارات في السوق وهو ما زاد من تراجع الأسعار بنسب كبيرة.<sup>3</sup> قبل عام 1938 كانت القروض في قطاع العقار تقدم وتدار بالطريقة المعهودة وهي العلاقة المباشرة بين المقترض الذي يريد شراء المنزل وبين مؤسسات الودائع الخاضعة للرقابة كالبنوك وجمعيات القروض والادخار، وفي عام 1938 حصل تحول في الأمر، حيث أن الرئيس روزفلت وبغرض توفير سيولة أكبر من رأس المال لهذا القطاع تم استحداث الجمعية الفدرالية الوطنية للرهن العقاري والتي أطلق عليها اسم "فاني ماي\*"، وقد كانت هذه الجمعية مملوكة كلية للدولة،<sup>4</sup> لكي تخصص في شراء الرهون العقارية من البنوك التجارية، من خلال استخدامها لأموال دافعي الضرائب، ثم تقوم بتسويقها وبيعها على البنوك الاستثمارية أو الصناديق أو المستثمرين الأفراد،<sup>5</sup> وكانت تستحوذ على مخاطر الائتمان، مخاطر السوق ومخاطر السيولة من خلال الاحتفاظ بالرهونات العقارية في محفظتها، وكانت في وضع أفضل مقارنة بمؤسسات الإيداع الأخرى في التعامل مع هذه المخاطر، لأنها كانت تستطيع الاقتراض لآجال طويلة، وقدرتها

<sup>1</sup> وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، ورق عمل رقم API/WPS/0903، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص ص 19، 20.

<sup>2</sup> فوج شعبان، التوريق وأزمة الرهن العقاري والبدائل المطروحة في ظل أساليب التمويل الإسلامي، مجلة رؤى اقتصادية، العدد السادس، سبتمبر 2013، ص 69.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 64.

\* The Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).

<sup>4</sup> محمد محمود المكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 150.

<sup>5</sup> مركز البحوث والدراسات، ضعف حوكمة الشركات وأثره في الأزمة المالية الراهنة، الغرفة التجارية والصناعية بالرياض، الإدارة العامة للبحوث والمعلومات، شوال 1430هـ، ص 7.

على إدارة مخاطر الائتمان (السداد) لأنها كانت تحتفظ بمحفظة رهونات عقارية متنوعة على المستوى الوطني، إضافة إلى شرائها فقط للرهونات العقارية التي تتوافق مع مقاييس معينة لتغطية الرهونات، وهي مرادفة للرهونات العقارية "المتأثرة".<sup>1</sup>

تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري التي ترعاها الحكومة أثناء إدارة الرئيس جونسون في عام 1968، ونتج عن إعادة التنظيم الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري "جيني ماي" \*\* للتعامل مع الرهونات العقارية المضمونة وقامت أيضا بخصخصة ما تبقى من أنشطة مؤسسة "فاني ماي"، وفي عام 1970 قامت "جيني ماي" بتطوير السندات المالية المضمونة برهونات عقارية "MBS" (Mortgage Backed Securities)، التي نقلت مخاطر السوق إلى المستثمرين، وأزاحت عن عائق الموازنة الاتحادية للولايات المتحدة الأمريكية كثيرا من الديون التي كانت تتكبدتها لتمويل برامج الإسكان الحكومية، وفي عام 1980 تم إنشاء الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم "فريدي ماك" \*\*\*، بغرضين هما توريق الرهونات العقارية، وتوفير المنافسة لهيئة "فاني ماي"، وعلى مر الزمن وفرت كل من "فاني ماي" و "فريدي ماك" قدرا هائلا من التمويل للرهونات العقارية الأمريكية، سواء عن طريق شراء الرهونات العقارية المتوافقة والاحتفاظ بها، وتحويل مبالغ كبيرة على نحو مماثل من قروض الإسكان إلى سندات مالية مضمونة برهونات عقارية.<sup>2</sup>

وفي عام 2003 حصلت تطورات أخرى خاصة بعد اتهام مؤسستي "فريدي ماك" و "فاني ماي" بعدم الالتزام بالمعايير المحاسبية، فاستغلت الفرصة بعض الشركات الكبرى في سوق المال الأمريكي "الوول ستريت" مثل ليمان براذرز، ويلز فارجو، جي بي مورقان، جولدمان ساكس، بنك أوف أمريكا، للدخول في سوق الرهن العقاري، فتوسعت عمليات الإقراض بشكل كبير، وحصلت منافسات شديدة ما أثر على التخفيف من بعض القيود في منح القروض، مثل وصول نسبة المبلغ الذي يجب أن يكون بحوزة الراغب في الحصول على القرض لشراء المنزل الصفر، بعدما كانت (20%)، ثم (10%)، فخمسة، فثلاثة، لأن البنك أو المؤسسات المالية الأخرى التي تمنح هذا النوع من القروض لا تمنح قرضا يغطي قيمة المنزل، علاوة على منح قروض لأفراد ليس لديهم القدرة على السداد،<sup>3</sup> كما ساعدت في ذلك سياسات البنك الفدرالي الأمريكي التي تهدف إلى توفير السيولة بأسعار فائدة منخفضة منذ عام 2001، تنفيذاً لسياسات الرئيس السابق للولايات المتحدة الأمريكية جورج بوش الهادفة إلى زيادة عدد الذين يمتلكون منازلهم في الولايات المتحدة الأمريكية،<sup>4</sup> وتشير بيانات ناسداك المتاحة في هذا الشأن إلى أن قيمة القروض التي قدمتها البنوك

<sup>1</sup> راندال دود، الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007، ص 16.

\*\* Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)

\*\*\*The Federal Home Mortgage corporation (Freddie Mac)

<sup>2</sup> راندال دود، مرجع سبق ذكره، ص 16.

<sup>3</sup> محمد محمود المكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

<sup>4</sup> حمد بن محمد آل الشيخ، الآثار الاقتصادية المتوقعة للأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مداخلة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر للجمعية الاقتصادية السعودية حول "التكامل الاقتصادي الخليجي: الواقع والمأمول"، خلال الفترة 26-28 مايو 2009، الرياض، المملكة السعودية، ص 3.



والمؤسسات المالية الكبرى الأمريكية للمؤسسات العقارية وشركات المقاولات قد بلغت في آخر ثلاثة شهور من عام 2005 ما يزيد عن ترليون دولار، مما أدى إلى زيادة قروض الرهن العقاري إلى نحو 10.5 ترليون دولار، أي ما يعادل نحو 71% من إجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة الأمريكية في عام 2007،<sup>1</sup> ويوضح الشكل الموالي تطور نسبة الإصدار للرهنات العقارية الحكومية المضمونة برهنات عقارية وما بين إصدارات "الفئة الخاصة" من طرف شركات "وورل ستريت" خلال سنتي 2003 و2006:

الجدول رقم (2-2): نسبة إصدارات الرهنات العقارية الحكومية والخاصة

2006	2003	
%43	%76	الإصدارات الحكومية
%57	%24	إصدارات "الفئة الخاصة"

المصدر: راندال دود، مرجع سبق ذكره، ص 16، 17، بتصرف.

وبالتالي فإلى جانب التحول الجذري في حصص السوق، حصل تغيير في معايير ضمان التغطية، فبينما كانت "فاني ماي" و"فريدي ماك" تمثلان تقريبا جهات إقراض عقاري "ممتازة"، نمت حصة إصدارات "الفئة الخاصة" من خلال إنشاء وتوريق الرهنات العقارية الثانوية عالية المخاطر، وكذلك الرهنات العقارية من الفئة "Alt-A" الممنوحة للمقترضين جدارتهم الائتمانية أكبر من جدارة عملاء الرهنات الثانوية، لكنهم يمثلون مخاطر أكثر من مقترضي القروض الممتازة.

الجدول رقم (2-3): قيمة إصدار أنواع سندات الرهن العقاري (مليار دولار أمريكي)

2006	2003	النوع
67.2 (26%)	57.7 (52%)	ممتاز
114.3 (44%)	37.4 (34%)	ثانوي
76.5 (30%)	15.8 (15%)	Alt-A
258.0	110.8	المجموع

المصدر: راندال دود، مرجع سبق ذكره، ص 17.

ومن خلال الجدول أعلاه يتضح التوسع في إصدار السندات من الدرجة الثانية بمستويات كبيرة خلال 3 سنوات فقط، وهو ما يعني تحمل سوق الرهنات العقارية لمخاطر عدم سداد بدرجة عالية. وتعرف القروض الثانوية بقروض السوبرايم "Subprime" وهي التي تمنح للمقترض الذي لا يقدم ضمانات كافية للقرض نظرا لضعف دخله، وهذه القروض تمنح لسنوات طويلة من 40 إلى 50 سنة، ومع ذلك بمعدلات فائدة متغيرة وغير مرتفعة خلال السنتين الأولى، وبعد ذلك تصبح مرتفعة جدا مما يدر أرباح كبيرة لصالح المقرضين، وقد قامت المؤسسات التمويلية بربط قروضهم بالفائدة التي يفرضها الاحتياطي الفدرالي، التي كانت تتوقع ارتفاعها، بحيث ترتفع فوائد القروض إذا ارتفعت الأخيرة، وهو ما يعكس استدرج هذه الفئة للاقتراض من خلال تخفيض الأقساط

<sup>1</sup> سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 36.

الأولى، على عكس غالبية قروض العقار الممتازة التي كانت بفائدة ثابتة، ونظرا لأن الجميع كان يتوقع استمرار ارتفاع أسعار العقار، فقد قبلوا بهذه العروض لأن ذلك سيتيح إعادة التمويل لسداد الأقساط المرتفعة،<sup>1</sup> وتعمل البنوك المقرضة على تقييم طالبي قروض السوبرايم وفق نظام للنقط\*، يقيم سن المقترض ومهنته وعوانه ودخله ووضع العائلة ومجموع قروضه الجارية وتواريخ عجزه عن السداد، وفي بعض الأحيان نسخة من سجله الجنائي، ويقوم بهذا التنقيط مكاتب خاصة، فإذا ظهرت نقط طالب القرض أقل من 620 نقطة يوضع في خانة السوبرايم، أما إذا وصلت إلى أكثر من 620 نقطة فيكون في فئة البرايم.<sup>2</sup> وبعد منح هذه القروض يتم التأمين عليها من قبل شركات التأمين، وبعد ذلك إنتاج هذه القروض كأوراق مالية يتم تداولها.<sup>3</sup>

ومن المهم التأكيد بأن غالبية قروض الرهن العقاري لمنخفضي الملاءة لم تكن لشراء منازل، وإنما إعادة تمويل (Refinancing) منازل مملوكة أصلا للمقترضين، وفي الغالب الحصول على مقدار إضافي من النقد، حيث بلغت نسبتها تقريبا 60%-70% من إجمالي القروض منخفضة الملاءة خلال 2001-2007.<sup>4</sup>

وارتبطت بؤادر الأزمة بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب بنك الاحتياط الفدرالي الأمريكي منذ عام 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، وتفاقت الأزمة بحلول النصف الثاني من عام 2007 حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم،<sup>5</sup> بما في ذلك الشركات التي كانت تقوم بشراء ديون البنوك العقارية كشركتي "فاني ماي" و "فريدي ماك"، اللتان اشترتا 5.4 ترليون دولار من ديون البنوك العقارية البالغ 9.6 ترليون دولار، أي حوالي 56% من إجمالي تلك الديون، وقد وصل الأمر درجة لم تستطع معها البنوك الاقتراض من بعضها البعض، وذلك لانخفاض مستوى السيولة لدى أي منها مما أفقدها الثقة في السداد، وعجل بانفجار الأزمة.<sup>6</sup>

### ثانيا/ الابتكارات المالية (الهندسة المالية) ودورها في الأزمة

عرفت أسواق المال العديد من التطورات في شكل مبتكرات مالية، تعرف بالمشتقات المالية، ولقيت رواجاً كبيراً، واعتبرت مؤشراً على تطور الاقتصادات، ومن أبرز هذه الابتكارات عمليات التوريق،<sup>7</sup> والذي يعبر عن عملية طرح

<sup>1</sup> سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 46، 47.

\* يتم اعتماد التقييم وفق نظام النقط على مؤشر "FICO" الذي يتم حسابه بناء على مجموعة من المعلومات حول سلوك المستهلك للقرض، الذي تم استحداثه من قبل مؤسسة أمريكية سنة 1990، لجمع أقصى معلومات حول ديون الأمريكيين، وفي عام 1996 تم استعماله من طرف أجهزة الإقراض الأمريكية للدلالة على ملاءة المقترض. ولمزيد من المعلومات يرجى الاطلاع على: حاج موسى نسيم، علوي فاطمة الزهرة، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008، مجلة الباحث، العدد 8، 2010.

<sup>2</sup> صالح سعيد عبود، مرجع سبق ذكره، ص 139.

<sup>3</sup> حمد بن محمد آل الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 3، 4.

<sup>4</sup> سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره، ص 42، 43.

<sup>5</sup> شيماء عبد الستار جبر الليلية، مرجع سبق ذكره، ص 213.

<sup>6</sup> حمد بن محمد آل الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 4.

<sup>7</sup> عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص 12.

أوراق مالية (سندات) في سوق الأوراق المالية مقابل مجموعة من الديون المولدة للدخل، وتفيد هذه التقنية في توزيع المخاطر وتقليل تكلفة التمويل، حيث بتحويل الأصول من ميزانية البنك إلى أوراق مالية بعد معالجتها من قبل هيآت متخصصة، ستتحول الأصول إلى سيولة آنية تمكن البنك من تلافي كلفة الانتظار، والمخاطر النظامية المترتبة على ملاءة المدينين.<sup>1</sup>

بدأت البنوك في تحويل القروض إلى سندات بداية من الثمانينات، من أجل إنعاش الأسواق المالية والسلعية الراكدة، وقد وضعت حكومة ريغان في ذلك الوقت الاطار القانوني لهذه التقنية لكي تتيح للبنوك زيادة أرباحها، ثم انتشرت فيما بعد في أوروبا، ثم تعمدت انطلاقاً من سنة 2000 في دول العالم، ثم تلتها طريقة أخرى من أجل الحصول على أرباح من تلك القروض المحولة إلى سندات، تتمثل في تقسيم الدين الواحد إلى أجزاء (شرائح) قابلة للتداول عبر الأسواق العالمية، بحيث تكون أجزاء من تلك الديون بمخاطر عليا وأخرى بمخاطر متوسطة وأخيرة بمخاطر دنيا.<sup>2</sup>

استخدمت البنوك التوريق لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي التوسع في الإقراض، فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية في مختلف الدول،<sup>3</sup> تم بيع جزء كبير من هذه الأوراق المالية إلى بنوك ومؤسسات مالية عالمية في مختلف دول العالم، كما عملت أيضا بعض بنوك الاستثمار على إدراج البعض منها ضمن محافظها الاستثمارية، واستقطاب العديد من المؤسسات المالية والشركات والأفراد للاستثمار فيها،<sup>4</sup> وكل مرة يتم فيها تسديد الدين وبيعه يتعدد المستثمر أو مشتري السند عن الأصل الحقيقي للسند (عقار أو المحفظة العقارية)، وتراجع حوافز التأكد من جودة الأصول وملاءة المقترضين، وترتفع من ثمة مخاطر التعثر والافلاس، وقد اعترف "ألان جرينسبان" المحافظ السابق للاحتياطي الفيدرالي، بأن الواجب أن تُبقي المؤسسات المالية نسبة معتبرة من ملكية هذه القروض على قوائمها المالية،<sup>5</sup> وهذا ما يفسر إمكانية إقراض مقترضين لا يتمتعون بقدرة كبيرة على السداد، وبلا ضمانات كافية، أما إذا كان البنك مضطرا للحفاظ على هذه القروض في حساباته السنوية، دون تحويلها إلى سندات قابلة للبيع، فسوف يعمل على دراسة أعمق لقابلية المقترض على سداد القرض، وعدم اقراضه سوى بعد تقديمه ضمانات كافية.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> فرج شعبان، مرجع سبق ذكره، ص 62.

<sup>2</sup> صالح سعيد عبود، مرجع سبق ذكره، ص 140.

<sup>3</sup> محمد محمود المكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 156.

<sup>4</sup> سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 38.

<sup>5</sup> سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره، ص 44.

<sup>6</sup> صالح سعيد عبود، مرجع سبق ذكره، ص 139.

وهكذا ساعدت تطورات الهندسة المالية على تجميع أصول مالية ضخمة في مجال الرهن العقاري كأساس لإصدار سندات بمبالغ ضخمة تسوق بأسعار فائدة مرتفعة، يتم بها خلط رزم من مشتقات قروض عقارية كثيرة مرتفعة الخطورة، وتجهز بطرق رياضية معقدة يصعب على مراقبي الأسواق فهمها ورصد خطورتها، وسرعان ما تشتريها البنوك التجارية وبنوك الاستثمار على المستوى العالمي، دونما معرفة وتقييم لدرجة مخاطر السندات التي يجوزتهم، والاعتماد على تقييم وكالات التصنيف الائتماني مثل موديس Moody's، فيتش Fitch، ستاندراندبور Standard and Poors، التي منحت تصنيفات عالية ومضللة وغير صحيحة لتلك السنوات وبينتها بأنها منخفضة المخاطر ومأمونة.<sup>1</sup>

### ثالثا/ التحول في طبيعة الاقتصاد العالمي

لقد أصبح الاقتصاد العالمي اقتصادا رمزيا يقوم على المضاربة في الأصول المالية، بحيث يقدر حجم الاقتصاد الرمزي بما يزيد على أربعين مرة حجم الاقتصاد الحقيقي، وهو ما أدى إلى بروز الفقاعات المالية التي يمكن أن تنفجر في أية لحظة، ولم يعد الاستثمار في الأوراق المالية مرتبطا بحقيقة ما تمثله هذه الأوراق بقدر ما صار تعبيرا عن حركة رؤوس الأموال، فكلما تزايدت التوقعات بارتفاع أسعار الأوراق، تزايد اتجاه المصارف والمؤسسات المالية لشراؤها، وضمن هذا المنظور تحولت النقود من وظائفها التقليدية إلى سلعة تباع وتشتري في الأسواق.<sup>2</sup>

يتضح من خلال العرض أعلاه أن هناك عوامل متداخلة ساهمت في بروز الأزمة المالية العالمية 2008، مست أولا سوق الرهونات العقارية وأهم التجاوزات التي تمت فيه، إضافة إلى المبالغة في استعمال المشتقات المالية يصعب مراقبتها، وكذا تصنيفها ضمن الأصول الأعلى أمانا، مما وسع من استخدامها على المستوى العالمي، وقد تفاقمت الأزمة وانتقل تأثيرها إلى القطاع الحقيقي، ثم تجاوز تأثيرها حدود الولايات المتحدة الأمريكية، لنتقل تداعياتها إلى دول أخرى، بنسب متفاوتة.

### المطلب الثاني: آثار الأزمة المالية العالمية 2008 وأهم خطط الإنقاذ

ستم تحديد أهم المراحل التي مرت بها أزمة 2008 إضافة إلى تداعياتها وكذا خطط الإنقاذ التي رصدت لتجاوزها.

#### أولا/ المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية 2008

قبل التطرق لأهم آثار وتبعات الأزمة المالية العالمية 2008، سيتم تحديد المراحل الكبرى للأزمة كما يلي:<sup>3</sup>

**1-المرحلة من (جوان 2007-منتصف مارس 2008):** تحول انهيار سوق الرهون العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة، وخسائر القروض الخطرة ذات الصلة إلى أزمة سيولة اعتبارا من 9 أوت 2007، عكستها التقلبات الحادة في الأسواق النقدية بين المصارف (كتضاؤل الأحجام المتداولة وتزايد التقلبات) في الدول المتقدمة،

<sup>1</sup> سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 39.

<sup>2</sup> عبد الحميد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص 13.

<sup>3</sup> محمد لكصاسي، تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، بنك الجزائر، ص 2، 3.

وأدى توالي تدهورات الأصول والخسائر المسجلة (خصوصا العجز عن سداد القروض عالية المخاطر)، إلى تآكل ملاءة المؤسسات المالية ذات الصنف الأول، إلى ضعف النظام المالي وانحيار الأسعار السوقية للأصول المالية.

**2- المرحلة من (منتصف مارس - منتصف سبتمبر 2008):** تعرضت أسعار الأصول المالية، لا سيما أسعار المصارف وميزانيتها إلى ضغوط متزايدة بالرغم من شراء "Bear Stearns"، مع ظهور مؤشرات لتباطؤ النشاط الاقتصادي، وفي الوقت الذي لا يزال فيه مشكلة إعادة تمويل المصارف وخطر الطرف المقابل متواصلين في الأسواق النقدية، فقد برزت ملاءة المصارف كانشغال اعتبارا من جوان 2008، وهو الأمر الذي بين عدم كفاية خططها في مجال إعادة الرسملة أمام حدة الأزمة المالية.

**3- مرحلة من (منتصف سبتمبر - نهاية أكتوبر 2008):** أفضى إفلاس ليمان براذرز منتصف سبتمبر 2008 إلى فقدان سريع للثقة، بالنظر إلى حجم مخاطر عدم السداد، واعتبارا للدور الذي كانت تلعبه هذه المؤسسة في الأسواق المالية الدولية، والذي انتقل تأثيره بشكل سريع عبر الأسواق والدول (الطبيعة العالمية للأزمة). تعتبر أزمة الثقة سمة بارزة في هذه المرحلة، إذ دفع فقدان الثقة بالسلطات العمومية إلى اتخاذ تدابير دعم في سبتمبر - أكتوبر 2008، إلى أن تحول ذلك إلى مقارنة شاملة ومنسقة في هذا المجال. قامت حكومات العديد من الدول المتقدمة بضمان إعادة تمويل المصارف، حتى تكون قادرة بدورها على تمويل الاقتصاد بشكل أفضل، كما تم دعمها عن طريق إعادة رسميتها (رفع رأس مالها).

**4- نهاية أكتوبر 2008:** أظهر تزايد حدة الأزمة المالية وامتدادها إلى الدول الناشئة مخاوف تتعلق بالركود، ومع مثل هذه الحدة في الأزمة تبين معظم معطيات الثلاثي الرابع 2008 أن الاقتصاد العالمي يعرف تباطؤ واضح في النمو، بعد أربع سنوات من التوسع. ومع أزمة الثقة التي اندلعت سبتمبر - أكتوبر 2008 وتزايد حدة الأزمة المالية اعتبارا من نهاية أكتوبر 2008، تعرض مجمل النظام المالي الدولي إلى حالة من الاضطراب.

### ثانيا/ آثار الأزمة المالية العالمية 2008

استمرت تداعيات الأزمة المالية العالمية خلال النصف الثاني من عام 2007 و2008، وانتقلت تداعياتها على أغلبية دول العالم، وقد قدرت خسائر البنوك الأمريكية بنحو 2.7 ترليون دولار أمريكي، كما فقدت الأسهم الأمريكية جراء الأزمة نحو 7 ترليون دولار من قيمتها،<sup>1</sup> وبلغت خسائر أسواق الأسهم العالمية في 2008 أكثر من 30 ترليون دولار، في حين خسرت أسواق العقار في العام نفسه أكثر من 30 ترليون أخرى،<sup>2</sup> وانتقلت آثار الأزمة من القطاع المالي إلى مختلف قطاعات الاقتصاد الحقيقي، بحيث حققت الولايات المتحدة الأمريكية انكماشا في معدل النمو، وتأثر معدل النمو للدول ذات الارتباط الكبير بها، كما هو موضح أدناه:

<sup>1</sup> سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 51، 52.

<sup>2</sup> سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره، ص 8.

الجدول رقم (2-4): معدلات النمو العالمية خلال 2008 و2009

اليابان	المملكة المتحدة	منطقة اليورو	الو.م.أ.	الدول النامية واقتصادات السوق الناشئة	الدول المتقدمة	الاقتصاد العالمي	
-1,2%	0,5%	0,6%	-0,4%	6,1%	0,5%	3%	2008
-5,2%	-4,9%	-4,1%	-2,4%	2,4%	-2,4%	-0,6%	2009

المصدر: تم اعداد الجدول بالاعتماد على صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص ص 1، 3.  
من خلال الجدول أعلاه يتضح تأثر النمو العالمي من خلال تحقيقه لانكماش بلغ  $-0,6\%$ ، وذلك بسبب تأثر الدول المتقدمة في مجملها وتراجع معدلات النمو فيها، وأيضا الدول النامية ولكن بدرجة أقل، باعتبار أنها حافظت على معدل نمو بلغ  $2,4\%$ ، حتى وإن كان منخفض مقارنة بـ 2009.

ومن الملاحظ أنه بالرغم من أن الولايات المتحدة الأمريكية هي سبب الأزمة إلا أنها أقل تأثرا من معظم الدول المتقدمة الأخرى، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين هما: ضخامة الإجراءات التي اتخذتها الحكومة لزيادة حجم السيولة المحلية ومن ثم تنشيط الاقتصاد الأمريكي، وكبر حجم الطلب المحلي مما جعلها أقل تأثرا في حال انخفاض الطلب الخارجي على صادراتها،<sup>1</sup> حيث سارعت السلطات الأمريكية إلى تقديم التسهيلات المالية إلى البنوك الأمريكية الكبيرة لتثبيت أوضاعها، ومنع الانهيار الكامل لمنظومة المؤسسات والأسواق المالية،<sup>2</sup> ووافق الكونغرس الأمريكي في الأول من أكتوبر 2008 على خطة إنقاذ مالي بلغت 700 مليار دولار.<sup>3</sup>

وحصل أيضا انكماش في حجم التجارة العالمية الذي بلغ معدله  $10.7\%$  في 2009 مقارنة بمعدل نمو بلغ  $2.8\%$  في 2008، وصاحب الانكماش الاقتصادي في الدول المتقدمة انخفاض مستوى التشغيل ومن ثم ارتفاع معدلات البطالة إلى أعلى مستوياتها، فقد ارتفع معدل البطالة في الدول المتقدمة من  $5.8\%$  في 2008 إلى  $8.1\%$  في 2009، إثر فقدان عدد كبير من العمالة وظائفهم خلال الأزمة، بحيث بلغت في الولايات المتحدة الأمريكية في 2009 معدل  $8.9\%$  مقابل  $5.8\%$  في 2008، أما منطقة اليورو فوصلت إلى  $10.1\%$  مقارنة بـ  $7.6\%$ ، وأيضا اليابان بلغت  $8.3\%$  مقابل  $4\%$  وذلك خلال نفس الفترة.<sup>4</sup>

وواصلت الآثار السلبية للأزمة بالظهور، وحل عام 2010 محملا بالركود والبطالة وانحياز التوقعات بقرب عودة النمو من جديد، وإفلاس العديد من البنوك الأمريكية، وتم في نهاية شهر مارس 2010 الإعلان عن إفلاس 37 بنكاً، وبلغ بهذا العدد الإجمالي للبنوك التي أعلنت إفلاسها منذ اندلاع الأزمة 227 بنكاً.<sup>5</sup>

أما بالنسبة للدول العربية فقد امتدت آثار الأزمة إلى اقتصاداتها من خلال عوامل محلية وخارجية، وكان انفتاح أسواق المال لدول مجلس التعاون الخليجي على أسواق المال العالمية، واعتماد العديد من الدول العربية على الإيرادات

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، مرجع سبق ذكره، ص 3.

<sup>2</sup> زياد حافظ، الأزمة المالية العالمية "البحث عن نموذج جديد"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مجلة علمية فصلية تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 55-56، القاهرة، مصر، صيف-خريف 2011، ص 12.

<sup>3</sup> سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 49.

<sup>4</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، مرجع سبق ذكره، ص ص 1-297.

<sup>5</sup> سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 56.

النفطية لتمويل النشاط الاقتصادي من العوامل الأكثر تأثيراً لامتداد الأزمة بصورة مباشرة على تلك الاقتصادات، وبالنسبة للدول غير النفطية مثل الأردن وتونس وسورية ولبنان ومصر والمغرب وموريتانيا، فإن انكماش الطلب الخارجي لدى الشركاء التجاريين الرئيسيين لها، خاصة دول الاتحاد الأوروبي، بالإضافة إلى تراجع التدفقات المالية الواردة إليها من خلال السياحة وتحويلات العاملين بالخارج والاستثمارات الأجنبية المباشرة، كانت العوامل الرئيسية لامتداد الأزمة إلى تلك الدول.<sup>1</sup> وعليه يمكن تقسيم الدول العربية من حيث تأثيرها بالأزمة إلى ثلاث مجموعات وهي: **المجموعة الأولى** وهي دول مجلس التعاون الخليجي (الإمارات، البحرين، السعودية، عُمان، قطر، الكويت)، التي تتسم بأنظمة مالية وتجارية منفتحة على الأسواق المالية العالمية، أما **المجموعة الثانية** (الجزائر، السودان، ليبيا، اليمن) هي غير مرتبطة ارتباطاً مباشراً بالأسواق العالمية، إلا أن اقتصاداتها تعتمد على الإيرادات النفطية، أما **المجموعة الثالثة** (الأردن وتونس وسورية ولبنان ومصر والمغرب وموريتانيا) لا تتأثر اقتصاداتها بصورة مباشرة بالتقلبات في أسواق المال العالمية، غير أن الصدمات الخارجية تنتقل إلى اقتصاداتها من خلال ارتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة وشركائها التجاريين الرئيسيين.<sup>2</sup>

أما على مستوى الأسواق المالية فقد انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس مجمل أداء الأسواق المالية العربية بمعدل 49,4%، ليصل إلى 166,2 نقطة في نهاية 2008، مقارنة 328,7 نقطة نهاية 2007، تفاوتت نسب الانخفاض ما بين الأسواق العربية، فقد بلغت خلال 2008 نحو 65% في سوق دبي، أما في السوق السعودي نحو 59,2%، بورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 50,2%، و19% في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.<sup>3</sup> وكانت الأسواق الخليجية أكثر تضرراً إذ قدرت خسائر القيمة السوقية للأسواق الخليجية بنحو 41% أو ما يعادل 400 مليار دولار خلال الفترة سبتمبر-ديسمبر 2008.<sup>4</sup>

أما على مستوى نمو الاقتصاد فقد تباينت تأثيرات الأزمة على دول المجموعات الثلاثة، كما هو موضح أدناه:

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، مرجع سبق ذكره، ص 203.

<sup>2</sup> جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011، ص ص 6، 7.

<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، أداء أسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2008، العدد السادس والخمسون، ص ص 7، 8.

<sup>4</sup> جمال الدين زروق، مرجع سبق ذكره، ص 10.

الجدول رقم (2-5): متوسط معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لمجموعات الدول العربية

بالأسعار الثابتة لسنة أساس 2005=100

معدلات نمو إجمالي الناتج للفترة		معدلات نمو القطاع غير النفطي للفترة		معدلات نمو القطاع النفطي للفترة		مجموعات الدول العربية
2009	2008-2006	2009	2008-2006	2009	2008-2006	
0.1	5.3	3.3	5.6	4.0-	5.1	المجموعة الأولى
2.8	3.6	7.9	6.1	4.5-	1.1	المجموعة الثانية
4.5	6.0	-	-	-	-	المجموعة الثالثة
1.8	5.0	4.2	5.7	4.3-	4.3	مجموع الدول العربية

المصدر: جمال الدين زروق، مرجع سبق ذكره، ص23.

تأثرت اقتصادات دول مجموعة الأولى والثانية أكثر مقارنة باقتصادات دول المجموعة الثالثة، نتيجة للانكماش الكبير الذي حصل في القطاع النفطي، إثر تراجع أسعار النفط العالمية، ورغم ذلك حافظت دول المجموعتين الأولى والثانية على معدلات نمو إجمالي موجبة، وذلك من خلال نمو القطاع غير النفطي.

### ثالثا/ أهم خطط الإنقاذ لاحتواء الأزمة المالية العالمية 2008

تضمنت خطط إنقاذ كبريات المؤسسات المالية التي قامت السلطات العمومية بوضعها انطلاقا من تزايد حدة الأزمة في: ضمان الودائع، الحد من البيع على المكشوف، التزويد برأس المال، ضمان الدين، تأمين الأصول، شراء الأصول والتأمين.<sup>1</sup>

في وقت حث فيه وزير الخزانة الأمريكي هنري بولسون الإدارة الأمريكية على تعزيز البنوك المتضررة من خلال شراء الأصول المتضررة للرهن العقاري من البنوك وشركات التمويل العقاري، وذلك عن طريق إعداد خطة إنقاذ بلغت 700 مليار دولار في 2008،<sup>2</sup> تعرضت خطة الإنقاذ هذه لمعارضة 50 خبير اقتصادي، منهم الحائز على جائزة نوبل لسنة 2008 كروغمان، إذ اعتبروها مجرد تدشين لمرحلة جديدة من الأزمة وليست حلا، ولقد بدأت الأسواق تتحول بالفعل من مرحلة التأثر بالانهيارات المالية العالمية إلى مرحلة التأثر بتراجع أداء الاقتصاد الحقيقي، وكانت موضوع جدل بين دعاة الليبرالية الحادة وأنصار الليبرالية الاجتماعية عند عرضها للتصويت أمام الكونغرس الأمريكي، فقد رفض دعاة الليبرالية الحادة الخطة لقناعتهم بضرورة ترك السوق تعمل وفق قوانينها، وأنه ليس من مهمات الحكومات حماية وتغطية سوء إدارة البنوك، أما أنصار الليبرالية الاجتماعية، فكان رفضهم لها منطلقا من كون الخطة اتجهت لحماية حقوق ومصالح المقترضين، الذين يوشك ثلاثة ملايين منهم على فقدان منازلهم.<sup>3</sup>

اتبعت العديد من الدول الأوروبية الولايات المتحدة الأمريكية في مجال عمليات الإنقاذ، حيث قامت الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي حتى منتصف 2009 بدعم القطاعات المصرفية بما تصل قيمته 13% من الناتج المحلي الإجمالي، ووافقت على ضخ أموال تعادل 31% من الناتج المحلي الإجمالي، لكن معظم هذه التدابير كانت في شكل

<sup>1</sup> محمد لكصاسي، مرجع سبق ذكره، ص3.

<sup>2</sup> سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص49.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مرجع سبق ذكره، ص15.



ضمانات قروض للبنوك، بحيث لا تؤثر في الدين العام والعجز في ميزانيات الدول الأعضاء، إلا إذا تعثرت هذه القروض المضمونة حكومياً، حيث ستتحملها الخزينة العامة.<sup>1</sup> وتتمثل أهم هذه الخطط على النحو التالي:

الجدول رقم (2-6): أهم خطط انقاذ الدول الاوروبية لاحتواء آثار الأزمة المالية العالمية 2008

الدولة	مبلغ الخطة	التدابير المعتمدة
بريطانيا	640 مليار يورو	- صندوق إعادة رسمة البنوك إلى غاية 47 مليار يورو، ويمكن للدولة أن تمتلك إلى غاية 60% من رأسمال البنك الذي رفعت رأسماله. - ضمان القروض ما بين البنوك بـ 321 مليار يورو. - سيولة بمبلغ 256 مليار يورو.
ألمانيا	480 مليار يورو	- صندوق إعادة رسمة البنوك إلى غاية 80 مليار يورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار يورو.
فرنسا*	360 مليار يورو	- صندوق إعادة رسمة البنوك إلى غاية 40 مليار يورو. - ضمان القروض ما بين البنوك إلى غاية 320 مليار يورو، يطبق هذا الضمان على القروض المتعاقد عليها قبل 1 ديسمبر 2009 لمدة تصل إلى 5 سنوات.
هولندا	200 مليار يورو	- صندوق إعادة رسمة البنوك بـ 20 مليار يورو، ويستخدم المبلغ أيضا لضخ السيولة. - ضمان القروض ما بين البنوك بـ 200 مليار يورو.
إسبانيا	100 مليار يورو	- ضمان القروض ما بين البنوك بـ 100 مليار يورو، مع عدم وجود لرسملة بنكية.
إيطاليا	100 مليار يورو	- تلتزم الحكومة بإنفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها وضمان استقرار النظام المالي.
البرتغال	20 مليار يورو	- ضمان القروض ما بين البنوك، ويستخدم المبلغ لضخ السيولة.
المجموع	1900 مليار يورو	

المصدر: عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 16.

أما على المستوى الدولي فقد عقدت مجموعة الدول العشرين\*\* (G20) أربع اجتماعات خلال عامي 2009 و2010، وكانت الأزمة المالية العالمية محل اهتمام القمم الأربعة وإن ركزت كل منها على موضوع رئيسي، بحيث عقد الاجتماع الأول في لندن في أبريل 2009، وأقرت دول المجموعة خارطة طريق لإنعاش الاقتصاد العالمي من خلال

<sup>1</sup> بديعة لشهب، الأزمة المالية العالمية "محاولة في الفهم والتجاوز"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مجلة علمية فصلية تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 52، القاهرة، مصر، خريف 2010، ص 71.

\* تجدر الإشارة أنه في أكتوبر 2008 أعلن الرئيس الفرنسي آنذاك نيكولا ساركوزي عن إنشاء صندوق ثروة سيادي "الصندوق الاستراتيجي للاستثمار" (FSI)، وهو مشروع تم إعداده قبل ذلك بمدة من طرف "Alain Demarolle" في مارس 2008، بتكليف من وزارة الاقتصاد والمالية الفرنسية، ولكن أيضا من خلال تقارير برلمانية لـ "Daniel Garrigue" ولجنة المالية لـ "Jean Artuis"، يهدف الصندوق لتعزيز واستقرار رأس مال المؤسسات الفرنسية. انظر:

Jean-Marc Puel, op.cit, p21.

\*\* أنشئت مجموعة العشرين على هامش قمة مجموعة الثماني في 25 سبتمبر 1999 بواشنطن، في اجتماع وزراء مالية مجموعة الدول العشرين، والغرض من هذه المجموعة هو تعزيز الاستقرار المالي الدولي وإنشاء فرص للحوار ما بين الدول الصناعية والناشئة، وتتكون من أكبر 20 دولة متقدمة صناعياً، إضافة إلى الاتحاد الأوروبي، وتمثل هذه الدول أكثر دول العالم من حيث الأهمية الاقتصادية والاستراتيجية، ويشكل مجموع اقتصادات هذه الدول نسبة 90% من الناتج المحلي الإجمالي. انظر:

مصطفى العبد الله الكفري، مجموعة العشرين الكبار وقمة سان بطرس 2013 "منتدى غير رسمي للدول الصناعية الكبرى"، مجلة المستقبل العربي، مجلة المستقبل العربي، العدد 420، مركز دراسات الوحدة العربية، فبراير 2014، ص 71.

ضخ ترليون دولار، منها 500 مليار دولار تم تقديمها لصندوق النقد الدولي، و250 مليار دولار للمؤسسات المصرفية، بالإضافة إلى 50 مليار دولار في صورة مساعدات مباشرة للدول الأكثر فقراً، أما الاجتماع الثاني فعقد في الولايات المتحدة الأمريكية في سبتمبر من نفس العام، وناقشت دول المجموعة خارطة الطريق لتجنب انتشار الأزمة المالية في الاقتصاد العالمي وجهود إصلاح النظام المالي الدولي، وانتهت إلى الدعوة لاتخاذ إجراءات لإرساء الاستقرار المالي وزيادة التعاون من أجل استعادة نمو الاقتصاد، إلا أنها تجنب وضع خطط والتزامات محددة جديدة.<sup>1</sup>

رغم الجهود التي بذلت لاحتواء تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 سواء على المستوى المحلي أو الدولي، ووجود بعد المؤشرات للتعافي، إلا أن تأثيراتها عانت منها العديد من الدول، وعلى رأسها دول الإتحاد الأوروبي، التي دخلت في مرحلة ركود بسبب تفاقم مشكلة الديون السيادية لديها، مع العجز في موازنتها العامة، وهو ما سيتم التطرق إليه من خلال المبحث الموالي.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، مرجع سبق ذكره، ص15.

## المبحث الثالث: قراءة في أزمة الديون السيادية الأوروبية والصدمة النفطية نهاية 2014

خصص هذا المبحث لدراسة كل من أسباب أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو وكذا أزمة انهيار أسعار النفط نهاية 2014، وكذا تداعياتهما، وأهم الخطط التي وضعت لاحتواء هذه التداعيات.

## المطلب الأول: أسباب نشوء وتطور أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو

مع بداية عام 2010، كثر الحديث في الصحافة العالمية عن دول على حافة الإفلاس بسبب تراكم قروض ضخمة عليها، في وقت ازدادت فيه عجوزات موازنتها العامة، وسط تراجع في قدرتها التنافسية،<sup>1</sup> حيث أصبح واضحاً من الصعب أو المستحيل على كل من اليونان، أيرلندا، البرتغال، وإيطاليا وإسبانيا تسديد ديونها أو إعادة تمويلها إلى المقترضين في منطقة اليورو.<sup>2</sup>

## أولاً/ أسباب أزمة الديون السيادية الأوروبية

تحدد أهم الأسباب التي أدت إلى نشوء الأزمة السيادية في منطقة اليورو على النحو التالي:

## 1- العجز الهيكلي في الميزانيات العمومية

تكشف القراءة الاقتصادية لأزمة الديون السيادية في دول منطقة اليورو بشكل واضح أن هذه الأزمة رغم اختلافها تعتبر المرادف الأوروبي لأزمة الرهن العقاري الأمريكية، ففي هذه الأزمة المالية الإقليمية أدى تحمس الدول الأعضاء في منطقة اليورو لاستيفاء شروط الانضمام لليورو إلى الإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي، وكذلك تعمد تحميل بعض مؤشرات الأداء الاقتصادي، خاصة فيما يتعلق بمؤشر عجز الموازنة العامة، وهو ما جعل بعض هذه الدول تتبين، أو بمعنى أصح تعلن في وقت متأخر عن حقيقة وضعها المالي، وحقيقة نسبة عجز الموازنة ونسبة الدين العام للنتائج المحلي الإجمالي، وكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه البلدان، خاصة في اليونان والبرتغال وإسبانيا.<sup>3</sup>

وتعود جذور العجز في الميزانيات العمومية لدول منطقة اليورو إلى العشرينات الأخيرة من القرن العشرين، إذ سجلت دول منطقة اليورو عجزاً ميزانياً في المتوسط يقدر بـ 0.3% من الناتج المحلي الإجمالي (PIB) في الفترة 1961-1973، ثم تطور هذا العجز إلى 3.9% من PIB في الفترة 1974-1984، ثم انتقل إلى 5.9% في الفترة 1984-1994، وابتداءً من 1995 عرفت وضعية الميزانيات العمومية تحسناً ملحوظاً، بسبب الظروف الاقتصادية

<sup>1</sup> سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 58.

<sup>2</sup> Statistical Economic and Social Research and Training Centre for Islamic Countries (SESRIIC) , **European Dept Crisis and Impacts on Developing Countries**, SESRIIC Reports on the global financial crisis 11-09, July – December 2011, P4.

<sup>3</sup> مجلس الغرف السعودية، الديون اليونانية وأزمة اليورو: الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي، التقرير الاقتصادي، العدد التاسع عشر، يوليو 2010، ص 15.

العالمية الملائمة، وانخفاض معدلات الفائدة، والتقييد بالتدابير المعتمدة في إطار احترام قواعد الميزانية المتفق عليها من طرف الدول في منطقة اليورو.<sup>1</sup>

الجدير بالذكر أن عجز الموازنة لا يشكل مشكلة كبرى من وجهة النظر الاقتصادية إذا كان في الحدود الآمنة (وهو على سبيل المثال 3% من الناتج المحلي الإجمالي وفقاً لاتفاقية ماستريخت)، وخاصة إذا كان هذا العجز وليد توسع مدروس ومقصود في الإنفاق الرأسمالي، لأنه يفترض أن يقود في النهاية إلى تحقيق معدلات نمو عالية، فهي استنادة في الحاضر من أجل رفاهية في المستقبل.<sup>2</sup>

## 2- الديون العمومية المفرطة وارتفاع معدلات الفائدة

تعرف الديون السيادية بأنها مجموع التعهدات المالية التي تمت تحت صيغة قروض بنكية، أو إصدار سندات حكومية، أو أذونات الخزينة المصدرة من قبل الدولة، أو الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية التابعة للدولة وهيئات الضمان الاجتماعي، وتعد نسبة معتبرة من الديون السيادية قابلة للتداول في السوق المالية، وتشكل في أغلب الأحيان من تراكم عجز الميزانية العمومية السنوية، حيث تلجأ الدول وهيئات الإدارة التابعة لها إلى الاستنادة لتغطية العجز المسجل في الميزانية، أو تمويل مشاريع ضخمة مستقبلية.<sup>3</sup>

وبعد استحداث اليورو في عام 1999، شهدت العديد من البلدان (ومن بينها اليونان، أيرلندا، إيطاليا، البرتغال وإسبانيا) انخفاضاً حاداً في تكاليف الاقتراض لكل من القطاعين الخاص والعام، وفي كثير من الحالات أدى الاقتراض منخفض التكلفة (الممول في الغالب برأس مال بنوك البلدان الرئيسية في منطقة اليورو) إلى طفرة اقراض نتج عنها معدلات نمو مرتفعة، جذبت بدورها المزيد من رأس المال والاستثمار، ولكنها أدت أيضاً إلى زيادة مديونية الأسر والشركات، وتركزت الاستثمارات في قطاع السلع غير التجارية (كالعقارات)، بينما أضعفت الأجور المرتفعة القدرة التنافسية الخارجية، وتدهورت أرصدة الحسابات الجارية تدهوراً حاداً، وتراكمت على البلدان ديون خارجية كبيرة، وتوسعت الحكومات في الإنفاق اعتقاداً منها أن زيادة الدخل دائمة.<sup>4</sup>

وبالنظر إلى طبيعة أزمة منطقة اليورو نجد أن القروض التي منحت إلى بعض الحكومات ذات التصنيف الائتماني المنخفض نسبياً كان أحد فواعل الأزمة، لذا فإن القطاع الحكومي هو من تسبب في الأزمة، بخلاف أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، التي كان فيها القطاع الخاص مسبباً للأزمة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> أوكيل نسيم، بوكساني رشيد، مصيبح أحمد، الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها، مجلة بحوث اقتصادية عربية، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية العددان 61-62، شتاء-ربيع 2013، ص12.

<sup>2</sup> رضا عبد السلام علي، اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية "دراسة مقارنة وتطبيقية على المملكة العربية السعودية"، الطبعة الأولى، مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، العدد 138، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، 2008، ص10.

<sup>3</sup> أوكيل نسيم، بوكساني رشيد، مصيبح أحمد، مرجع سبق ذكره، ص14.

<sup>4</sup> رضا مقدم، الطريق إلى التكامل في أوروبا، مجلة التمويل والتنمية، العدد 51، الرقم 1، مارس 2014، ص11.

<sup>5</sup> عاطف لافي مزوك، أزمة اليورو 2011: تحليل للسيناريو العالمي وآثاره المتوقعة على بلدان الخليج، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 7، العدد 21، جامعة الكوفة، 2011، ص10.

والجدول الموالي يظهر تطور نسبة الدين السيادي إلى الناتج المحلي الإجمالي لكل من منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي على النحو التالي

الجدول رقم (2-7): نسبة الدين السيادي إلى الناتج المحلي الإجمالي للاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو (%)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
85	86,7	85,7	83,8	81,1	78,4	72,8	60,7	الاتحاد الأوروبي (28 دولة)
90,4	92	91,3	89,5	86,1	83,8	78,4	68,6	منطقة اليورو (19 دولة)

المصدر: تم اعداد الجدول بالاعتماد على بيانات: Eurostat, Government finance statistics « Summary tables data 1995-2016 », 2/2016, publication of European Union, Luxembourg, p p12, 16.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن ابتداء من 2009 شكلت الديون نسبة تفوق 60% من الناتج المحلي الإجمالي، وهي تفوق النسبة المحددة في معاهدة ماستريخت، كما أن نسبة ديون دول منطقة اليورو كانت أكبر مقارنة بنسبة ديون دول الاتحاد الأوروبي.

وما زاد من حدة المديونية في منطقة اليورو، هو إقدام البنك المركزي الأوروبي على اقراض البنوك الأوروبية خلال الفترة 2007 – 2009 بمعدلات فائدة منخفضة جدا، لتفادي إفلاسها وتوفير السيولة، والتي قامت بدورها بإقراض جزء من هذه القروض بأسعار فائدة مرتفعة إلى الدول الأوروبية التي تعاني عسرا ماليا، ما زاد من ثقل عبء المديونية،<sup>1</sup> حيث انتقلت أسعار الفائدة على 10 سنوات على اليونان من 6% في شهر جانفي إلى 7% في منتصف أبريل، بعد أن تبين عجز أكبر مما كان مقدرا رسميا مما رفع أسعار الفائدة إلى مستويات غير مسبوقة، تخطت 12% في 7 ماي،<sup>2</sup> وقد ساهم أيضا في تفاقم الأزمة غياب الثقة في الأسواق الأوروبية نتيجة للموقف السلبي لبعض دول الاتحاد الأوروبي في بداية الأزمة تجاه اليونان، حيث أعلنت بعض الحكومات صراحة عن عدم تقديم أي عون لها رغم أن ديونها وقتها لم تتجاوز 300 مليار يورو، وهو ما انعكس أثره سلبا على جميع الأسواق الأوروبية، وفي الوقت نفسه لا يمكن إهمال أسباب تلك الأزمة من خلال وجود اتحاد أوروبي نقدي مع انفصال في السياسة المالية، ووجود تجاوزات مالية لهذا الاتحاد وفقا لاتفاقية ماستريخت، خاصة سجل الديون في العديد من دول الاتحاد ومقدمتها اليونان.<sup>3</sup>

### 3- انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008

اضطرت عدة دول نظرا لضخامة الأزمة المالية العالمية 2008 لإنقاذ اقتصاداتها، مما كلف هذه الدول الكثير من الأعباء المالية، كما أن التباطؤ الاقتصادي الناتج عن الأزمة أضر إيرادات هذه الدول وفاقم من أعبائها القائمة

<sup>1</sup> أوكيل نسيم، بوكساني رشيد، مصيبح أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>2</sup> وكالة الخزينة الفرنسية، تقرير النشاط لسنة 2010، باريس، فرنسا، ص 12.

<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص 4.

بالفعل، وقد نتج عن ذلك ارتفاع كبير في الديون السيادية، مما أدى بدوره إلى تعرض عدد من حكومات الدول المتقدمة لخطر الافلاس أو تخفيض التصنيف الائتماني، ووفقا للإحصائيات، فإن الديون السيادية للدول المتقدمة بلغت بنهاية 2010 في المتوسط 104% من الناتج المحلي الاجمالي، وقد تفاقمت أزمة الديون الأوروبية بشكل خاص بسبب ضخامة مديونيتها مقارنة بالناتج المحلي الاجمالي، بالإضافة إلى انكشاف البنوك الأوروبية، خاصة الألمانية والفرنسية بشكل كبير على الديون الأوروبية.<sup>1</sup>

وتقدر التكلفة المباشرة للأزمة المرتبطة بنفقات إنقاذ النظام البنكي (تحمل الدولة جزءا من ديون البنوك وشراء أصول مشكوك فيها) ب 4,6% من PIB في ألمانيا، و 6,1% في المملكة المتحدة، و 3,5% في الولايات المتحدة الأمريكية، و 5% في الاتحاد الأوروبي، فبالإضافة إلى حجم الدعم المقدم يعود ارتفاع نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي من جهة أخرى إلى الانخفاض المسجل في الناتج المحلي الخام في أغلب منطقة اليورو.<sup>2</sup>

### ثانيا/ الأزمة في اليونان وعدوى انتقالها لدول منطقة اليورو

بدأت أزمة منطقة اليورو بإعلان اليونان عن عجزها في تسديد ديونها السيادية، وانتقلت عدواها لدول أخرى في المنطقة، وفيما يلي سنحدد أهم المشاكل التي عانت منها عينة من دول منطقة اليورو على النحو التالي.

#### 1- أزمة اليونان

منذ عام 2010 تعاني منطقة اليورو من أزمة ديون سيادية، على الرغم من أن هذه الأزمة تؤثر على جميع الدول التي تشترك في العملة الموحدة بسبب الترابط المالي الوثيق بينها، إلا أن دول الجنوب\* هي التي تعاني أكثر من هذه المشاكل، أي بلدان حوض البحر الأبيض المتوسط (بالإضافة إلى البرتغال).<sup>3</sup> والجدول الموالي يلخص أعلى نسب عجز الموازنة العمومية والدين السيادي إلى الناتج المحلي الإجمالي لدول منطقة اليورو على النحو الموالي:

الجدول رقم (2-8): نسبة عجز الموازنة العمومية والدين السيادي إلى PIB لأهم الدول الأوروبية خلال الأزمة (%)

أعلى الدول الأوروبية من حيث نسبة عجز موازنتها العمومية إلى PIB خلال الأزمة						
أيرلندا	اليونان	البرتغال	اسبانيا	إيطاليا	ألمانيا	فرنسا
-32.1	-11.2	-11.2	-9.4	-4.2	-4.2	-6.8
أعلى الدول الأوروبية من حيث نسبة الدين السيادي إلى PIB خلال الأزمة						
اليونان	إيطاليا	البرتغال	ايرلندا	اسبانيا	ألمانيا	فرنسا
146,2	115,4	96,2	86,3	60.1	81	81.6
2010						

المصدر: تم اعداد الجدول بالاعتماد على بيانات: Eurostat, Government finance statistics « Summary tables data

1995-2016 », op.cit.

<sup>1</sup> سامي بن ابراهيم سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 8، 9.

<sup>2</sup> أوكيل نسيم، بوكساني رشيد، مصيبح أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 18، 19.

\* يطلق عليها اصطلاحا دول "PIIGS" وهي: اليونان، البرتغال، اسبانيا، إيطاليا، ايرلندا.

<sup>3</sup> فيديريكو شتاينبرغ، نحو حوكمة اقتصادية جديدة "دول الاتحاد الأوروبي المتوسطة في مواجهة أزمة اليورو"، الكتاب السنوي IEMed للبحر الأبيض المتوسط: المتوسطي 2012، دار فضاءات، عمان، الأردن، ص 50.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أنه دول PIIGS تحصلت على نسب عالية من عجز الموازنة وكذا الدين السيادي سنة 2010، إذ حصلت إيرلندا على أكبر نسبة للعجز، أما اليونان فحصلت على أعلى نسبة للدين العمومي. يمثل اقتصاد اليونان سوى 2% الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو، وتعتبر معظم الاضطرابات المالية التي تعاني منها أوروبا منذ عام 2010 هي نتيجة لانتقال العدوى من اليونان إلى بلدان أخرى، نظراً لأن وضعها أكثر خطورة من أي من شركائها،<sup>1</sup> تعتبر أزمة اليونان المالية من أكبر تحديات النظام العالمي الجديد وأيضاً أكبر تحد لمنطقة اليورو والاتحاد الأوروبي منذ تأسيسه، ليس على الجانب الاقتصادي فقط، بل أيضاً على الجانب السياسي، حيث أدت الأزمة المالية العالمية لعامي 2008 و2009 إلى ركود اقتصادات دول الاتحاد الأوروبي، كما فاقمت الأزمة من مشكلات اليونان التي شهدت زيادة في عجز الموازنة العامة وارتفاع في نسبة البطالة،<sup>2</sup> كما تسببت في تعثر قطاع الخدمات الذي يشكل 75% من الناتج المحلي الإجمالي وخاصة قطاع السياحة، إلى جانب ظواهر الفوضى والفساد الاقتصادي التي توسعت في الاقتصاد اليوناني،<sup>3</sup> ومع استمرار الضعف الاقتصادي وزيادة الإنفاق اضطرت الحكومة اليونانية إلى مضاعفة الاقتراض في السنوات السابقة للأزمة المالية وخلالها، في وقت انخفضت فيه أسعار الفائدة.<sup>4</sup>

والحقيقة أن اليونان منذ عام 2000 كانت تعاني من ارتفاع معدلات الدين والعجز كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وبدلاً من كشف الأوراق لمعالجة الأزمة من بدايتها، قامت الحكومة اليونانية بالعزوف عن ذلك والتلاعب في السجلات المالية لإخفاء العجز في ميزانيتها، على أمل الوصول إلى حل للأزمة قبل كشفها من الاتحاد الأوروبي، فهي لم تقدم الأداء الاقتصادي الحقيقي المطلوب ضمن حزمة اشتراطات منطقة اليورو،<sup>5</sup> فخلال فترة حكومة رئيس الوزراء "كوستاس كرامنليس" والتي امتدت لخمس سنوات بين 2004-2009 ارتفع الدين العام 70 مليار يورو إضافية، كما ارتفعت نسبة العجز والانفاق العام، لذلك قدمت تلك الحكومة استقالته تحت الضغط الاقتصادي والاجتماعي، وتحت ضغط فضائح الاختلاس المالية من قبل مسؤولين نافذين في الدولة،<sup>6</sup> وعندما تولى "جورج باباندرو" رئاسة الحكومة اليونانية في أكتوبر 2009 كشف عن العجز الهائل المتراكم والمخفي من قبل أسلافه، وأوضح بشكل شفاف، أن مشكلة بلاده الكبرى ليست في فقط عجزها المالي، بل أيضاً صدقية هذا العجز،<sup>7</sup> وبادرت الحكومة إلى تشكيل لجنة مستقلة للتحقق من حجم الدين،<sup>8</sup> حيث قامت الحكومة اليونانية وباستمرار تقديم

<sup>1</sup> فيديريكو شتاينبرغ، مرجع سبق ذكره، ص 52.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص 4.

<sup>3</sup> رحيمة العبود، أزمة الديون الدولية أبعادها وآثارها على دول العالم، الحوار المتمدن، العدد 3476، 2011/9/3، مقال منشور على الرابط: <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=274131>، تاريخ الاطلاع: 2017/05/02.

<sup>4</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص 4.

<sup>5</sup> عاطف لافي مرزوك، مرجع سبق ذكره، ص 17.

<sup>6</sup> عبد اللطيف درويش، الأزمة المالية اليونانية: جذورها وتداعياتها، تقارير مركز الجزيرة للدراسات، الاثنين 11 يونيو 2012، ص 3، المقال متاح على الرابط: <http://studies.aljazeera.net/ar/reports/2012/06/2012611135511179908.html>، تاريخ الاطلاع: 2017/05/02.

<sup>7</sup> قحطان السيوي، الأزمة الاقتصادية العالمية - أسبابها، وتداعياتها على الاقتصاد العالمي "المرحلة الأولى 2008، 2011" -، دراسات اقتصادية (17)، الهبة العامة السورية للكتاب، دمشق، 2012، ص 196.

<sup>8</sup> عبد اللطيف درويش، مرجع سبق ذكره، ص 4.

تقديم معلومات غير صحيحة الى Eurostat تتعلق باقتصادها، وقد اكتشف ذلك خلال عملية التحقق من صحة المعلومات، ففي شهر أبريل 2009 قدمت الحكومة اليونانية تقريراً إلى Eurostat محتواه أن العجز خلال 2008 وصل إلى 5% من الدخل الوطني، وقد اكتشف Eurostat العديد من الأخطاء وطلب من الحكومة اليونانية إعادة تنقيح التقرير، وقدم التقرير مرة أخرى في شهر أكتوبر من عام 2009 جاء فيه أن العجز سيصل في نهاية عام 2009 إلى 12,5 من الدخل الوطني<sup>1</sup>.

رغم محدودية ثقل الاقتصاد اليوناني في مجمل اقتصاد الاتحاد الأوروبي واقتصاد منطقة اليورو إلا أن المشاكل التي نجمت عن الديون السيادية اليونانية أخذت في الانتقال سريعاً إلى بقية دول الاتحاد الأوروبي تقريباً، وبشكل متفاوت وذلك لعدة أسباب<sup>2</sup>:

- أن الاقتصاد اليوناني أخفى لفترة طويلة حقيقة المشاكل التي يعاني منها، ولم تكن هناك الشفافية الكافية للإفصاح عن حقيقة تضخم الديون السيادية وصعوبة تغطيتها بالشكل المطلوب، ومن ثمة كان الكشف عن هذا الخلل المالي صدمة لجميع الأسواق الأوروبية، وزادت الشكوك عن الموقف المالي في البلدان الأخرى بمنقطة اليورو.
- ضخامة مشكلة الديون السيادية التي يواجهها الاقتصاد اليوناني (انظر الجدول رقم 2-8)، وهو ما يعني وجود فجوة كبيرة بين هذه النسبة والنسبة التي يحددها ميثاق الاستقرار الأوروبي والتي لا تزيد عن 60% من الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما جعل هناك صعوبة في سرعة احتواء هذه الأزمة.
- الظروف التي جاءت فيها مشكلة الديون السيادية اليونانية، حيث جاءت في توقيت أصبح فيه كل من الاقتصاد العالمي والأوروبي منهك من كثرة النفقات التي تحملها لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008، وفي توقيت مازالت الشكوك قائمة وبقوة بشأن نجاح الاقتصاد العالمي في الخروج من تداعيات هذه الأزمة.
- قيام مؤسسات التصنيف الدولية فور الإعلان عن الأزمة بتخفيض التصنيف الائتماني للسندات الحكومية اليونانية ووصفها بأنها "Junk Bonds" أي سندات خردة غير مرغوب فيها، وكذلك تخفيض التصنيف الائتماني لدول أخرى مثل البرتغال، وهو ما جعل الأسواق العالمية تدرك عمق الأزمة وأنها قد تصبح عدوى بين دول منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي.
- خروج تصريحات وتحليلات اقتصادية تذهب إلى طرح مقترحات بانسحاب اليونان من اليورو وعودتها إلى استخدام عملتها الوطنية السابقة (الدراخما)، وامتداد ذلك بالتعبية إلى انهيار وتفكك الاتحاد النقدي الأوروبي.
- الخلافات بين دول الاتحاد الأوروبي حول ضرورة التدخل لانقاذ اليونان من الإفلاس، وكذلك حول دعوة صندوق النقد الدولي للمشاركة في برنامج الانقاذ، حيث أدى هذا الخلاف والتأخر في معالجة الأزمة إلى زيادة التخوفات من احتمالات ترك اليونان لمصير الافلاس.

<sup>1</sup> عبد اللطيف درويش، مرجع سبق ذكره، ص4.

<sup>2</sup> مجلس الغرف السعودية، مرجع سبق ذكره، ص16، 17.



وحيثما أصبحت اليونان عاجزة عن الحصول على المزيد من الديون للوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الآخرين وهو ما كان يهددها بالإفلاس، لجأت حكومة اليونان لمعالجة تلك المشكلة إلى خصخصة بعض الشركات الحكومية وبيع عدد من الجزر التي تمتلكها الدولة، إلا أن تلك الإجراءات لم تفلح في معالجة الأزمة، ولم يبق أمامها من وسيلة لإنقاذها من الإفلاس سوى اللجوء إلى دول الاتحاد الأوروبي لمساعدتها في الحصول على القروض.<sup>1</sup>

**2- الأزمة في أيرلندا:** تضرر الاقتصاد الأيرلندي بشدة وانهار في الفترة 2008-2010 بسبب الأزمة المالية العالمية وأزمة منطقة اليورو، وجاء هذا الانهيار بعد فترة انتعاش طويلة في سوق العقارات، فاعتمدت البنوك على منح قروض كبيرة لشركات عقارية ومستثمرين وأسر، وارتفعت الأسعار بشكل مفرط، وتحولت فرص العمل نحو قطاع الانشاءات والقطاعات ذات الصلة، واستخدمت إيرادات الحكومة المدفوعة بسوق العقارات في زيادة الانفاق وتخفيض الضرائب، وعندما انفجرت الفقاعة توقف الإقراض، وهبطت أسعار العقارات، وارتفعت معدلات البطالة بمقدار ثلاث أضعاف فبلغت 15%، وهبطت الإيرادات بنسبة 20% في الفترة من 2007 إلى 2009، وواجهت الحكومة معدلات عجز كبيرة، وارتفع الدين العام بشدة (انظر الجدول رقم 2-8) مع بلوغ الدعم المقدم للبنوك 40% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، ومع نهاية 2010 اضطرت أيرلندا إلى طلب المساعدة المالية من الاتحاد الأوروبي، وصندوق النقد الدولي.<sup>2</sup>

**3- الأزمة في البرتغال:** البرتغال من الدول الضعيفة اقتصاديا بالقياس إلى غالبية الدول الأعضاء في منطقة اليورو، بدليل أن معدل النمو فيها كان لا يتجاوز 0.05% - 0.07% منذ عقد من السنين، وقد ازدادت فيها مستويات البطالة، وحيثما أصبحت البرتغال عضوا في منطقة اليورو توسعت في مجالات الإنفاق العام، خاصة الإنفاق على سبل الرعاية الاجتماعية بمستويات تفوق إمكانياتها الاقتصادية، في سبيل مسايرة مستويات الرعاية الاجتماعية لدول منطقة اليورو، وكوسيلة لتحقيق المكاسب للأحزاب الحاكمة من خلال الإدعاء بتحقيق الرفاهية الاجتماعية للفئات متوسطة الدخل والفقيرة، في حين كانت مستويات الضرائب وهي المصدر الرئيس لتمويل الإنفاق منخفضة بالقياس إلى مستوياتها في الدول الأوروبية الأخرى، ولهذا كانت البرتغال تعتمد على الدين العام كوسيلة لتمويل ذلك الإنفاق، إضافة إلى ما كانت تعانيه البرتغال من تعثر قطاعها الصناعي نتيجة لمنافسة السلع الصينية لمنتجاتها، وفشلها في كبح الزيادات في مستويات الأجور، وقد انعكست هذه الحالة من ازدياد مستويات الإنفاق على مستويات الإيراد في توسع مستوى العجز في الموازنة المالية لتلك الدولة.<sup>3</sup>

**4- الأزمة في إيطاليا وإسبانيا:** إيطاليا وإسبانيا هما حالتان مختلفتان تماما عن الحالة اليونانية، كما أنهما تتقاسمان عدة أمور بينهما، فالسمة المشتركة هي حجم اقتصادهما الكبير، إذ تمثل إيطاليا 17% من منطقة اليورو، وإسبانيا 11% (تحتلان المرتبتين الثالثة والرابعة في اقتصاد الاتحاد النقدي على التوالي)، وهو الأمر الذي يجعل منهما دولتين أساسيتين

<sup>1</sup> رحيمة العبود، مرجع سبق ذكره.

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2016 "إيجاد الحلول معنا"، ص 28.

<sup>3</sup> رحيمة العبود، مرجع سبق ذكره.

يؤدي تعثرهما إلى مشاكل أكثر خطورة داخل منقطة اليورو والاتحاد الأوروبي، وتعاني كلتي الدولتين من مشاكل مختلفة، فمستوى الديون الإيطالية (بلغت سنة 2010 نسبة 115,4% من PIB، انظر الجدول رقم 2-8) وهو أكبر بكثير من المستوى الإسباني (بلغت سنة 2010 نسبة 60,1% من PIB فقط)، ولكن العجز العام الإسباني (يمثل ما نسبته -4,9% من PIB انظر الجدول رقم 2-8) وهو ما يمثل تقريبا ضعف العجز الإيطالي (إذ بلغ -4,2% من PIB)، (وتجدر الإشارة إلى أنه مع ذلك إيطاليا لديها ميزة كون معظم ديونها تتواجد في يد سكانها، على عكس إسبانيا التي تعتمد بشكل كبير رأس المال الأجنبي)، وبالإضافة إلى ذلك كلاهما لديه مشاكل في القدرة التنافسية لأن مستويات أسعارهما أكبر من أسعار شركائهما التجاريين في منطقة اليورو،<sup>1</sup> وبعد خطتي الانقاذ اليونانية والإيرلندية، انتقل التوتر إلى بلدان أخرى، وابتداء من شهر جويلية 2011 تفاقمت التوترات بشدة في كلتي البلدين، حتى بلغت أوجها في شهر نوفمبر من نفس السنة.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: تداعيات أزمة منطقة اليورو وأهم خطط الانقاذ

سيتم تحديد أهم تداعيات أزمة منطقة اليورو، وكذا أهم الخطط التي رصد لاحتواء هذه التداعيات على النحو التالي.  
أولا/ تداعيات أزمة منطقة اليورو

ما لبث أن بدأ الاقتصاد العالمي في التعافي نسبيا من تداعيات الأزمة المالية العالمية عام 2010، ومن ثمة تحقيق معدلات نمو قريبة من تلك التي كان يحققها قبل الأزمة، إلا وعاد ليقع في مرحلة أخرى من الانكماش نتيجة لأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، فلقد زادت حدة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو خلال عام 2011 بصورة أكبر، وهو ما دفع دول المنطقة إلى تبني سياسات مالية تقشفية لتجاوز التداعيات السلبية لتلك الأزمة مما أضعف من فرص النمو والتوظيف في تلك المنطقة.<sup>3</sup> و في تقييم لأبعاد هذه الأزمة ومخاطرها قال السيد "روبرت زوليك" رئيس البنك العالمي بأن آثار تلك الأزمة "لا تقل بل تزيد على آثار الأزمة المالية العالمية التي عانى منها العالم في عام 2008"،<sup>4</sup> وتمثل أهم تداعيات أزمة الديون السيادية الأوروبية على النحو التالي:

### 1- معدل نمو الاقتصاد العالمي: تأثر نمو الاقتصاد العالمي بالأزمة الأوروبية وبجملتها من المتغيرات على النحو التالي:

الجدول رقم (2-9): معدلات النمو الحقيقي لكل من الاقتصاد العالمي ومنطقة اليورو من 2010 إلى 2013

	2013	2012	2011	2010	
النمو العالمي	3.3%	3.5%	4.2%	5.3%	
منطقة اليورو	-0.3%	-0.9%	1.6%	1.9%	

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2016، أبو ظبي، الامارات، ص 399.

صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص 3.

<sup>1</sup> فيديريكو شتاينبرغ، مرجع سبق ذكره،

<sup>2</sup> وكالة الخزينة الفرنسية، تقرير النشاط 2011، باريس، فرنسا، ص 12.

<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص 1.

<sup>4</sup> حمدي الطباع، أثر أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو على قطاع الأعمال العربي -المشكلة والمحلل المقترحة-، مداخلة مقدمة لمنتدى اتحاد رجال الأعمال العرب حول "أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو: الأبعاد والتداعيات والعبر المستخلصة للاقتصاد العربي"، بيروت، 29 مارس 2012، ص 2.

حيث شهد نمو الاقتصاد العالمي انكماشاً بعد 2011 بعد التحسن الطفيف الذي عرفه في 2010 عقب الأزمة المالية العالمية 2008، ويرجع كما أوضحنا سابقاً بتفاهم أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، وانتقال عدواها ليس فقط على دول منطقة اليورو وإنما إلى دول أخرى لها علاقات اقتصادية معها، رغم خطط الانقاذ المعتمدة خلال 2011 و 2012 من قبل المنظمات الدولية والاتحاد الأوروبي للإقتصادات المتعثرة، إذ حققت منطقة اليورو معدل نمو سلبي بلغ 0.9- % سنة 2012، ونتيجة للصعوبات المالية بالمنطقة خفضت وكالة "ستاندرز أند بورز" نهاية 2013 التصنيف الائتماني طويل الأجل للاتحاد الأوروبي، من المستوى الممتاز AAA إلى المستوى AA+.

وفي كلمة ألقها السيدة كريستين لاغارد، مدير عام صندوق النقد الدولي، نبهت إلى أن تعافي الاقتصاد لا يزال شديد البطء وشديد الهشاشة، مع وجود مخاطر تهدد بأن يخلف النمو المنخفض آثاراً ضارة على النسيج الاجتماعي والسياسي في كثير من البلدان.<sup>1</sup>

## 2- نمو التجارة العالمية

يعتبر قطاع التجارة الخارجية من أكثر القطاعات تأثراً بالأزمات الاقتصادية العالمية، حيث كان لظروف تراجع معدلات النشاط الاقتصادي في العديد من الدول المتقدمة أثراً سلبياً على التجارة الدولية، نظراً للأهمية الاقتصادية الكبيرة للاتحاد الأوروبي في هيكل التجارة الدولية، ومن ثمة تداعيات السياسات التقشفية المتبعة كان لها آثار مباشرة وغير مباشرة على الاقتصاد العالمي ومن ثمة التجارة العالمية.<sup>2</sup>

الجدول رقم (2-10): معدل نمو حجم التجارة العالمية من 2010 إلى 2013

2013	2012	2011	2010	
%3.4	%2.8	%7.1	%14.3	معدل النمو

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2016، مرجع سبق ذكره، ص 403.

صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص 10.

تأثرت التجارة العالمية هي الأخرى فقد شهدت انخفاضاً في 2011 (بلغت 14.3% في 2010)، لتشهد نوعاً من الاستقرار خلال 2013 و 2014، وهذا نتيجة لارتباطها بنشاط الاقتصاد العالمي، حيث تراجعت معدلات النشاط في العديد من الدول المتقدمة، بما فيها دول الاتحاد الأوروبي الذي يكتسب أهمية كبيرة في هيكل التجارة العالمية، والشكل الموالي يظهر تطور معدلات نمو صادرات وواردات الدول المتقدمة\*.

حيث شهدت صادرات الدول المتقدمة انخفاضاً في معدل نموها بلغ 1.8% في 2012 مقابل 5.9% عام 2011، وكذا وارداتها لتبلغ 0.6% في 2012 مقابل 5% في 2011، وذلك بسبب الركود الاقتصادي وتباطؤ النمو الذي أصاب العديد من الدول المتقدمة وخاصة دول منطقة اليورو.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي "الاقتصاد العالمي يتعثر بسبب النمو شديد البطء لفترة طويلة المدى"، نشرة الصندوق الإلكترونية، 12 أبريل 2016، ص 1.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص 9.

\* تشمل الدول المتقدمة كل من الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة اليورو، اليابان، المملكة المتحدة وكندا.

<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2016، مرجع سبق ذكره، ص 403.

## 3- أسعار الأسهم والسندات الدولية

ألقت أزمة الديون السيادية بظلالها على أسواق الأسهم الأوروبية، بعد أن شهدت تحسنا في عام 2010 بعد تعرضها لحسائر إثر الأزمة المالية العالمية 2008، عادت لتحقيق خسائر مرة أخرى في 2011، بسبب أزمة الديون السيادية وتأثيرها السلبي على منطقة اليورو والعالم أجمع، ففي ألمانيا انخفض مؤشر "DAX" بنسبة 14.7% خلال 2011، كما انخفض مؤشر "CAC 40" الفرنسي بنسبة 17%، وسجل مؤشر "FTSE 100" في المملكة المتحدة انخفاضاً أيضاً بنسبة 5.6%، وتراجع مؤشر كل من بورصة هونج كونج بنسبة 20%، وبورصة طوكيو "NIKKEI" بنسبة 17.3%، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد ارتفع مؤشر "DOW JONES" بنحو 5.5% في نهاية 2011.

## 4- أسعار النفط العالمية

تميز عام 2011 بتسجيل سوق النفط العالمية مستويات قياسية فيما يخص الأسعار والإمدادات والطلب، على الرغم من التباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي العالمي، حيث تعدى المتوسط السنوي لسلة خامات أوبك عتبة 100 دولار/برميل ليصل إلى 107.5 دولار/برميل، وقد أدى ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة الإنتاج العالمي، ووصل معدل الإنتاج العالمي من النفط الخام وسوائل الغاز الطبيعي والنفوط غير التقليدية إلى 87.5 مليون برميل/يوم خلال 2011، وبلغ إنتاج دول أوبك 35 مليون برميل/يوم، أي بزيادة قدرها 2.3% عن العام السابق،<sup>1</sup> أما سنة 2014 فقد شهدت أسعاره انخفاضا وواصل هذا الانخفاض إلى 2015، حيث بلغ متوسط الأسعار لسلة أوبك أقل من 50 دولار/برميل، وهو ما يندرج ببيادر أزمة على مستوى أسعار النفط العالمية (وهو ما يتم التطرق إليه في المطلب الموالي).

## ثانيا/ أهم خطط الانقاذ لاحتواء أزمة منطقة اليورو

إثر تفاقم الوضع الاقتصادي في اليونان طغت أزمة الديون السيادية الأوروبية على قمة مجموعة العشرين التي عقدت في "كان" جنوب فرنسا في نوفمبر 2011، وسبق القمة اجتماع لدول منطقة اليورو المشاركة فيها، وهي فرنسا، ألمانيا، إيطاليا وإسبانيا، واستمر النقاش بين زعماء الدول الصناعية الكبرى ودول الاقتصادات الصاعدة حول تبعات تفاقم الأزمة الاقتصادية اليونانية وإمكان حلها، وحتى انعقاد تلك القمة في "كان" لم يكن يبدو أن أحدا من خارج الإتحاد الأوروبي مستعد لتقديم العون المالي المباشر لحل عاجل لأزمة الديون اليونانية ودول أخرى كإيطاليا وإسبانيا.<sup>2</sup>

لقد أتاحت خطة الانقاذ التي وضعت في 25 مارس 2010 على شكل قروض بين الدول بمبلغ 110 مليار يورو أن تخفف من توتر السوق، ومن أجل تأمين استقرار الوضع المالي ودعم الحكومة الاقتصادية داخل المنطقة، اتفقت دول اليورو في 9 ماي 2010 على تأسيس "صندوق أوروبي للاستقرار المالي" (FESE)، الغرض منه توفير مساعدات لدول منطقة اليورو التي تواجه صعوبات، قادر على إصدار 440 مليار يورو في الأسواق المالية، علما أن هذا الدعم قد يعزز في حدود 250 مليار يورو من قبل صندوق النقد الدولي وفي حدود 60 مليار يورو من

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص ص 14، 15.

<sup>2</sup> مصطفى العبد الله الكفري، مرجع سبق ذكره، ص ص 77، 78.

التسهيلات الأوروبية لمساندة ميزان المدفوعات، أي أنه تم تشكيل قدرة قوامها 750 مليار يورو تسمح بمواجهة الأزمة السيادية داخل منطقة اليورو، وبالتالي فهذه الأداة الجديدة تتيح حتى منتصف سنة 2013 لأي بلد يواجه صعوبة في الوصول إلى أسواق رؤوس الأموال، أن يتمكن من الحصول على التمويل مقابل الالتزام ببرنامج إصلاحات وتدعيم الميزانية على عدة سنوات، وقد تم اللجوء إلى الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي في أواخر عام 2010 للمساعدة على إعادة تمويل أيرلندا في إطار خطة دعم شامل من 85 مليار يورو، لإعادة هيكلة نظامها المصرفي وتدعيم ماليتها العامة.<sup>1</sup>

وفيما يتعدى هذه الآلية المؤقتة، اتفقت دول منطقة اليورو في نهاية 2010 على إنشاء أداة دائمة، يتم إدماجها في المعاهدات الأوروبية، وهي "الآلية الأوروبية للاستقرار" (MES)، والتي ستحل في منتصف ماي 2013 محل الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي، وقد أقر المجلس الأوروبي في اجتماع بتاريخ 24 جويلية 2011 إنشاء هذه الأداة المتعددة الحكومات والمهادفة إلى أن تتيح دعم دول الاعضاء في منطقة اليورو المتأثرة بأزمة مالية مقابل برنامج تسوية اقتصادية، وهذه الأداة تحمل كل التسهيلات المالية القائمة على المستوى الأوروبي (صندوق أوروبي للاستقرار المالي FESE والآلية الأوروبية للاستقرار المالي MESF\*)، وبموازاة إنشاء الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي (FESE)، وضع البنك المركزي الأوروبي برنامج شراء سندات (Security Market Programme SMP) يتيح له شراء سندات دولة من أجل دعم أسواق الديون السيادية بهدف تثبيت أسواق أسعار الفائدة وحفظ قنوات نقل السياسة النقدية، والذي يمثل مبلغ 73,5 مليار يورو أي أقل من 1% من الناتج المحلي في منطقة اليورو.<sup>2</sup> والجدول الموالي يظهر برامج الإنقاذ في كل من اليونان، أيرلندا والبرتغال على النحو الموالي:

الجدول رقم (2-11): برامج الإنقاذ في منطقة اليورو لكل من اليونان، أيرلندا، البرتغال

المبلغ (مليار يورو)	اليونان	أيرلندا	البرتغال
110 (البرنامج الأول)	85	78	
الجهات المانحة	منطقة اليورو=80 مليار يورو FMI=30 مليار يورو	FESE + MEFS + FMI (22) مليار يورو + آخرين (بما فيهم بريطانيا)=3,8 مليار يورو	FESE + MEFS + FMI (26 مليار يورو)
المدة	3 سنوات (البرنامج الأول) ماي 2010 - جوان 2013	3 سنوات نوفمبر 2010 - ديسمبر 2013	3 سنوات ماي 2011 - جوان 2014

<sup>1</sup> وكالة الخزينة الفرنسية، تقرير النشاط لسنة 2010، مرجع سبق ذكره، ص 12.

\* الآلية الأوروبية للاستقرار المالي هي آلية لتقديم مساعدات مالية لدول عضو في الاتحاد الأوروبي التي تواجه صعوبات اقتصادية والحفاظ على الاستقرار المالي في أوروبا، ويستند قانون إنشاء MESF إلى الفقرة 2 من المادة 122 من معاهدة عمل الاتحاد الأوروبي، التي تنص بأنه يمكن أن مساعدة الدولة المتعثرة بسبب الكوارث الطبيعية أو ظروف استثنائية، وتم تأسيسها بموجب لائحة لاتحاد الأوروبي رقم 2010/47 في 11 ماي 2010. انظر:

Vocabulaire politique, **mécanisme européen de stabilité Financière (MESF)**, centre de recherche et d'informatique socio-politique CRISP, fédération Wallonie-Bruxelles. Available at: <http://www.vocabulairepolitique.be/mecanisme-europeen-de-stabilite-financiere-mesf-3/>

<sup>2</sup> وكالة الخزينة الفرنسية، تقرير النشاط لسنة 2010، مرجع سبق ذكره، ص ص 2-15.

<ul style="list-style-type: none"> <li>• 12 مليار يورو لانتقاد البنوك.</li> <li>• تعديل الميزانية العمومية 2011-2013: 10% من PIB.</li> <li>• معالجة العجز المفرط في 2013.</li> <li>• الاصلاحات الهيكلية لزيادة امكانيات النمو.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 35 مليار يورو لانتقاد البنوك.</li> <li>• 15 مليار يورو لتعديل الميزانية العمومية (تقريبا 10% من PIB).</li> <li>• تصحيح حالة العجز المفرط في 2015.</li> <li>• الاصلاحات الهيكلية: سوق العمل وسياسات الأجور.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 10 مليار يورو لانتقاد البنوك.</li> <li>• تعديل الميزانية العمومية: 8% من PIB في 2010، 4% في 2011، 2% في 2012-2013.</li> <li>• إصلاحات هيكلية لتحسين القدرة التنافسية، برنامج للخصخصة، تخفيض فرص العمل والأجور في القطاع العام، إصلاح نظام المعاشات، الاصلاح التنظيمي والرقابي للبنوك.</li> </ul>	<p>الشروط</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• صيف 2011: المراجعة الأولى، السير العادي للبرنامج.</li> <li>• نوفمبر 2011: المراجعة الثانية، تقدم كبير، لكن لا يزال هناك الكثير الذي يتعين القيام به في مجال الاصلاحات الهيكلية.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• صيف 2011: المراجعة الثانية، السير العادي للبرنامج.</li> <li>• خريف 2011: المراجعة الثالثة، تقدم مقبول في تنفيذ البرنامج، الاحتياجات التمويلية التي يغطيها البرنامج حتى منتصف 2013، لكن إيرلندا ترغب في العودة للاسواق مبكرا.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• جويلية 2011: قرار انشاء فرقة عمل لتقديم المساعدة الادارية نظرا لأوجه القصور.</li> <li>• سبتمبر-أكتوبر 2011: المراجعة الخامسة، العثور على أوجه القصور في تنفيذ البرنامج.</li> </ul>	<p>المتابعة من طرف الترويكا (المفوضية الأوروبية+ البنك المركزي الاوروي (FMI +</p>

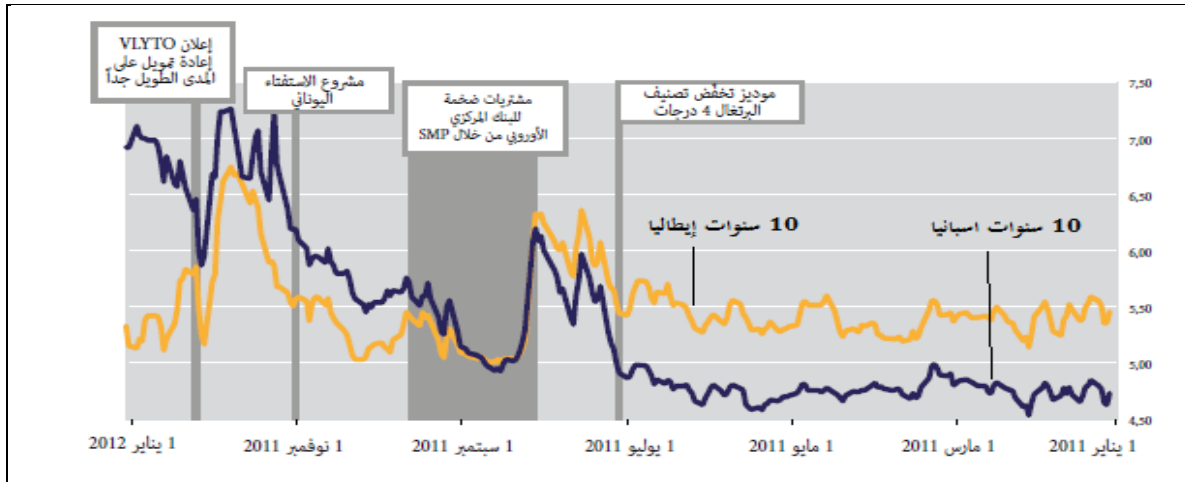
المصدر: Banque de France, **La crise de la dette souveraine**, documents et débats N°4, Mai 2012, Eurosystem, p72.

وكان أول تدخل للبنك المركزي الأوروبي من خلال اجتماع الذي عقد في 4 أوت 2011 والذي تم بموجبه تفعيل برنامج شراء السندات SPM، غير أن البنك المركزي اضطر إلى توسيع عملية الشراء لتطال السندات الإيطالية والإسبانية بعد أن كانت مقتصره على السندات اليونانية والإيرلندية والبرتغالية، بحيث تدخل بقيمة 88 مليار يورو خلال شهري أوت وسبتمبر، وأدى ذلك إلى عودت أسعار الفائدة الإيطالية والإسبانية إلى مستويات أدنى من 5% لاستحقاقات 10 سنوات، ورغم أهمية هذا التحسن لم يكن يعكس ذلك تحسنا مستديما لثقة المستثمرين إزاء قوة الحكومات على مواجهة التزاماتها.<sup>1</sup> أما التدخل الثاني للبنك المركزي فكان من خلال عمليات التمويل طويل المدى (VLTRO)، حيث أعلن عن عمليتي إعادة شراء لثلاث سنوات بفائدة 1%، على أن تتم الأولى في 21 ديسمبر 2011، والثانية في 28 فيفري 2012، وبرز البنك المركزي هذه العمليات بالتوترات الشديدة ما بين البنوك والتي أدت إلى نقصان السيولة في السوق.<sup>2</sup> خصوصا التوترات التي شهدتها كل من إيطاليا وإسبانيا، والشكل الموالي يظهر أثر هذا التدخل على أسعار الفائدة لـ 10 سنوات في كل من إسبانيا وإيطاليا على النحو التالي:

<sup>1</sup> وكالة الخزينة الفرنسية، تقرير النشاط 2011، مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 12-17.

الشكل رقم (2-1): تأثير أهم الأحداث على أسعار الفائدة لـ 10 سنوات في كل من اسبانيا وإيطاليا



المصدر: وكالة الخزانة الفرنسية، تقرير النشاط 2011، مرجع سبق ذكره، ص 15.

شهد خريف 2011 ارتفاع أسعار الفائدة باستحقاق 10 سنوات في كل من إيطاليا واسبانيا، بحيث وصلت إلى 7,25% على الدين الإيطالي نهاية نوفمبر، بينما بلغت 6.7% على الدين الإسباني في الفترة نفسها، ويعزى ذلك إلى تضافر العديد من الأسباب، أهمها الاعلان عن إعادة هيكلة الدين اليوناني، وكذا التوترات التي شهدتها السندات اليونانية والبرتغالية والبريطانية، وانتقال تلك التوترات بفعل العدوى إلى السندات الإيطالية والاسبانية، ومما عزز التوترات بشكل قوي، وإن كان مؤقتاً، قيام رئيس الوزراء اليوناني بالاعلان عن نية بلاده في تنظيم استفتاء في نهاية أكتوبر لإقرار خطة الخروج من الأزمة المصادق عليها في 26 أكتوبر، وهذا الاستفتاء سيكون حول إبقاء اليونان داخل منطقة اليورو، إلا أن هذا الاستفتاء تم إلغاؤه واستبدال السيد جورج بابانديرو بالسيد لوكاس بابا ديموس في 11 نوفمبر، والذي خفف جزئياً من حدة التوتر الذي قد نشأ.<sup>1</sup>

تم خلال جويلية 2012 الموافقة على منح اسبانية نحو 100 مليار يورو، لتمويل عمليات إعادة هيكلة القطاع المصرفي، وذلك من خلال "آلية الاستقرار الأوروبية"<sup>2</sup>، وقد استلمت الدفعة الأولى نوفمبر 2012 بقيمة 39,47 مليار دولار وذلك لإعادة رسملة أربع بنوك إسبانية (Banco de España، NCG Banco، CatalunyaCaixa، BFA-Bankia)، إضافة إلى الشركة الإسبانية لإدارة الأصول "Sareb"، أما الدفعة الثانية فكانت في 5 فيفري 2013 بقيمة 1.87 مليار يورو، وذلك لإعادة رسملة أربع بنوك إسبانية (Banco Ceiss، Banco Mare Nostrum، Valencia Caja، Liberbank)<sup>3</sup>، وبالتالي تكون إسبانيا قد استلمت فعلاً ما قيمته 41,34 مليار دولار فقط من 100 مليار دولار المتفق عليها.

<sup>1</sup> وكالة الخزانة الفرنسية، تقرير النشاط 2011، مرجع سبق ذكره، ص 16.

<sup>2</sup> محمد جلال، أحمد محمود، منطقة اليورو: نظرة تحليلية وتوقعات عام 2013، إعداد قسم التحليل الاقتصادي للأسواق العالمية على موقع "ICN.com"، ديسمبر 2012، ص 4.

<sup>3</sup> European Stability Mechanism (ESM), Annual Report 2014, Luxembourg, 2015, p p 40, 41.

وفي ظل تفاقم الأزمة في اليونان وفشل برنامج الإنقاذ الأول، تم الاتفاق في مارس 2012 على تقديم مساعدات مالية لليونان في إطار برنامج الإنقاذ الثاني، وقد حصلت على مبلغ 153.8 مليار يورو، وذلك لتفادي وقوعها في الإفلاس، رغم ذلك وفي أوت 2015 توصل اليونان إلى الحصول على حزمة إنقاذ جديدة تالفة من الإتحاد الأوروبي بقيمة 86 مليار يورو.<sup>1</sup>

أثرت أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو على أداء اقتصادات الدول المتقدمة، التي لها وزن في الاقتصاد العالمي، وكان لها تداعيات أيضا (موازية مع عوامل أخرى) على أسعار النفط العالمية، فبعدما شهدت الأسعار ارتفاعات كبيرة نهاية 2011 فاقت عتبة 100 دولار للبرميل، انهارت نهاية 2014 إلى ما دون 50 دولار للبرميل، وبالتالي شكل ذلك نهاية لطفرة نفطية بدأت منذ سنة 2000، وفيما يلي سنحاول التطرق لأهم أسباب وتبعات هذا الإنهيار.

### المطلب الثالث: أسباب الصدمة النفطية نهاية 2014 وأهم تداعياتها

يعتبر النفط من السلع الاستراتيجية المهمة، وتعتمد على إيراداته الدول النفطية (خاصة العربية منها) في رسم خططها التنموية، وتمويل مشاريعها الاقتصادية، لكن المشكلة الأساسية التي تواجهها هذه الدول هي أن سعر النفط يتحدد عالميا، وهو عرضة للتقلبات حسب الأوضاع المالية والسياسية العالمية، وهو ما نشهده مؤخرا من انخفاض في أسعار النفط ابتداء من سبتمبر 2014. وقبل التطرق لأسباب انهيار أسعار النفط، سيتم عرض لأهم الطفرات النفطية التي عرفتها أسعار النفط.

### أولا/ أهم الطفرات التي عرفتها أسعار النفط

تميز الطفرة النفطية بارتفاع كبير في سعر النفط، وقد شهد العالم منذ السبعينات وحتى بداية الألفية الثالثة ثلاث طفرات نفطية\*، نوجز أسبابها على النحو التالي:<sup>2</sup>

**1-الطفرة النفطية الأولى:** في بداية السبعينات كانت قضية الصراع العربي - الإسرائيلي في حالة اللاسلم واللاحرب، وسعي الدول المنتجة للنفط إلى تحقيق مزيد من المشاركة في إدارة ثرواتها النفطية في مقابل شركات النفط، إضافة إلى أن سوق النفط كان يعاني نقصا في الكميات المعروضة وقد تفاعلت هذه المتغيرات، فكانت نتيجة هذا التفاعل حرب بين العرب وإسرائيل تخللها استخدام النفط كسلاح، أما على الصعيد الاقتصادي، فقد أدت الزيادة في أسعار النفط إلى تدوير جزء لا بأس به من الربح النفطي إلى خزائن الدول المنتجة، فقد ارتفعت مداخيل هذه الدول من حوالي 23 مليار دولار عام 1972 إلى حوالي 140 مليار دولار عام 1988، وإضافة إلى المكاسب السابقة كانت هذه المرحلة بمثابة طي لصفحة "الامتيازات النفطية" التي كان فيها كثير من الاستغلال من قبل شركات النفط والمساس بسيادة الدول المنتجة.

<sup>1</sup> European Stability Mechanism (ESM), Annual Report 2015, Luxembourg, 2016, pp 31, 32.

\* بحيث انتقل سعر النفط بين أكتوبر 1973 ومارس 1974، من 2.59 دولار للبرميل إلى 11.65 دولار للبرميل، وانتقلت أسعار النفط إلى 35 دولاراً للبرميل في عام 1981، ووصلت إلى ما يقارب 100 دولار للبرميل بداية الألفية الثالثة.

<sup>2</sup> يوسف خليفة اليوسف، الاقتصاد السياسي للنفط: رؤية عربية لتطورات، مجلة المستقبل العربي، العدد 455، كانون الثاني 2017، مركز دراسات الوحدة العربية، ص 114، 118.



**2- الطفرة النفطية الثانية:** بعد الطفرة النفطية الأولى في بداية السبعينيات، كانت هناك طفرة نفطية ثانية في بداية الثمانينيات، وجدير بالذكر أن هناك تشابهاً بين الطفرتين من حيث تأثيرهما بأحداث جيوسياسية، وكذلك من حيث أثرهما في الأسعار، إلا أن الطفرة الثانية اختلفت عن الطفرة الأولى في أمرين: الأول هو أن أغلب الارتفاع في أسعار النفط في الطفرة الثانية كان نتيجة عوامل نفسية أكثر من كونها بسبب نقص في المعروض من النفط. أما الثاني، فهو أن الطفرة الثانية حصلت بعد أن تمكّنت الدول المنتجة من تنحية شركات النفط عن قيادة الصناعة النفطية، خاصة في ما يتعلق بسياسات الإنتاج والتسعير، وملكية أصول الشركات المنتجة. من جانب آخر، فقد أحدثت السياسات النفطية التي أخذت بها الدول الصناعية بعد الطفرة النفطية تحولات هيكلية مهمة، تمثلت بتعميق الجهود المبذولة لتطوير البدائل، وترشيد استهلاك الطاقة، وزيادة إنتاج النفط في الدول غير الأعضاء في منظمة الأوبك، أي تقليل الاعتماد على نفط الأوبك التي تراجع إنتاجها خلال الفترة (1979-1985) بما لا يقل عن 15 مليون برميل في اليوم، أو 50% خلال نفس الفترة. ونتيجة لذلك، وجدت المنظمة نفسها، لأول مرة منذ تأسيسها، مجبرة على القبول بتراجع نصيبها من الإنتاج والأخذ بنظام الحصص. ولم ينجح نظام الحصص في إيقاف تراجع أسعار النفط، ولم تستطع المنظمة أن تضبط إنتاج الأعضاء الذي كان فيه كثير من التجاوز للحصص، وكان ذلك التجاوز يتم بطرق مباشرة، أو حتى بطرق غير مباشرة من خلال مقايضة النفط بما تحتاجه الدول النفطية من سلع، كالسلاح والسلع الصناعية.

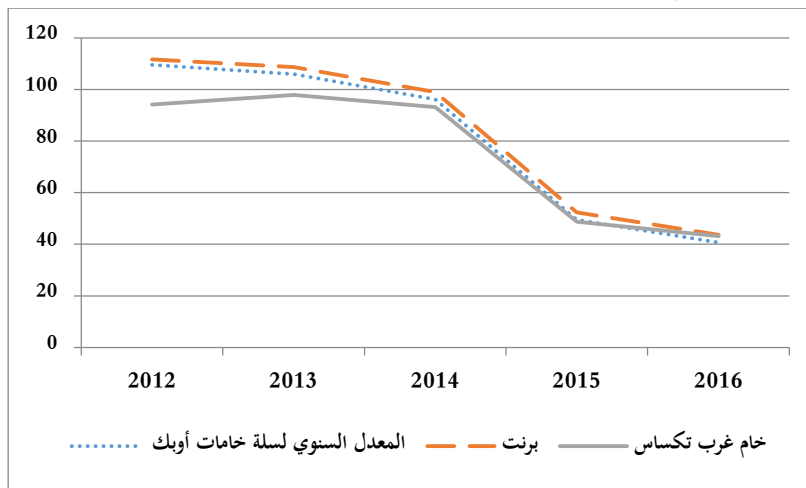
**3- الطفرة النفطية الثالثة:** يعود ارتفاع أسعار النفط بداية الألفية الثالثة إلى أسباب أغلبها لا صلة لها بقرارات الدول المنتجة، فهي تعود إما إلى التغيرات في أساسيات العرض والطلب أو نتيجة للاختلالات التي يعانها النظام الاقتصادي العالمي:

- فقد تأثر جانب العرض ببعض العوامل الجيوسياسية، كحرب العراق، واضطرابات نيجيريا، إضافة إلى تراجع في القدرة الإنتاجية لكثير من الدول النفطية، ففي منتصف الثمانينيات من القرن الماضي كان لدى منظمة الأوبك حوالي 15 مليون برميل من الطاقة الإضافية، التي كانت تعادل ربع الطلب العالمي، ثم تراجعت هذه الطاقة الإضافية إلى حوالي 5.5 مليون برميل أو ما يعادل 8% من الطلب العالمي في أواخر الثمانينيات، ومع حلول عام 2000 انخفضت الطاقة الفائضة للمنظمة إلى حوالي 2% من الطلب العالمي، 90% منها في السعودية.
- وقد قابل التراجع في المعروض من النفط ومنتجاته زيادة في الطلب العالمي على النفط، فقد شهد العالم في السنوات التي سبقت الأزمة المالية لعام 2008، خاصة في الدول النامية، وعلى رأسها الصين والهند، زيادة في الطلب على النفط، فحتى الربع الأول من تسعينيات القرن الماضي كان لدى الصين اكتفاء ذاتي من النفط، أما بعد ذلك فقد زاد نشاطها الاقتصادي بأكثر من ثلاثة أضعاف، الأمر الذي ولد زيادة في طلبها على النفط حتى أصبحت تستورد حوالي ثلاثة ملايين برميل نفط في اليوم عام 2006، أو ما يعادل 50% من استهلاكها من النفط.

- تأثرت أسعار النفط خلال الفترة المذكورة أيضا بالمضاربات في الأسواق المستقبلية للنفط، وقد أدى تزايد دور هذه الأسواق إلى تراجع دور الدول المنتجة وشركات النفط في تحديد سعر النفط، كما أنه أدى إلى زيادة التذبذبات في هذه الأسعار، إضافة إلى تعميقه للخلاف بين الدول المستهلكة والمنتجة حول مسؤولية تسعير النفط.
- إضافة إلى ما سبق، انعكست المديونية المتزايدة في الاقتصاد الأمريكي سلبا على الدولار الذي تعتمد عليه الدول النفطية في تسعير النفط، الأمر الذي دفعها إلى المطالبة برفع قيمة نفطها لتعويض التراجع في قيمة الدولار، إضافة إلى التعويض عن التضخم بسبب زيادة الأسعار النسبية لواردات الدول النفطية من الدول الصناعية، وشهدت الفترة كذلك مطالبة بعض دول الأوبك بالتحول إلى عملة أكثر استقراراً من الدولار. وبالتالي اجتمعت هذه الأسباب في ارتفاع أسعار النفط بداية الألفية الثالثة، لكن نهاية 2014 انهارت الأسعار إلى النصف تقريبا، وفيما يلي سنحاول الوقوف على أهم أسباب هذا الانهيار.

### ثانيا/ أسباب الصدمة النفطية نهاية 2014

عرفت أسعار النفط العالمية ارتفاعات كبيرة انهارت مع نهاية 2014 كما هو موضح من خلال الشكل الموالي:  
الشكل رقم (2-2): تطورات أسعار النفط العالمية من 2012 إلى 2016 (دولار/برميل)

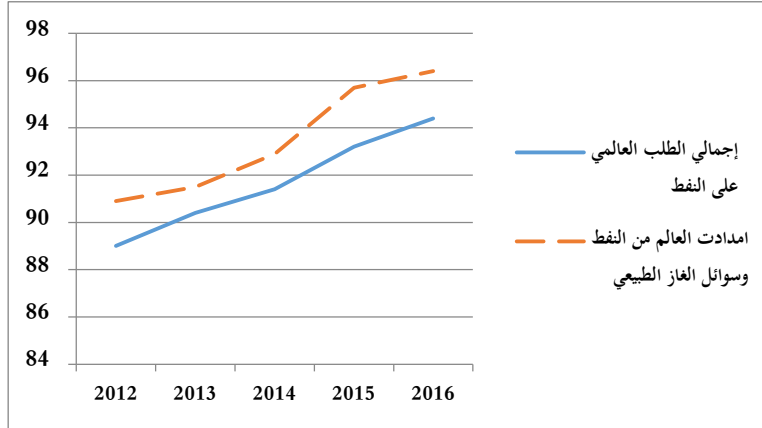


المصدر: منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو "أوبك"، تقرير الأمين العام السنوي الثالث والأربعون، الكويت، 2016، ص 49، ص 52.  
يظهر من خلال الشكل أعلاه تدهور أسعار كل من سلة الأوبك، خام برنت وتكساس، ابتداء من منتصف عام 2014، إذ وصلت إلى أقل من 50 دولار للبرميل في بداية 2015، بعدما فاقت الأسعار 100 دولار للبرميل، وتواصل الانخفاض إلى 2016 (وإلى سنة 2017 أيضا غير المحددة في الشكل).  
ومن أسباب هذا الانخفاض نجد:

\* تضم منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو (OAPEC): الامارات، البحرين، تونس، الجزائر، السعودية، سورية، العراق، قطر، الكويت، ليبيا، مصر.

1- أسباب اقتصادية تتعلق بالعرض والطلب: من خلال وفرة المعروض النفطي في سوق النفط العالمية نتيجة زيادة انتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية، وقرار بلدان منظمة "أوبك" بالمحافظة على حجم مبيعاتها في السوق، والتوقعات برفع العقوبات عن إيران، وعلى جانب الطلب ساهم استمرار ضعف النمو العالمي في خفض أسعار النفط.<sup>1</sup> ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-3): حجم الطلب وإمدادات العالم من النفط والغاز الطبيعي من 2012 إلى 2016 (مليون برميل/يوم)



المصدر: منظمة الأقطار العربية المصدرة للبتروك "أوبك"، تقرير الأمين العام السنوي الثالث والأربعون، مرجع سبق ذكره، ص 33، 43. يتضح من خلال الشكل أعلاه وجود فجوة بين العرض والطلب العالمي على النفط والغاز، بحيث بلغ فائض العرض 1.5 مليون برميل/يوم سنة 2014، ارتفع إلى 2.5 مليون برميل/يوم سنة 2015. بزرت صناعة النفط الصخري بشكل ملحوظ منذ عام 2012 تقريبا، وقد أحدثت ثورة في الصناعة البترولية العالمية، إذ أنها استطاعت العثور على احتياطات ضخمة من النفط والغاز خارج الحقول التقليدية، وفي الولايات المتحدة الأمريكية خاصة، حيث توجد أكبر سوق استهلاكية للنفط، والتي اعتبرته وسيلة لتحقيق الاكتفاء الطاقوي الذاتي وفك الاعتماد على النفط المستورد، وقد ازداد انتاج النفط الصخري أو النفط المحصور نحو مليون برميل يوميا في أمريكا الشمالية، بحيث وصل معدل انتاجه نحو 3.4 مليون برميل يوميا خلال عام 2014 ما يزيد عن انتاج العراق ثاني أكبر دولة منتجة في منظمة "أوبك" بعد السعودية،<sup>2</sup> وفي المقابل لم يشهد إنتاج دول "أوبك" أي تغيير، فهو قد تركز في مستوى 30 مليون برميل يوميا، وهكذا فإن كمية المعروض اليومي من النفط خلال 2012-2013 ازدادت ازديادا ملحوظا، لكن الطلب ازداد أيضا مدفوعا بالأداء القوي للاقتصاديات القيادية في العالم (الصين والهند) خلال الفترة، مع وجود حالة تفاعلية باستمرار الوضع على ما هو عليه في الفترة المستقبلية، عززتها

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي "منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى"، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، 15 أكتوبر، ص2.

<sup>2</sup> وليد خدوري، تدهور أسعار النفط: الأبعاد والتداعيات، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، تاريخ النشر 2014/12/7، مقال منشور على الرابط:

[http://www.ecssr.ac.ae/ECSSR/appmanager/portal/ecssr?\\_nfpb=true&\\_nfls=false&\\_pageLabel=featuredTopicsPage&ftId=%2FFeatureTopic%2F%20Petroleum%26%20Energy&lang=ar](http://www.ecssr.ac.ae/ECSSR/appmanager/portal/ecssr?_nfpb=true&_nfls=false&_pageLabel=featuredTopicsPage&ftId=%2FFeatureTopic%2F%20Petroleum%26%20Energy&lang=ar) تاريخ الاطلاع: 2017/02/20

عمليات مضاربة في الأسواق المالية ساهمت في رفع الأسعار، وفي منتصف عام 2014 بدأت الأسعار بالانخفاض، بسبب انخفاض الطلب العالمي نتيجة تباطؤ الاقتصاد الصيني وعدم قدرة اقتصاد منطقة اليورو على التعافي من أزماتها، وبما أن العرض حافظ على تراكمه، انخفض السعر وفقا لمعادلة العرض والطلب.<sup>1</sup>

**2- أسباب جيوسياسية:** في الماضي عند أي هبوط حاد في أسعار النفط، كانت منظمة "أوبك" تقرر دوما خفض الانتاج فوراً لدعم أسعاره (دور المنتج المرجح)، أما في الاجتماع 166 في 27 نوفمبر 2014، قررت "أوبك" بضغط قوي من المملكة العربية السعودية عدم خفض الإنتاج،<sup>2</sup> ويرجع سبب التخلي عن سياسة "المنتج المرجح" إلى أسباب عدة، منها جيوسياسي بحت ألا وهو تعاون المملكة العربية السعودية مع الولايات المتحدة الأمريكية لتحجيم اقتصاد كل من روسيا وإيران، واللذان لهما خلافات سياسية مع كل من الرياض وواشنطن، سواء كان ذلك في الملف النووي الإيراني، أو النزاع السوري، أو الصراع الأوكراني، أو حتى حول سياسة الرئيس بوتين في تغيير ميزان القوى في أوروبا الشرقية لمصلحة روسيا ثانية بعد تغلغل نفوذ منظمة الـ "ناتو" منذ انهيار الاتحاد السوفيتي،<sup>3</sup> ويمكن أيضاً أن يرجع ذلك إلى الخسارة التي كانت تتحملها دول أوبك بسبب تدخلها لإعادة قيمة سعر برميل النفط من خلال تقليص معروضها، لمصلحة مزودين من خارج أوبك، وهو ما حصل في منتصف ثمانينات القرن العشرين، إذ انخفض السعر إلى نحو 10 دولار للبرميل الواحد، نتيجة زيادة الإنتاج من خارج أوبك بقدر 6 ملايين برميل يوميا، وهو ما جعل السعودية (المنتج الأكبر آنذاك) تخفض إنتاجها في أوت 1985 بهدف دعم الأسعار،<sup>4</sup> إلى حوالي 3 ملايين برميل يوميا مقابل 10 ملايين برميل في عام 1980، وبالتالي لم تحصل سوى على جزء ضئيل من عائدات النفط التي اعتادت أن تجنيها، ولكن في عام 1986 رفعت إنتاجها وانهارت الأسعار إلى ما دون 10 دولار للبرميل، وقررت التخلي عن تأدية دور المنتج المرجح ما لم يتحمل منتجو النفط الآخرون تكاليف خفض الإنتاج،<sup>5</sup> وبالتالي التغير في استراتيجية أوبك نحو استهداف الحصص بدلا من استهداف الأسعار.<sup>6</sup>

تعتبر فكرة تثبيت الإنتاج خطوة جيدة لاستعادة الاستقرار في السوق، لكن المعطيات الراهنة تقف عائقا من دون التوصل إلى حل، خصوصا بعد فشل منتجي النفط من داخل وخارج "أوبك" في التوصل إلى اتفاق بشأن تثبيت

<sup>1</sup> أسامة نجوم، النفط مرة أخرى، عود على بدء، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الدوحة، سلسلة تقييم حالة، الدوحة، قطر، ديسمبر 2015، ص5.

<sup>2</sup> ممدوح سلامة، أسباب الهبوط الحاد في أسعار النفط الخام: فائض الإنتاج أم السياسة الدولية؟، الطبعة الأولى، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، بيروت، لبنان، سبتمبر 2015، ص14.

<sup>3</sup> وليد حدوري، تدهور أسعار النفط: الأبعاد والتداعيات، مرجع سبق ذكره.

<sup>4</sup> أسامة نجوم، مرجع سبق ذكره، ص3.

<sup>5</sup> غريغوريغوس، هبوط أسعار النفط: الأسباب والتبعات الجيوسياسية، مركز بروكناجر الدوحة، قطر، موجز السياسة، أبريل 2015، ص ص 2، 3.

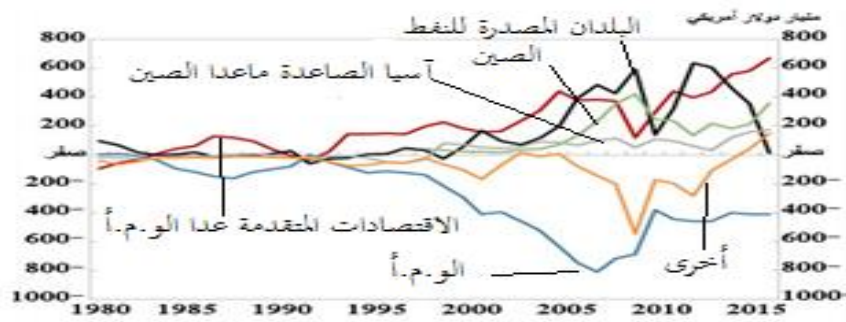
<sup>6</sup> خالد بن راشد الخاطر، تحديات انهيار النفط والتنوع الاقتصادي في دول مجلس التعاون، المركز العربي للأبحاث ودراسات السياسات، سلسلة دراسات، الدوحة، قطر، أغسطس 2015، ص6.

الإنتاج في الاجتماع الذي عقد في الدوحة في إبريل 2016، وذلك لسبب عدم رغبة بعض المنتجين في الالتزام بتجميد الإنتاج.<sup>1</sup>

### ثالثاً/ تداعيات الصدمة النفطية نهاية 2014

تباين انعكاسات أسعار النفط المنخفضة على البلدان المصدرة للنفط والمستوردة له، فأى انخفاض في الأسعار يتسبب حدوث خسائر في الصادرات وإيرادات المالية العامة في البلدان المصدرة للنفط، مع احتمال انتقال التداعيات إلى الانفاق الحكومي والنمو الاقتصادي غير النفطي، أما البلدان المستوردة للنفط فتحقق مكاسب من انخفاض أسعار النفط من خلال انخفاض فواتير وارداتها النفطية، وقد يؤدي ارتفاع الدخل المتاح وانخفاض تكاليف الإنتاج إلى نمو الطلب المحلي.<sup>2</sup> والشكل الموالي يظهر تأثير الحسابات الجارية لمختلف البلدان إن كانت مستوردة للنفط أو مصدرة له، حتى 2015 على النحو التالي:

الشكل رقم (2-4): تطور الحسابات الجارية حتى 2015 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: رايح أزوقي وآخرون، صناديق الفروة السيادية في عصر النفط الجديد، منتدى صندوق النقد الدولي، النافذة الاقتصادية، تاريخ النشر: 26 أكتوبر 2015، مقال منشور على الرابط: <http://blog-montada.imf.org/?p=3776>.

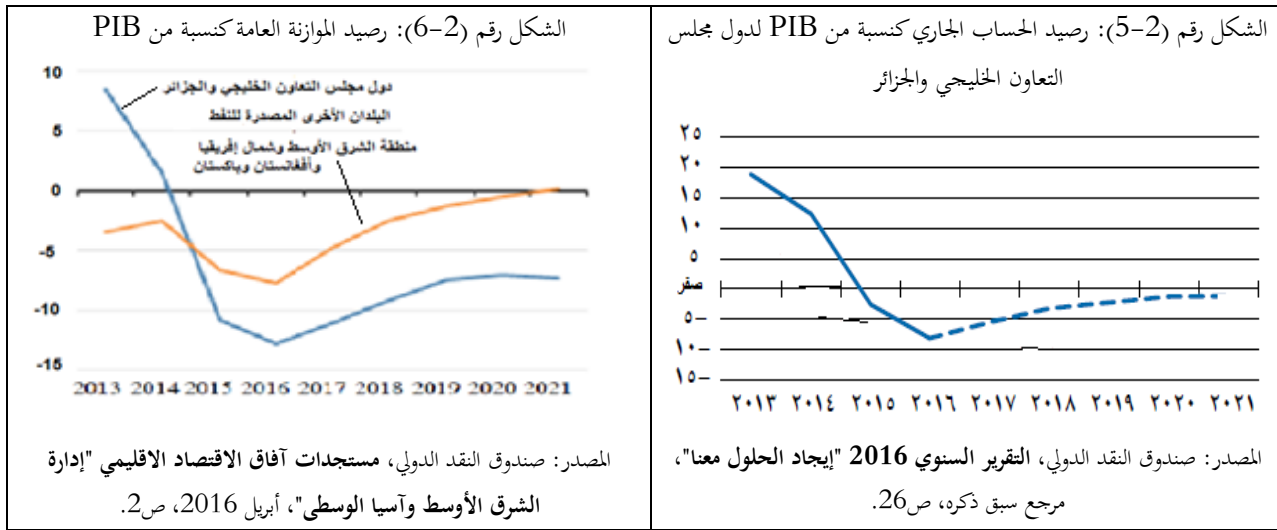
يتضح من خلال الشكل أعلاه أن الدول المصدرة للنفط مجتمعة حققت فوائض كبيرة خلال بداية الألفينات، بحيث فاقت 600 مليار دولار أمريكي في 2011، مرتفعة بذلك عن أرصدة دول آسيا الصاعدة، لكن هذه الفوائض بدأت تتلاشى بداية من 2015 مع انخفاض أسعار النفط، وبالمقارنة تحسن أرصدة حسابات الدول المتقدمة عدا الولايات المتحدة الأمريكية التي تعرف حساباتها الجارية عجزاً، في حين تحسنت حسابات دول آسيا والصين نهاية 2015.

<sup>1</sup> مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، إلى متى ستستمر تقلبات أسعار النفط العالمية؟، تاريخ النشر 3 ماي 2016، مقال منشور على الرابط:

[http://www.ecssr.ac.ae/ECSSR/appmanager/portal/ecssr?\\_nfpb=true&\\_nfls=false&\\_pageLabel=featuredTopicsPage&ftId=%2FFeatureTopic%2FECSSR%2FFeatureTopic\\_1926.xml&\\_event=viewFeaturedTopic&categoryId=6\\_Petroleum+%26+Energy&lang=ar](http://www.ecssr.ac.ae/ECSSR/appmanager/portal/ecssr?_nfpb=true&_nfls=false&_pageLabel=featuredTopicsPage&ftId=%2FFeatureTopic%2FECSSR%2FFeatureTopic_1926.xml&_event=viewFeaturedTopic&categoryId=6_Petroleum+%26+Energy&lang=ar)

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، مستجدات آفاق الاقتصاد الإقليمي "إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى"، يناير 2015، ص3.

ويوضح الشكلين الموليين تأثير كل من المالية العامة والحساب الجاري للدول المصدرة للنفط:



انخفض عائد الصادرات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان بمقدار 390 مليار دولار في عام 2015 (17.5% من إجمالي PIB)، وتحولت الحسابات الجارية المجمعة لدول مجلس التعاون الخليجي والجزائر من تحقيق فائض إلى عجز متوقع في 2016 بنسبة 8% تقريبا من إجمالي PIB (كما هو موضح في الشكل 2-5)، ومن المتوقع أن يصل العجز في البلدان الأخرى المصدرة للنفط بالمنطقة إلى 4.75% من إجمالي PIB، وتشير التوقعات إلى تحسن الحساب الجاري تحسنا تدريجيا فقط على المدى المتوسط، مع تعافي أسعار النفط إلى حد ما، كما تدهورت أرصدة الموازنة العامة بشكل كبير، مما يعكس الخسائر كبيرة في عائدات الصادرات (شكل رقم 2-6)، ويتوقع أن يصل العجز في الموازنة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي والجزائر إلى 12.75% من إجمالي PIB في 2016، وأن يظل عند مستوى 7% على المدى المتوسط، وبالنسبة للدول الأخرى المصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان التي تعتمد بشكل أقل عموما على النفط، من المتوقع أن يصل العجز المجمع في 2016 إلى 7.75% من إجمالي PIB.<sup>1</sup>

ويمكن للبلدان التي تتوافر لديها احتياطات وقائية (حجم الأصول المالية للحكومات بما فيها الصناديق السيادية) أكبر أن تحد من تأثير انخفاض أسعار النفط على النمو، ولكن يتوقع بالفعل أن تستنفذ جميع الدول المصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من خارج مجلس التعاون الخليجي الأصول المالية السائلة في السنوات الثلاثة القادمة، بينما تنقسم دول مجلس التعاون الخليجي بصورة متساوية إلى فئتين هما فئة البلدان ذات الاحتياطات الوقائية الكبيرة نسبيا (الكويت، قطر، الامارات العربية المتحدة) أكثر من 20 سنة متبقية، وفئة الدول ذات الاحتياطات الوقائية الأصغر نسبيا (البحرين، عمان، المملكة العربية السعودية)، أقل من 5 سنوات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، مستجدات آفاق الاقتصاد الإقليمي "إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى"، أبريل 2016، مرجع سبق ذكره، ص2، ص3.

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي: منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، 15 أكتوبر، مرجع سبق ذكره، ص38.

## خلاصة

تناول هذا الفصل أهم الجوانب النظرية المتعلقة بالأزمة المالية، وكذا تشخيص لأهم أسباب وتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، إضافة لقراءة في أزمة الديون السيادية وأزمة انهيار أسعار النفط نهاية 2014، وقد تم التوصل للنتائج التالية:

- تتمثل بؤادر الأزمة المالية في انقطاع الصلة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، فهي تنتج عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل عما يحدث في الاقتصاد الحقيقي، وقد تبقى أقل تأثيراً إذا أصابت بلداً أو إقليمياً واحداً، لكنها تصنف ضمن الأزمات الكبرى إذا أصابت الاقتصاد العالمي.
- توجد ثلاث مدارس اقتصادية أساسية فسرت الأزمات المالية، مدرسة التوقعات العقلانية التي ترجع أسباب الأزمة إلى عدم تماثل المعلومات لدى متعاملي السوق المالي مما يؤدي إلى اختلاف توقعاتهم وبالتالي سلوكياتهم، ومدرسة عدم الاستقرار المالي التي ترجع الأزمة المالية إلى عدم عقلانية المتعاملين وسلوك القطيع لديهم، والمدرسة الماركسية التي ترجع الأزمة المالية إلى التناقضات الكامنة في النظام الرأسمالي.
- عرف قطاع الرهن العقاري صيف 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية أزمة مالية امتد تأثيرها لتشمل قطاعات مالية وحقيقية، كما امتد تأثيرها إلى دول العالم، وقد أرجعت أسبابها إلى السياسات الأمريكية المتدخلة في سوق الرهن العقاري، إضافة إلى المنافسة الشديدة فيما بين المؤسسات المالية أدت إلى تقديم قروض عقارية بضمانات غير كافية أو دون ضمانات لأشخاص ذوي ملاءة منخفضة، أي تنامي ما يعرف قروض "سوبرايم".
- تدخلت الحكومة الأمريكية لدعم اقتصادها المتضرر من الأزمة المالية، بحيث أعدت خطط أنقاص بلغت 700 مليار دولار أمريكي سنة 2008، وإعادة الثقة باقتصادها، وهو عكس مبادئ اقتصاد السوق الذي تدعو إلى الدول الغربية، لكن رغم ذلك لم تستطع إيقاف تبعاتها لدول العالم.
- عرفت منطقة اليورو أزمة مالية لا تقل في حدتها عن الأزمة المالية العالمية 2008، وقد أدى تحمس بعض الدول كاليونان، إسبانيا والبرتغال إلى استيفاء شروط الانضمام لليورو وإلى الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو، وتحسين بعض المؤشرات الاقتصادية كعجز الموازنة العامة وحجم الدين العام، ومع تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على اقتصاديات هذه الدول تبينت وضعيتها الحقيقية، ووضع دول منطقة اليورو في خطر الإفلاس أو تدني مستويات التصنيف الائتماني.
- كما شهدت أسعار النفط العالمية نهاية 2014 وبداية 2015 انخفاض بنحو 50% من قيمتها، وتواصل الانخفاض حتى 2016، وقد أرجعت أسباب هذا الانخفاض إلى اقتصادية نتيجة اختلال التوازن بين الطلب العالمي والعرض العالمي للنفط، وجيوسياسية نتيجة لتدخل دول معينة للتأثير على الأسعار، ويمكن للاحتياطات الوقائية بما فيها أصول صناديق الثروة السيادية لدى الدول النفطية أن تحد من هذا الانخفاض.

## الفصل الثالث:

# دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاقتصاد المحلي والعالمى

➤ المبحث الأول: تطور استثمارات صناديق الثروة السيادية وتوزيعها

الجغرافى والقطاعى

➤ المبحث الثانى: أثر استثمارات صناديق الثروة السيادية محليا وعالميا

➤ المبحث الثالث: أهم القضايا والردود العالمية حول صناديق الثروة

السيادية



## تمهيد

نمت وتطورت صناديق الثروة السيادية من حيث حجم أصولها وكذا درجة تأثيرها، بحيث أصبحت تعرف كأحد الفاعلين المؤسسيين على المستوى الدولي، وقد أثارت تبعا لذلك العديد من النقاشات على مستوى الدولي بين مؤيد ومعارض لها، بحيث تم اعتبارها مهددة الأمن الوطني للدول المتلقية لاستثماراتها، نظرا لافتقارها للشفافية اللازمة وكذا طبيعة أهدافها الجيوسياسية المحتملة، وقد تطور النقاش خاصة في صيف 2007 مع أحداث الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية، ومساهمة الصناديق السيادية في رسملة مؤسساتها المالية الكبرى المتعثرة، وعملت الدول الغربية على حماية مصالحها الوطنية من خلال العمل على إيجاد إطار مشترك يضبط عمل هذه الصناديق، وذلك بالاعتماد على عمل منظمات مالية عالمية كصندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، لتحقيق هذا الغرض.

تناول الفصل الثالث الذي هو بعنوان دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاقتصاد المحلي والعالمي المباحث الرئيسية التالية:

المبحث الأول: تطور استثمارات صناديق الثروة السيادية وتوزيعها الجغرافي والقطاعي

المبحث الثاني: أثر استثمارات صناديق الثروة السيادية محليا وعالميا

المبحث الثالث: أهم القضايا والردود العالمية حول صناديق الثروة السيادية

## المبحث الأول: تطور استثمارات صناديق الثروة السيادية وتوزيعها الجغرافي والقطاعي

يتطرق المبحث الأول إلى تحديد طبيعة الاستثمارات المحققة من طرف هذه الصناديق، وكذا تطورها مع مرور الزمن، إضافة إلى تحديد توجهاتها الجغرافية والقطاعية.

## المطلب الأول: تطور حجم وطبيعة استثمارات صناديق الثروة السيادية

نمت استثمارات صناديق الثروة السيادية من حيث طبيعتها وكذا حجمها، أي قيمة وعدد الصفقات المنجزة، وفيما يلي سيتم تحديد تطور استثمارات هذه الصناديق.

## أولا/ الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية

ارتفع عدد صناديق الثروة السيادية، وكذا حجم أصولها وتوسعت استثماراتها، خاصة بداية الألفية الثالثة، ووصلت في 2016 إلى ما يقارب 78 صندوق سيادي حسب احصائيات معهد صناديق الثروة السيادية، وتكتسي استثمارات صناديق الثروة السيادية أهمية كبيرة، إذ تعمل على<sup>1</sup>:

- دعم السياسة المالية والنقدية وإدارة السيولة والعمل على تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية الدولية.
- نقل المعرفة من خلال الاستثمارات، وتعزيز الشركات الحكومية، التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية، تعزيز التعاون الإقليمي والدولي، ضمان عمليات كفاءة لإدارة المخاطر، وإدارة المخاطر المالية والتشغيلية والحوكمة والافصاح والشفافية بالنسبة للاقتصاد المحلي، والاستثمار الطويل المدى الذي يمنع التقلبات في الأسواق المالية الدولية، وكذلك تعزيز الدور الاجتماعي والاقتصادي، وزيادة تكامل الاقتصاد العالمي، تنويع المحافظ الاستثمارية والتركيز على العوائد، ومحاربة البطالة من خلال الاستثمار في الأصول الحقيقية، والفائدة التوزيعية لمنافع الثروات الوطنية بين الأجيال الحالية والمستقبلية وكذلك بين الجيل الحالي ذاته.

نظرا للأهمية المتنامية لصناديق الثروة السيادية وحجم الأصول التي تديرها، وانعكاسات قراراتها على مجمل الأوضاع المالية في العالم، فقد وضع لها بند خاص في منتدى دافوس\* في عام 2008، لاسيما وأن هناك تقييمات متفاوتة لدور وأهمية توجهات هذه الصناديق، وذلك بسبب التداخل بين الاقتصاد والسياسة والنظرة الاستراتيجية بعيدة المدى للاستثمارات الخارجية، وتم التطرق إلى إمكانية الاستثمار الصناديق السيادية في التكنولوجيا النظيفة والتصدي لظاهرة التغير المناخي، كون ثلثي ثروتها من مشاريع النفط والغاز.<sup>2</sup>

إن استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية متنوعة للغاية، فبعضها يعتمد نهجا تقليديا سلبيا (بما في ذلك عدد صغير من الاستثمارات النشطة المختارة بعناية)، مثل جهاز أبوظبي للاستثمار (ADIA)، البعض الآخر يفضلون الإدارة النشطة للشركات التي تحتويها محفظتهم مثل تيماسيك سنغافورة. وقد لعبت صناديق الثروة السيادية

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 38، 39.

\* منتدى دافوس نسبة إلى مدينة دافوس والتي تقع في كانتون غروياندن بسويسرا البلدة المستضيفة للاجتماعات السنوية للمنتدى الاقتصادي العالمي، الذي يجتمع فيه نخبة من رجال السياسة والأعمال من مختلف دول العالم للباحث حول قضايا سياسية واقتصادية معينة.

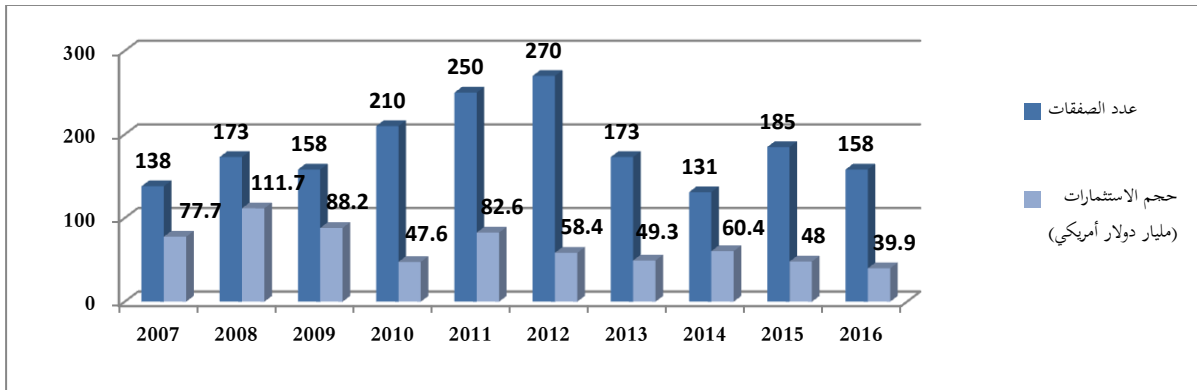
<sup>2</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 39.

دورا رئيسيا خاصة خلال الأزمة المالية العالمية 2008، من خلال تقديم رؤوس أموال طويلة الأجل للشركات الكبرى والبنوك المضطربة في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة التي تعاني بشكل عام من نقص السيولة. ومن المثير للاهتمام أن نلاحظ أن هذه الصناديق غير مرحب بها من قبل الدول الغربية بسبب استحواذاتها، غير أن الفترة التي تلت فترة الأزمة شهدت استقرارا في استثمارات الصناديق السيادية مابين 2010 و 2011، وذلك أساسا بسبب تعرضها المفرط للأسواق الأوروبية التي كانت أداؤها دون المستوى.<sup>1</sup>

أخذت صناديق الثروة السيادية تتجه نحو الاستثمار المباشر بالتملك الجزئي أو الكلي في الشركات الأجنبية ومشاريعها، والابتعاد عن الاستثمار في أدوات الخزانة وسندات والأسهم في البورصات العالمية، وبدأ هذا السلوك بعد الأزمة المالية العالمية 2008، وكما احتلت الأصول البديلة جزء مهم في محفظة الكثير من صناديق الثروة السيادية.<sup>2</sup> كما بدأت صناديق الثروة السيادية تركز بشكل أكبر على الأسواق الناشئة (مثل آسيا وأوروبا الشرقية) التي تتيح فرصا استثمارية مع عائدات أفضل. على سبيل المثال منذ 2009-2010، استثمر صندوق الثروة السيادية السنغافوري تيماسيك جزءا متزايدا من موارده في الأسواق الناشئة والأسواق "الحدودية أو المجاورة" (80% من استثماراته في 2010). كالهند وباكستان وأمريكا اللاتينية وجنوب أفريقيا.<sup>3</sup>

وأظهر آخر تقرير لمخبر الاستثمار السيادي "Sovereign Investment Lab" التابع لجامعة "Luigi Bocconi"، الصادر في سنة 2016، تطور حجم الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية، وكذا توزيعها الجغرافي والقطاعي، وأهم التغيرات التي شهدتها أنشطة هذه الصناديق من جراء التغيرات التي شهدتها الساحة الاقتصادية العالمية، ويظهر الشكل الموالي تطور الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية من 2007 إلى 2016، من حيث عدد الصفقات المبرمة وكذا قيمة هذه الاستثمارات على النحو التالي:

الشكل رقم (3-1): تطور الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية من 2007 إلى 2016



المصدر: Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, Ibid, p16.

<sup>1</sup> Facilité euro-méditerranéenne d'investissement et de partenariat 'FEMIP', , **Mobiliser le potentiel des fonds souverains des pays du CCG au profit des pays partenaires méditerranéens**, Banque européenne d'investissement, 30 aout 2012, p7.

<sup>2</sup> بوكريديد عبد القادر، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية -دراسة حالة بنك الجزائر-، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص علوم اقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2015-2016، ص143.

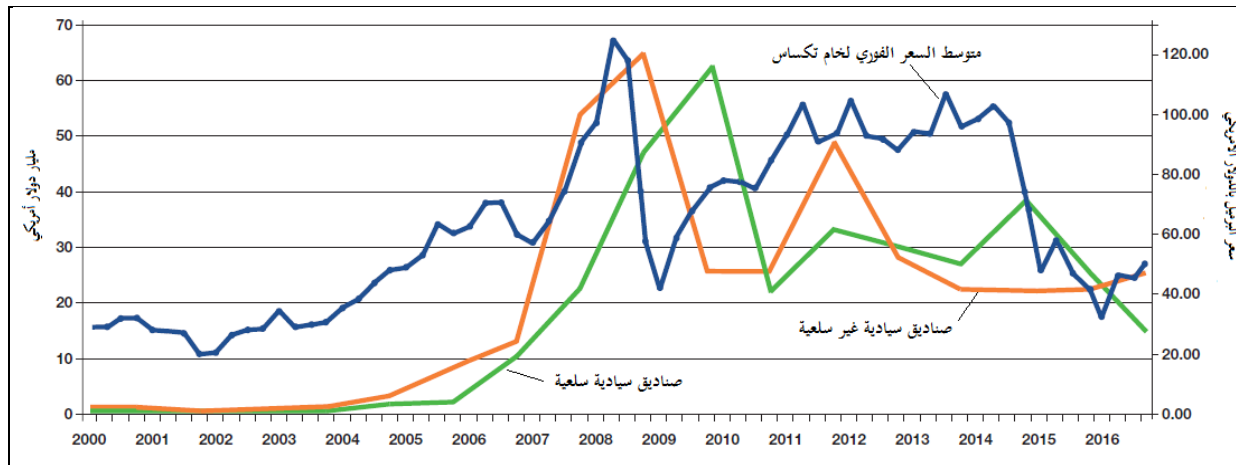
<sup>3</sup> Facilité euro-méditerranéenne d'investissement et de partenariat 'FEMIP', Ibid, p8.

يتضح من خلال الشكل أعلاه تطور حجم وعدد صفقات الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية لكن بنسب متفاوتة أين تتخلله فترات من الانخفاض، عرفت حجم الاستثمارات تراجعاً من 111.7 مليار دولار أمريكي سنة 2008 إلى 88.2 مليار دولار أمريكي سنة 2009، أي بانخفاض مقدر بـ 26.64%، و كان هذا الانخفاض بفعل الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية 2008 (كما تم تفصيله خلال الفصل الثاني)، وعرفت حجم الاستثمارات بعد ذلك نوعاً من التذبذب، بحيث انخفضت في 2012 بمعدل حوالي 29.30% مقارنة بسنة 2011، وقد شهدت هذه الفترة تزايد الاضطرابات في منطقة اليورو، وذلك رغم تزايد عدد الصفقات المبرمة، كما عرفت حجم الاستثمارات انخفاضاً منذ 2014، على الرغم من ارتفاع عدد الصفقات، وصلت إلى 39.9 مليار دولار سنة 2016، وأهم حدث شهدته هذه الفترة هو انخفاض أسعار البترول نهاية 2014، واستمر الانخفاض إلى 60.4 مليار دولار سنة 2014، أي انخفاض بحوالي النصف، وقد شهدت هذه الفترة انخفاض كبير في أسعار النفط، وبما أن أكثر من نصف حجم صناديق الثروة السيادية تعود للصناديق مموله بمداخيل النفط والغاز، فقد أثر ذلك نوعاً ما على حجم الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية.

#### ثانياً/ الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية السلعية وغير السلعية

و الشكل الموالي يظهر العلاقة بين حجم الاستثمارات المباشرة لكل من صناديق الثروة السيادية السلعية وغير السلعية، وعلاقتها بتغيرات أسعار البترول، وذلك لتبيين درجة الارتباط بين التغيرات في أسعار البترول مع حجم الاستثمارات الخاصة بالصناديق السيادية السلعية وغير السلعية على النحو التالي:

الشكل رقم (3-2): تطور استثمارات الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية مع تغيرات أسعار النفط



المصدر: Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, op.cit, p18.

يظهر الشكل أعلاه تطور حجم الاستثمارات الخاصة بصناديق الثروة السيادية حسب مصادر تمويلها، إلى صناديق سلعية وغير سلعية، وكذا تطور سعر البرميل لخام تكساس وذلك من 2000 إلى 2016، وقد عرفت أسعار البترول زيادة بداية الألفية الثالثة، حتى وصلت إلى تقريبا 120 دولار أمريكي/البرميل وهو أعلى مستوى وصل له، وفي المقابل ازداد حجم استثمارات الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية، على حد سواء، ويظهر الشكل أن الاستثمارات في كلي النوعين تتبعان نفس المسار خاصة خلال الفترة 2007-2010 رغم انخفاض النفط في هذه

الفترة، فاقت استثمارها 60 مليار دولار، وابتداء من سنة 2011، كانت الصناديق غير سلعية أكثر نشاطاً، بلغ استثماراتها تقريبا 50 مليار دولار، لكن انخفضت إلى حوالي 20 مليار دولار سنة 2013، وعرفت بعدها نوعاً من الاستقرار، وفي المقابل انخفضت استثمارات الصناديق السلعية ابتداء من 2015، وصلت إلى ما دون 20 مليار دولار سنة 2016.

وهو عكس الاعتقاد السائد أن تدهور أسعار المواد الأولية تؤثر سلباً على الصناديق السلعية دون غير السلعية، باعتبار أن انخفاض أسعار البترول يؤثر على عوائد الدول المعتمدة عليه كمصدر رئيسي للاقتصاد، ومن ثمة حجم احتياطات النقد الأجنبي وعليه حجم الأموال الموجهة لدى هذه الصناديق وبالتالي حجم استثماراتها، في حين أن الدول غير النفطية تستفيد من انخفاض الأسعار من خلال انخفاض تكلفة الاستيراد، وهو ما يؤثر إيجاباً على حجم صادراتها وبالتالي تراكم احتياطات النقد الأجنبي لديها، أما الانخفاض الذي شهدته استثمارات الصناديق غير السلعية فيمكن إرجاعه إلى تباطؤ النمو في اقتصادات الدول الناشئة وعلى رأسها الصين، وبالتالي لم تستفد كثيراً من انخفاض أسعار البترول.

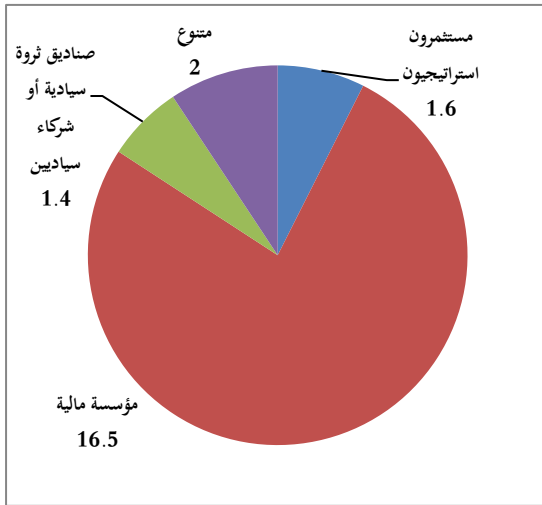
تتحفظ صناديق الثروة السيادية من المخاطر من خلال التنوع في استثماراتها، جغرافياً وقطاعياً، إضافة إلى إقامة استثمارات مشتركة (co-investments).

### ثالثاً/ تطور الاستثمارات المشتركة لصناديق الثروة السيادية

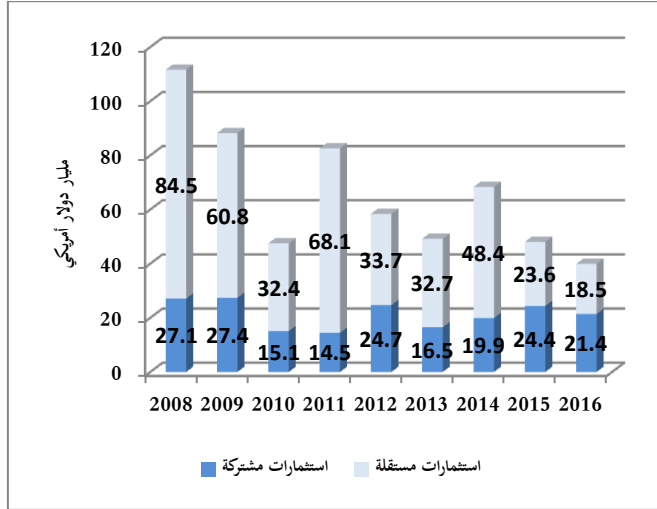
فقد أبدت صناديق الثروة السيادية في السنوات الأخيرة (كما هو موضح في الشكل 3-3) رغبتها في إيجاد فرص للتعاون مع صناديق سيادية أخرى أو غيرها من المستثمرين الماليين عن طريق إقامة مشاريع مشتركة، ويرتبط هذا الاتجاه بالصناديق السيادية التي تتجنب التكلفة المرتفعة للمديرين الخارجيين، وتتجه نحو الإدارة الداخلية لمخاطرها (internal portfolio management)، كما أنها تستفيد في تطوير مواردها البشرية المحدودة من خلال شركائها الاستثماريين، إضافة إلى توزيع المخاطر.<sup>1</sup> والشكلين المواليين يحددان تطور حجم الاستثمارات المشتركة وكذا توجهاتها حسب نوع الشراكة، على النحو التالي:

<sup>1</sup> Bocconi University, *The sky did not fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015*, op-cit., p30.

الشكل رقم (3-4): توزيع قيمة الاستثمارات المشتركة حسب نوع الشراكة لسنة 2016 (مليار دولار)



الشكل رقم (3-3): حجم الاستثمارات المستقلة والمشاركة لصناديق الثروة السيادية



المصدر: Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, op.cit, p3.

يوضح الشكل رقم 3-3 توزيع حجم الاستثمارات الخاصة بصناديق الثروة السيادية حسب طبيعة تجسيدها إلى استثمارات مستقلة، تتولى إنشائها منفردة، وإلى استثمارات مشتركة تتم بالتعاون مع هيئات مالية أخرى، وعرفت الطريقة الأخيرة الأخيرة تزايداً من حيث حجمها، إذ بلغت 21.4 مليار دولار خلال سنة 2016 مقارنة بـ 18.5 مليار دولار استثمارات مستقلة، أي ما يعادل تقريباً نسبة 53% من حجم الاستثمار الكلي، مقابل 24% فقط من حجم الاستثمار الكلي لسنة 2008.

تتم الاستثمارات المشتركة لصناديق الثروة السيادية بعدة أوجه، فكما هو موضح من خلال الشكل رقم 3-4، قد تتم الشراكة مع صناديق سيادية أخرى أو هيئات سيادية (1.4 مليار دولار لسنة 2016 أي بنسبة 6% فقط)، كما يمكن أن تتم الشركة مع شركاء القطاع الخاص وهي النسبة الأكبر بحيث تفوق 80% من حجم الاستثمارات لسنة 2016، إما من خلال مستثمرين استراتيجيين وهو ما يمثل نسبة حوالي 7% (ومثال على ذلك شراكة هيئة قطر للاستثمار مع "Brookfields Property Partners" في مجال العقارات)، أو من خلال إنشاء مؤسسة مالية مشتركة وذلك بنسبة حوالي 77% (سيتم التطرق لشركات أقامتها صناديق ثروة سيادية في الفصل الرابع).

## المطلب الثاني: التوزيع الجغرافي والقطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية

يوضح هذا الجزء الاتجاهات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية سواء جغرافيا، أو من حيث القطاعات المستثمر فيها، وذلك بهدف تحقيق التنوع في استثماراتها وتوزيع للمخاطر.

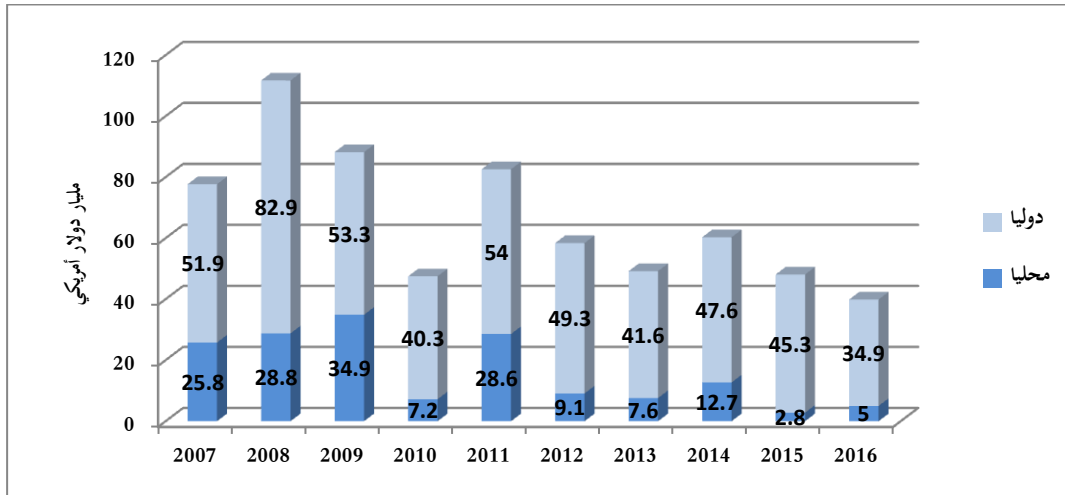
## أولا/ التوزيع الجغرافي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية

يحدد التوزيع الجغرافي أهم المناطق المستهدفة من قبل صناديق الثروة السيادية، ويمكن عرضها على النحو الموالي.

## 1-توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية محليا وعالميا

تتجه استثمارات صناديق الثروة السيادية إلى مناطق مختلفة بغرض تحقيق التنوع الجغرافي لاستثماراتها، وحسب تعريف صناديق الثروة السيادية فإن غالبية استثماراتها تتجه نحو الخارج، وبنسب متفاوتة بينها، والشكل الموالي يظهر توزيع قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية محليا ودوليا، على النحو التالي:

الشكل رقم (3-5): توزيع حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية محليا وعالميا من 2007 إلى 2016



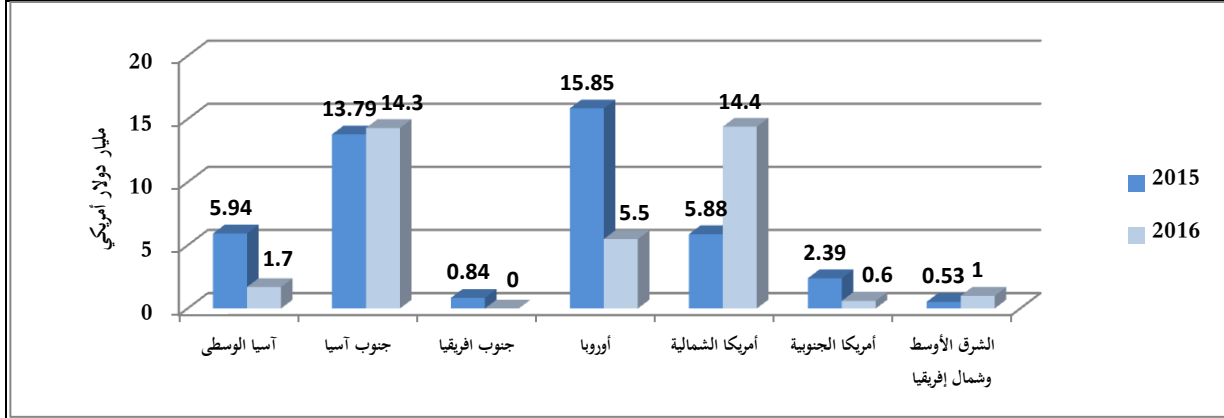
المصدر: Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, op.cit p31.

يتضح من خلال الشكل أعلاه صناديق الثروة السيادية تستثمر محليا ودوليا، لكن تتجه غالبية الاستثمارات نحو خارج الحدود الوطنية، ومن الملاحظ ارتفاع استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال سنوات الأزمة المالية العالمية، بحيث تجاوزت نسبتها 30% سنة 2009، بهدف حماية ودعم اقتصادات المحلية المتضررة، مقارنة بحجم الاستثمار الدولي، وفي المقابل لم تتجاوز نسبة الاستثمارات المحلية 5% و12% لسنتي 2015 و2016 على التوالي، وهو ما يؤكد الطبيعة العالمية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية.

## 2- توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب الدول المستهدفة

والشكل الموالي يحدد أكثر المناطق الجغرافية التي تتجه إليها استثمارات صناديق الثروة السيادية على النحو التالي:

الشكل رقم (3-6): توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب الدول المستهدفة لسنتي 2015-2016



المصدر: تم اعداد الشكل بالاعتماد على :

Bocconi University, **The sky did not fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015**, op.cit, p p 36, 37.

Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, op.cit, p35.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن استثمارات صناديق الثروة السيادية لسنة 2016 اتجهت بنسبة أكبر نحو أمريكا الشمالية (14.4 مليار دولار سنة 2016 مقابل 5.88 مليار دولار سنة 2015)، مقارنة بانخفاض الاستثمارات المتجهة إلى أوروبا (5.5 مليار دولار سنة 2016 مقابل 15.85 مليار دولار سنة 2015)، في حين أن الاستثمارات نحو جنوب آسيا شهدت ثبات نسبي في حدود 14 مليار دولار أمريكي، وبالتالي تعتبر أمريكا الشمالية وبالتحديد الولايات المتحدة الأمريكية أكثر وجهة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية.

### ثانيا/ توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية قطاعيا وحسب فئات الأصول

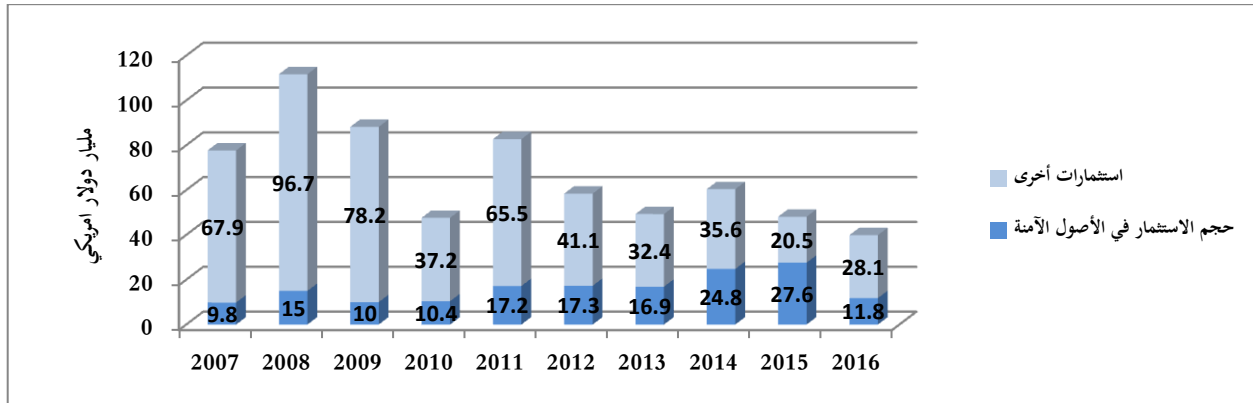
التوزيع القطاعي وحسب فئات الأصول لاستثمارات صناديق الثروة السيادية يحدد أهم القطاعات المستثمر فيها، وكذا الأصول المستثمر فيها بكثرة (أسهم، أدوات دخل ثابت، أصول بديلة)، والجدير بالذكر أن هذه التوزيعات تتحدد حسب هدف الصندوق السيادي، والإستراتيجية الإستثمارية المتبناة.

### 1- توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية قطاعيا

الشكل الموالي يبين توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية من 2007 إلى 2016 حسب القطاعات الآمنة واستثمارات أخرى على النحو التالي:



الشكل رقم (3-7): توزيع حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأصول الآمنة\* من 2007 إلى 2016



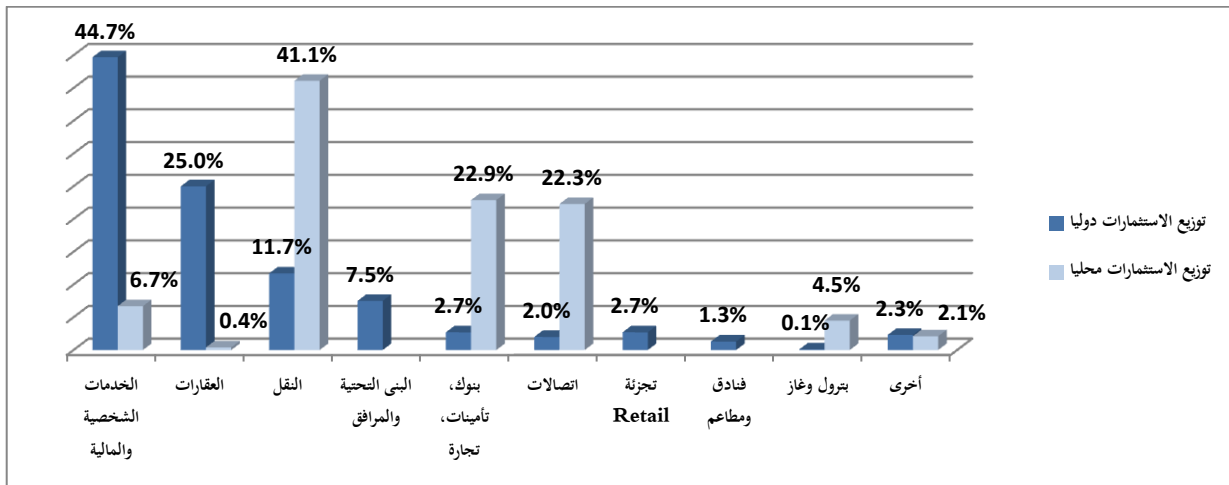
\* تتضمن الأصول الاستثمارية الآمنة كل من البنية التحتية، الخدمات، العقارات، مطاعم، فنادق.

المصدر: Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, op.cit, p 20, 28.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تتجه نحو الأصول الأقل أماناً (كأسهم، الديون الخاصة)، إذ تمثل الاستثمارات الآمنة حوالي 29% من حجم الاستثمار الكلي لصناديق الثروة السيادية سنة 2016، مقابل حوالي 12% فقط سنة 2007. لكن مع مقارنة نسب زيادة حجم الاستثمارات الآمنة من سنة لأخرى نجد أنه من 2013 إلى 2014 شهدت زيادة معدل الاستثمارات الآمنة بحوالي 49%، لكن في المقابل انخفضت هذه النسبة بحوالي 57% من 2015 إلى 2016، نظراً لانخفاض حجم الاستثمارات الكلية، وتطبيقاً لإستراتيجية الصناديق السيادية في الحصول على عائد أعلى وتحمل مخاطر أعلى.

ولتحديد أهم القطاعات التي تتجه إليها استثمارات صناديق الثروة السيادية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، نقدم الشكل الموالي الشكل الموالي توزيع حجم استثمارات الصناديق السيادية الخاصة بسنة 2016 على النحو الموالي:

الشكل رقم (3-8): نسبة القطاعات المستثمر فيها من طرف الصناديق السيادية سنة 2016 محلياً ودولياً



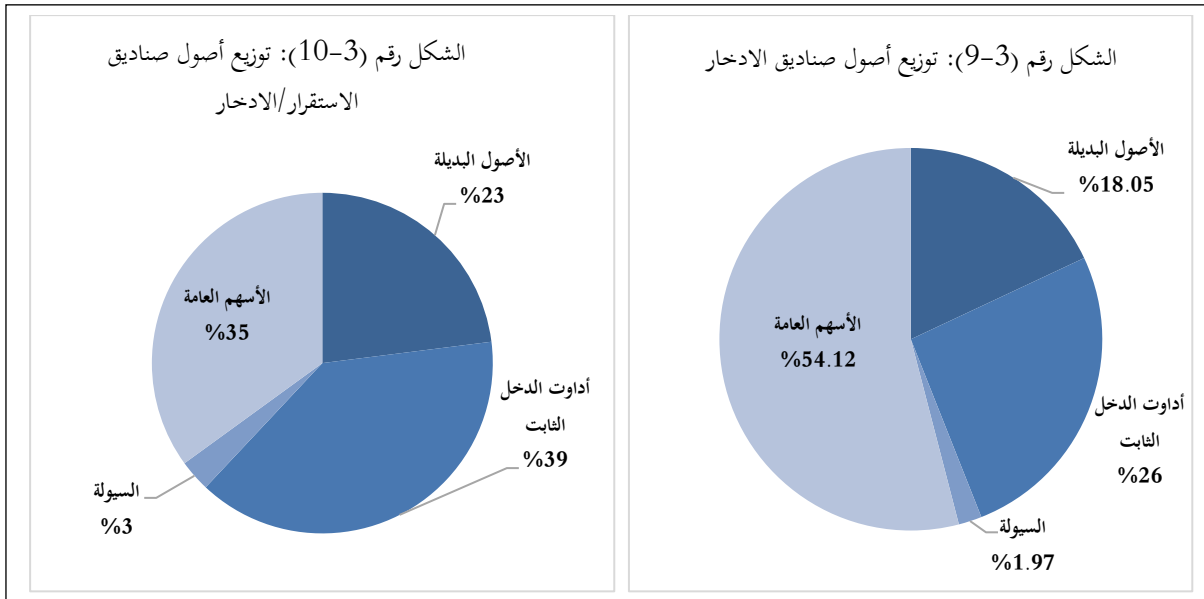
المصدر: Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, op.cit, p 24.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تتوزع على العديد من القطاعات سواء على المستوى المحلي أو العالمي لكن بنسب متفاوتة، فعلى المستوى المحلي يحتل القطاع النقل النسبة الأعلى المستثمر فيها والمقدرة بـ 41.1%، كما يحتل قطاع الخدمات المالية (بنوك، تأمينات، تجارة) واتصالات نسبة متعادلة بحوالي 22%، أما على المستوى العالمي فيتحل الخدمات الشخصية والمالية نسبة تفوق 40%، 25% لقطاع العقارات، إضافة إلى قطاع النقل، البنية التحتية والفنادق والمطاعم، أما القطاع المالي فيحتل فقط 2.7% من حجم الاستثمارات العالمية لصناديق السيادية.

## 2- التوزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب فئات الأصول

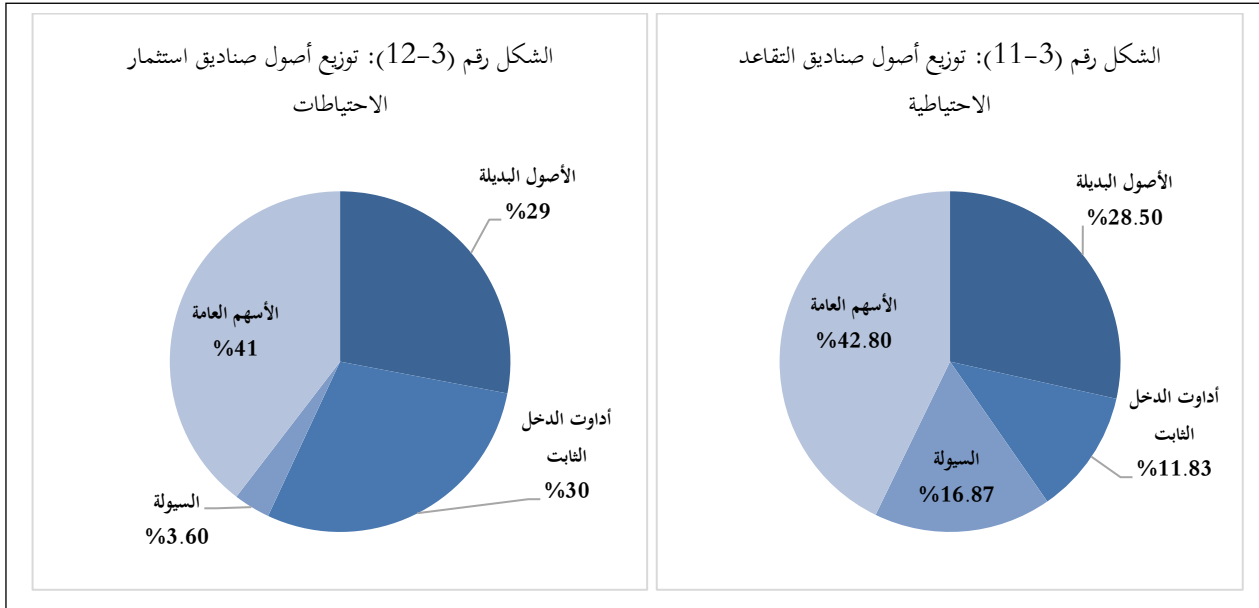
تحدد فئات الأصول المستثمر فيها من قبل صندوق الثروة السيادي حسب الاستراتيجية الاستثمارية الخاصة به، والتي تتحدد طبقاً لأهدافه، وعليه فالأصول الاستثمارية المستهدفة تختلف من صندوق إلى آخر، وفي دراسة بعنوان "Analysis of sovereign funds: From assets allocations to growth" لعينة من 14 صندوق ثروة سيادي من قبل "Antonia Ficova" تم مقارنة فئات الأصول الخاصة بكل من صناديق الادخار، صناديق الاستقرار/الادخار، صناديق التقاعد الاحتياطية، صناديق استثمار الاحتياطيات، وقد تم تصنيف الأصول إلى أربع فئات أساسية وهي: 1/ الأصول البديلة "Alternative Assets" كالأسهم الخاصة، صناديق التحوط، السلع، البنية التحتية، 2/ أدوات الدخل الثابت "Fixed income" كسندات وأذونات الخزينة، سندات الشركات، 3/ السيولة "Cash" وتضم الحسابات الجارية، أو الأدوات النقدية المكافئة "cash-equivalent instruments"، 4/ الأسهم العامة محلية أو عالمية والخاصة بالأسواق المتقدمة أو الناشئة.

والشكليين التاليين يحددان فئات الأصول المستهدفة من طرف صناديق الادخار وصناديق الاستقرار/الادخار على النحو التالي:



المصدر: Antonia Ficova, "Analysis of sovereign funds: From assets allocations to growth", Global Journal of Management and Business Research: Finance, Volume 15, Issue 9, 2015, Version 1, p68.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أنه بالنسبة لصناديق ذات هدف استقرار/ادخار تتجه الاستثمارات بنسب أكبر نحو أدوات الدخل الثابت والأسهم العامة، وبنسبة أقل في الأصول البديلة، أما السيولة فتحتل النسبة الأقل بحيث لا تتعدى 3% فقط، أما النسبة الأكبر المستثمر فيها في صناديق الادخار هي الأسهم العامة (تجاوزت 50%)، أما النسبة المتبقية فهي موزعة بين الأصول البديلة وأدوات الدخل الثابت، والسيولة فيها لا تتعدى 2% فقط. أما فئات الأصول الخاصة بصناديق التقاعد الاحتياطي، وصناديق استثمار الاحتياطيات فهي محدد على النحو التالي:



المصدر: Antonia Ficova, Ibid., p68.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن استثمارات صناديق التقاعد الاحتياطية تتجه نحو الأسهم العامة بنسبة أكبر، تليها الأصول البديلة بنسبة أقل، كما أن هذه الصناديق لديها سيولة أكبر مقارنة بالأنواع الثلاثة الأخرى، التي لم تتجاوز فيها 3%، كما تستثمر أيضا في أدوات الدخل الثابت لكن بنسبة أقل، أما صناديق استثمار الاحتياطيات فتستثمر بنسبة أكبر في الأسهم العامة وبنسبة متساوية بين أدوات الدخل الثابت والأصول البديلة، في حين أن السيولة لديها تحتل النسبة الأضعف وهي 3,6%.

من خلال الأشكال الأربعة أعلاه يتضح أن الأصول المستثمر فيها تتحدد حسب هدف الصندوق السيادي، فصناديق الاستقرار/الادخار أصولها متوازنة تقريبا بين الأسهم وأدوات الدخل الثابت، أما صناديق الادخار فتتركز أكثر على الأسهم لأنها تركز على العوائد، أما استثمار الاحتياطيات فتتركز أيضا على الأسهم وبنسب متساوية بين الأصول البديلة وأدوات الدخل الثابت إلا أن صناديق التقاعد بالإضافة إلى اعتمادها على الأسهم تحتفظ بسيولة أكبر.

وبالتالي استثمارات الصناديق السيادية تتجه عالميا، وبدرجة أكبر نحو أمريكا الشمالية، ضمن قطاعات متعددة تحتل فيها الخدمات الشخصية والمالية نسبة أكبر، أما فئات الأصول تتحدد أساسا حسب هدف الصندوق، من خلال المفاضلة بين الأسهم العامة، أدوات الدخل الثابت، والأصول البديلة، إضافة إلى الاحتفاظ بنسبة معينة من النقد.

## المبحث الثاني: أثر استثمارات صناديق الثروة السيادية محليا وعالميا

يتناول المطلب الموالي الدور الذي يمكن أن تسهم به صناديق الثروة السيادية على مستوى الاقتصاد المحلي أي الدول المنشئة لها، وكذا على مستوى العالم، وتحديد أهم المنافع والتكاليف من وراء إنشاء هذه الصناديق، إضافة إلى كيفية الاستفادة من الصناديق السيادية لتخفيف آثار الأزمات المالية والاقتصادية.

## المطلب الأول: أثر استثمارات صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد المحلي

سيتم التركيز على أثر صناديق الثروة السيادية على اقتصاديات الدول المالكة لها، من خلال التأثير على متغيرات الاقتصاد الكلي.

## أولا/ أثر صناديق الثروة السيادية على المتغيرات الاقتصادية الكلية

تمارس صناديق الثروة السيادية دورا مهما على مستوى الاقتصاد المحلي، وذلك من خلال تأثيرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية والسياسات الكلية في الاقتصاد المحلي، ويمكن استخدام الصناديق السيادية لتحقيق العديد من أهداف الاقتصاد المحلي أهمها الاستقرار المالي، واستثمار الفوائض المالية في إطار مهني متكامل، وتأكيد الشفافية والمصداقية في إدارة الأصول المالية الحكومية، ولتأكيد هذا الهدف يجب إدراج نتائج أعمال الصناديق السيادية في ميزانية الدولة، وتسمح أيضا بخفض تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات، ونقل عوائد الموارد الطبيعية للأجيال القادمة، كما تسمح بتنوع مصادر الناتج المحلي الإجمالي (PIB)، وإيجاد مصدر للدخل منتظم منفصل عن أسعار الموارد الطبيعية التي تمتاز بخاصية النضوب.<sup>1</sup>

وعليه فإن لصناديق الثروة السيادية دور مهم في إدارة الاقتصاد الكلي، وبالتالي ينبغي أن يكون إنشاؤها بالتنسيق الوثيق مع المؤسسات الحكومية الأخرى، فأصول صناديق الثروة السيادية (والعوائد التي تولدها) قد يكون لها تأثير كبير على المالية العامة، الأوضاع النقدية، الحسابات الخارجية وروابط الميزانية العامة مع بقية العالم (انظر الملحق رقم 2 و3)، وبشكل خاص:<sup>2</sup>

- قد تتأثر السياسة المالية بقواعد التمويل والسحب بصناديق الثروة السيادية، والتي تكون مستمدة عادة من القانون المالي.

- قد تتأثر السياسة النقدية بالتقلبات الواسعة في الإيرادات المالية والتأثيرات المترتبة على التقلبات الدورية للطلب الكلي، والتي تؤثر عادة على التضخم وسعر الصرف الحقيقي.

- كما يمكن التخفيف من تقلبات سعر الصرف من خلال الاستثمار بموارد صناديق الثروة السيادية بالخارج.

إن الطريقة التي تندرج بها صناديق الثروة السيادية على نحو ملائم في إطار السياسات المحلية، وفي تنسيق السياسات، مسألة لها أهميتها، وبوسع صناديق الثروة السيادية محكمة التصميم أن تدعم السياسات المالية والنقدية وإدارة السيولة،

<sup>1</sup> انظر:

- هشام حنضل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 34، 35.

- Démarolle Alain, op.cit, p11

<sup>2</sup> Abdullah Al-Hassan et al., Op.cit., P. 07.

ومع ذلك فإن هذه الصناديق قد تطرح أيضا تحديات في مجال السياسة الاقتصادية الكلية، ولذلك فمن الضروري أن يكون ثمة تنسيق جيد بين هذه الصناديق والسلطات المالية والنقدية لضمان تحقيق أهداف السياسات الكلية.<sup>1</sup> وقد تضمنت مبادئ سنتياغو معالجة القضايا الرئيسية المرتبطة بعمل صناديق الثروة السيادية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية المحلية، من خلال التنسيق الملائم بين عمليات صندوق الثروة السيادية وسلطات السياسات الاقتصادية الكلية (المبدأ 3)، واتساق قواعد واضحة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية إزاء التمويل والسحب مع هدف سياسات الصندوق (المبدأ 4)، إضافة إلى تضمين مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية بيانات عن صندوق الثروة السيادية لتسهيل تحليل السياسة الاقتصادية (المبدأ 5).<sup>2</sup>

من بين الأعمال التي حاولت دراسة التأثيرات الاقتصادية الكلية لصناديق الثروة السيادية، دراسة "Etemad"<sup>3</sup> سنة 2014، حاول هذا الأخير استكشاف أثر صناديق الثروة السيادية على تقلبات المتغيرات الكلية (ومن أهمها: سعر الصرف الحقيقي، الانفاق الحكومي الحقيقي، ومؤشر أسعار الاستهلاك)، أظهرت نتائج الدراسة بأن الحجم الأكبر من الصناديق يبدو بأنه يخفض بشكل طفيف التقلب بالإنفاق الحكومي. أيضا، في دراسة تحليلية لصناديق الثروة السيادية، خلصت "Ficova"<sup>4</sup> سنة 2015 إلى أن تلك الصناديق سيكون لها دور كبير في تشكيل الاقتصاد العالمي في المستقبل. خاصة بالنظر إلى الحجم الكبير الذي ستكون عليه صناديق الثروة السيادية مما هو عليه اليوم، مع سيولة عالية أكثر، وأقل حساسية مقارنة بصناديق التحوط (Hedge funds) على سبيل المثال. علاوة على ذلك، اعتبرت "Ficova" بأن استثمار الدولة في صناديق الثروة السيادية يرتبط بشدة بمتغيرات منها: الناتج المحلي الإجمالي، حجم الصادرات من السلع والخدمات، وإجمالي الدين الحكومي العام.

في الأخير، قدم كل من "Selfin" وآخرون<sup>5</sup> سنة 2011، تحليلا لبعض التأثيرات المحتملة لصناديق الثروة السيادية على اقتصاد الدولة المالكة لها. بالتركيز على اقتراحات النظرية الاقتصادية التي تشير بأن التأثيرات المحتملة قد تركز على التضخم، أسعار الصرف، الاقتراض الحكومي والنمو. كما قد يكون للصناديق تأثيرات واسعة على الحوكمة والفساد. هذه التأثيرات يلخصها الشكل الموالي:

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 271.

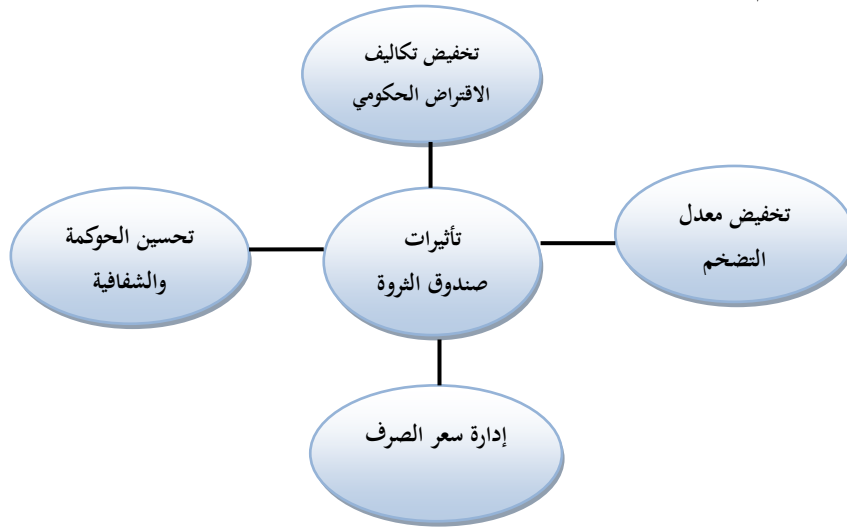
<sup>2</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهون، مرجع سبق ذكره، ص 65، 66.

<sup>3</sup> Alexander Etemad, "Effectiveness of sovereign oil funds as instrument of macroeconomic stability", 2014, Available at: <https://ssrn.com/abstract=2435836>, Accessed at: 26/12/2016.

<sup>4</sup> Antonia Ficova, op.cit, pp 64-74.

<sup>5</sup> Yael Salfin et al., "The impact of sovereign wealth funds on economic success", Economic View, October 2011.

الشكل رقم (3-13): التأثيرات المحتملة لصندوق الثروة السيادي على اقتصاد الدول المالكة لها



Yael Salfin et al., Ibid, p4.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن للصناديق السيادية تأثير على متغيرات الاقتصاد الكلي، فمن خلال إدارة الفوائض المالية لدولة واستثمارها خارجا من شأنه أن يخفض معدل التضخم ويحافظ على استقرار سعر صرف العملة، أما توليد عوائد طويلة المدى على هذه الفوائض يوفر دخل للحكومة، كما أن هذه الصناديق تساهم في حوكمة وشفافية إدارة الموارد المالية للدولة.

تتحدد الآثار المحتملة لصناديق الثروة السيادية على سياسات اقتصاد الكلي للدولة المنشئة لها أو الدولة الأم (Home country) من خلال أربع نواحي وهي:<sup>1</sup>

### 1. السياسة المالية

يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تكون أداة مفيدة للسياسة المالية، شرط أن تكون متناسقة بشكل جيد في إطار شامل للإدارة المالية العامة، وبالتحديد يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تحقق الاستقرار المالي و/أو إدخار الموارد المالية لأغراض طويلة الأجل، كما يمكن لها أن تضع أطرا أكثر مهنية وشمولية للاستثمار وإدارة المخاطر، وتعزيز الشفافية والمساءلة في إدارة الأصول المالية الحكومية، كما وقد تؤدي الإدارة السليمة لصندوق الثروة السيادية إلى عوائد معدلة وفقا للمخاطر أعلى (risk-adjusted returns)، كما يمكن أن تساعد في تخفيض (أو القضاء) من تكلفة الفرصة البديلة للممتلكات الاحتياطية.

ومن ناحية أخرى يمكن أن تشكل صناديق الثروة السيادية مخاطر مالية وذلك عندما يتم إدارتها بشكل سيء، وأظهرت التجارب الدولية بشأن صناديق النفط التي تتمتع بقواعد تشغيل صارمة وتستخدمها السلطة بشكل مستقل، أو تلك التي تشارك في أنشطة شبه مالية (بما في ذلك الاقتراض) أنها قد أدت إلى تجزئة عملية الموازنة (fragmentation of the budget process)، وهو ما يؤدي إلى نتائج سلبية محتملة على كفاءة (وشفافية) تخصيص

<sup>1</sup> International Monetary Fund (IMF), **Sovereign Wealth Fund-A Work Agenda**, prepared by Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments Approved by Mark Allen, Jaime Caruana, 29 February 2008, p p 10, 12.

الموارد وإدارة السيولة، لاسيما عندما تكون آليات الضبط والمراقبة ضعيفة، ومن ناحية أخرى فمن الضروري عند عمليات التقييم الخاص بالقدرة على إيفاء التزامات القطاع العام (ملاءة القطاع العام) وكذلك استمرارية الدين أن تؤخذ صناديق الثروة السيادية في الاعتبار.

ركزت معظم الدراسات على الآثار المالية لاسيما الدور الذي يمكن أن تلعبه الصناديق النفطية (صناديق الاستقرار والتثبيت الاقتصادي) وهي نوع من الصناديق السيادية في تقليص عدم الاستقرار المالي في ظل تذبذبات الأسعار العالمية للنفط، باعتبار أن أحد الأهداف التي أنشئت من أجلها تلك الصناديق (إضافة إلى صناديق الادخار للأجيال القادمة) يتمثل في التأمين المالي الذاتي الذي تقدمه للحكومة في ظل الدرجة الكبيرة من التذبذبات في أسعار النفط، والتي يمكن أن تنتقل إلى الانفاق المالي، وقد كانت النتائج متناقضة،<sup>1</sup> وقد لاحظت دراسة لباحثين من صندوق النقد الدولي\*، من استعراض تجارب العديد من صناديق استقرار العائدات النفطية، أن وجود تلك الصناديق لا يساهم في الانضباط المالي وفي تجنب الاقتصاد النفطي من مخاطر تقلبات الإيرادات، وأن التجارب الناجحة (مثل صندوق التقاعد في النرويج) لا يعود إلى وجود الصندوق، ولكن إلا الانضباط المالي ووضوح السياسات المالية والنقدية والشفافية في تلك الدولة، ولكن في دراسة أخرى\*\* شملت تسعة بلدان نفطية لديها صناديق استقرار للعائدات، وستة بلدان نفطية أخرى ليس لديها صناديق مستقلة لإدارة المالية العامة، تبين أن وجود الصناديق يساهم في الحد من التقلبات في مؤشرات الاقتصاد الكلي، وبشكل عام فإن وجود صندوق لاستقرار العائدات النفطية في الدول لا يغني عن ضرورة وجود قواعد مالية واضحة ودرجة من المساءلة والشفافية في صياغة وإدارة المالية العامة عموماً.<sup>2</sup>

## 2. السياسة النقدية

يأتي تأثير الصناديق السيادية في سعر صرف عملة الدولة المنشئة لها سواء من خلال تحويل الأصول المحلية للاستثمار في الخارج، أو من خلال تحويل الإيرادات من الخارج لداخل الاقتصاد الوطني أو كليهما، فضلاً عن تأثير الصناديق من خلال الاستثمار في الأصول المحلية، إذ سيؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على تلك الأصول فتتضخم أسعارها مما ينجم عنه مشكلات تضطر معها السلطات النقدية إلى ضخ الأموال في الاقتصاد وما لذلك من آثار تضخمية وخيمة على نواحي الاقتصاد الوطني كافة، وكما سبق القول فإنه من الضروري إدراج الصناديق السيادية في ميزانية الدولة المنشئة لها، للتأكد من أن إدراج أصول تلك الصناديق يتوافق والأهداف المالية للدولة، وفي ضوء ذلك لا بد أن تتحدد أهداف الصناديق السيادية من البداية في ضوء أهداف الدولة النقدية والمالية، ومن ثمة تأتي الاستراتيجية الاستثمارية لتلك الصناديق متوافقة ومتسقة مع ميزانية الدولة وأهدافها، وتمارس صناديق الثروة السيادية أثراً إيجابياً من

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص ص 274، 275.

\* Jeffrey Davis et al., **Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications**, occasional paper 205, Washington, DC: International Monetary Fund, 2001.

\*\* Ghaith Shabsigh and Nadeem Ilahi, **Looking Beyond the Fiscal: Do Oil Fund Bring Macroeconomic Stability?**, Working Paper 07/96, International Monetary Fund (IMF), August 2007.

<sup>2</sup> ماجد المنيف، مرجع سبق ذكره، ص ص 250، 251.

ناحية أخرى، حيث أن استثمار الفوائض المالية سواء في الداخل أو الخارج، يؤدي إلى توزيع تلك الفوائض والعوائد المحققة من استثمارها على قطاعات عديدة بالاقتصاد الوطني، ومن ثمة يتجنب الاقتصاد الوقوع في الآثار السلبية التي تنجم على المرض الهولندي.<sup>1</sup>

### 3. ميزانية القطاع العام

يعتبر تحسين إدارة الميزانية العمومية للقطاع العام أهم دافع وراء إنشاء صناديق الثروة السيادية، وضمان أن استراتيجية إدارة أصول صناديق الثروة السيادية متسقة مع الأهداف المالية الكلية للاقتصاد، مع الأخذ بالاعتبار المخاطر المرتبطة بها، ويكون لأهداف صناديق الثروة السيادية آثار على سياسة الاستثمار واستراتيجية إدارة الأصول، ومثال على ذلك صناديق الاستقرار التي تعتمد على أهداف قصيرة إلى متوسطة الأجل، عادة ما تكون أكثر تحفظاً في تخصيص الأصول الاستراتيجية الخاصة بها، معتمدة في ذلك على آفاق استثمارية قصيرة الأجل، وعوائد منخفضة المخاطر، وعلى عكس ذلك تهدف صناديق الثروة السيادية ذات الأهداف طويلة الأجل عادة إلى تحقيق عوائد أعلى على المدى الطويل وبالتالي تحمل مخاطر أعلى، ويمكن لصناديق الثروة السيادية التحوط ضد مخاطر معينة أن تحتفظ بأصول ترتبط ارتباطاً سلبياً مع الصادرات الأساسية للبلد لتعويض صدمات معدل التبادل التجاري.

### 4. الاستقرار الخارجي

قد يكون لصناديق الثروة السيادية آثار هامة في عملية تقييم الاستقرار الخارجي في كل من الحساب الجاري وحساب رأس المال، وهي عملية مرتبطة بمراقبة البلدان ذات صناديق ثروة سيادية، وكذلك بالنسبة للدول التي تتلقى تدفقات مالية داخلية كبيرة من صناديق الثروة السيادية.

فبالنسبة للدول التي تملك صناديق ثروة سيادية، قد يكون لصناديق الثروة السيادية جزءاً رئيسياً في عملية تقييم الاستقرار الخارجي، فبالنسبة لمصدري السلع يكون من الملائم إدارة حساب جاري مؤقت للفائض أثناء المدة التي يتم بها استخراج الموارد وتصديرها وكذلك سحب الأصول بعد استنزاف الموارد، ومن ثمة من الضروري أن يؤخذ في الحسبان تأثير صدمات الأسعار المؤقتة واستنزاف الموارد الطبيعية عند تشكيل وجهة نظر بشأن وضع الاستقرار الخارجي للبلاد، أما بالنسبة للدول الأخرى ذات صناديق ثروة سيادية حيث تراكم صافي الأصول الأجنبية مرتبطاً في بعض الحالات بسياسات سعر الصرف، فمن المحتمل أن يكون تقييم الاستقرار الخارجي أقل تأثراً بتقلبات أسعار السلع، وفي هذه الحالات قد تستهدف سياسات سعر الصرف استراتيجية التنمية الموجهة نحو التصدير (export-oriented development strategy)، أو الرغبة في التأمين الذاتي ضد المخاطر المالية والاقتصادية، وسيحتاج تقييم الاستقرار الخارجي النظر إلى كفاية الاحتياطات من الأصول الأجنبية.

وبالتالي تأثير صناديق الثروة السيادية محلياً له جانبين، أثر إيجابي كتحقيق الاستقرار والادخار للأجيال القادمة، وكذا الشفافية في إدارة الأصول المالية، كما يمكن أن يكون لها أثر سلبي من جانب آخر، إذا تم إدارتها بشكل سيء، وغير متسق مع التوجهات العامة للسياسة الاقتصادية الكلية للدولة المالكة لها.

<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 276، 277.



ثانيا/ التكاليف، المنافع الاقتصادية والمالية لصناديق الثروة السيادية محليا

يمكن تحديد أهم التكاليف وكذا المنافع من وراء إنشاء صناديق الثروة السيادية على المستوى المحلي من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-1): تكاليف، مخاطر ومنافع صناديق الثروة السيادية في الدول المالكة لها

<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ الفرصة الضائعة في صورة الناتج المحلي الضائع، وبصفة خاصة الناتج غير النفطي، الذي كان من الممكن الحصول عليه فيما لو تم استثمار تلك الأموال داخل البلدان المنشئة للصناديق.</li> <li>➤ فرص التوظيف التي كان من الممكن توفيرها للعاطلين عن العمل من المواطنين، فيما لو تم استثمار هذه الأموال داخليا، ومن ثمة فإنها تحل مشكلة البطالة في الخارج، بينما تتعمق المشكلة في الداخل.</li> <li>➤ انخفاض معدلات النمو الاقتصادي التي كان من الممكن بلوغها فيما لو تم استثمار تلك الأموال في الداخل.</li> <li>➤ تدني العوائد التي تحصل عليها البلدان المنشئة للصناديق من تلك الاستثمارات، إذ تحصل على نسبة مفوية من الربح لا تتناسب مع تكلفة الفرصة البديلة لتلك الاستثمارات، بالنظر إلى الفوائد التي يمكن أن تعود عليها إذا ما تم استثمار هذه الأموال بكفاءة في الداخل.</li> </ul>	<p><b>التكاليف الاقتصادية والمالية</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ تخفض حدة الدورات الاقتصادية وكذلك اجتناب هذه الدورات (الرواج والكساد).</li> <li>➤ تسهل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها المالية العامة من صادرات السلع وعمليات الخصخصة.</li> <li>➤ تسمح بالمزيد من التنوع في أصول المحفظة، وزيادة التركيز على العائد مقارنة بالأصول الاحتياطية التي يديرها البنك المركزي.</li> <li>➤ الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات وحصول الدولة على دخل لتغطية عجزها المالي لسبب أو لآخر.</li> <li>➤ يعكس زيادة التنوع وتوخي الحذر في تحقيقه الإدارة السليمة والمسؤولة للأصول في حالة الاقتصاديات التي تتمتع بأصول احتياطية أجنبية وفيرة.</li> </ul>	<p><b>المنافع الاقتصادية والمالية</b></p>

المصدر: صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص ص 285، 287. بتصرف

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن إنشاء صندوق ثروة سيادي يحمل حقيقة منافع اقتصادية ومالية على الدول المالكة لها، كالتخفيض من تكلفة الفرصة البديلة الناجم عن الاحتفاظ بالأصول الاحتياطية الفائضة لدى البنك المركزي، وبالتالي تحقيق قدر من التنوع، والادخار للأجيال القادمة، كما يمكن أن تتحمل من ناحية أخرى العديد من التكاليف التي لا بد من أخذها بعين الاعتبار، كالناتج الضائع الذي كان من الممكن الاستفادة منه لو تم استثمار موارد الصندوق محليا، وكذا فرص التوظيف الضائعة، وانخفاض معدلات النمو محليا.

ثالثا/ الجانب العملي لكيفية استخدام صناديق الثروة السيادية في تخفيف آثار الأزمات المالية والاقتصادية

علاج الأزمة المالية وما ينجم عنها من ركود، يتطلب اتخاذ السلطات المحلية حزمة من الإجراءات والسياسات التي تهدف إلى دعم الجهاز المصرفي وإنعاش الطلب الكلي والعمل على زيادة فرص العمل أو على الأقل تخفيف حدة البطالة، فضلا عن دعم الاستثمار، إن دعم الجهاز المصرفي أثناء الأزمات المالية ولا سيما في البداية يحول دون زعزعة ثقة العملاء والمستثمرين ويأتي ذلك من خلال تزويد القطاع المصرفي برؤوس أموال من جهة والدعم المالي للمصارف، ولاسيما تلك المتوقع تأثرها بالأزمة بدرجة أكبر من غيرها، ويمكن أن تسهم الصناديق السيادية من خلال إيداع جزء من أرباحها لدى المؤسسات المالية المحلية، وكذلك تمويل جزء من استثماراتها للاستثمار في المنتجات المالية لتلك

المؤسسات، وفي حالة تحول الأزمة من القطاع المالى إلى القطاع الحقيقي يجب اتخاذ حزمة من السياسات الكلية للحد من آثار الأزمة على الاقتصاد الوطنى وهنا يلزم اتخاذ سياسات توسعية لتنشيط الطلب الكلى أو على الأقل العمل على عدم انكماشه، ويأتى ذلك من خلال ضخ أموال فى الاقتصاد الوطنى.<sup>1</sup>

### المطلب الثانى: أثر استثمارات صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد العالمى

بما أن الوجهة الأساسية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية نحو الخارج، فلا بد من تحديد أثر ذلك على استقرار الاقتصادات المستقبلية لها وكذا على المستوى العالمى ككل، وهو ما سيتم تناوله فى هذا المطلب إضافة إلى تحديد أهم المخاطر الاستثمارية من جراء الاستثمار نحو الخارج.

### أولاً/ تأثير صناديق الثروة السيادية على أسعار الأصول المالية للمؤسسات المستهدفة

غالباً ما يتسبب الإعلان عن مشروع دخول صندوق ثروة سيادية فى رأسمال مؤسسة إلى ارتفاع فى أصولها، حتى قبل البدء فى عملية شراء الأوراق المالية،<sup>2</sup> فبعض الدراسات منها (Kotter et Le1 2008, Roymond 2008, Chhaochharia et Laeven 2008) توصلت إلى أنه على المستوى الاقتصاد الجزئى، الإعلان عن دخول صندوق ثروة سيادية فى رأسمال مؤسسة معينة له أثر إيجابى على المدى القصير على الأسعار السوقية لأسهم المؤسسة، والنتيجة المتوصل إليها هذه يمكن أن تفسر من خلال عدة أسباب: الدخول فى الرأسمال يتم قبوله بشكل إيجابى فى السوق المالى ككل (consensus de marché) بما فيه المؤسسة المستهدفة، إضافة إلى ذلك فإن دخول وسيط حكومى (véhicule étatique) يسمح بتخفيف القيود المالية (باعتبار أن قبل عملية الاستثمار هذه تكون معظم المؤسسات المستهدفة فى حالة مالية ضعيفة) وبالتالي تقدم العون لها (Gilet de sauvetage)، وأخيراً من خلال حجم صندوق الثروة السيادية الذى يمارس ضغطاً قوياً من حيث الطلب على الأسهم، والذى يؤدي بدوره إلى ارتفاع الأسعار السوقية للأسهم.<sup>3</sup>

أما على المدى المتوسط وطويل الأجل، فتأثير وجود صندوق ثروة سيادية فى رأسمال المؤسسة على أسعار أسهمها متباين حسب الاستراتيجية المتبعة من قبل الصندوق السيادى، فإذا كان يعتمد إستراتيجية سلبية (une stratégie passive)، فإن تقييم أسعار الأسهم لا يتأثر بعملية دخول الصندوق فى رأسمال المؤسسة، باعتبار أن وضع الاستثمار السلبي لا يسمح لصناديق الثروة السيادية رغم كبر حجمها بمراقبة الفريق الإدارى للمؤسسة، على عكس إذا كان يعتمد إستراتيجية نشطة (une stratégie active) فإن للصندوق الحق فى التأثير على سلوك الفريق الإدارى، فيمكن للأسعار أن تتأثر إيجابياً بطريقة دائمة، إذا راهن العاملون على تحسن حوكمة ورجحية المؤسسة المستهدفة، ويمكن أن تتأثر الأسعار بطريقة سلبية إذا كان للصندوق السيادى أهداف إستراتيجية تتعارض مع رجحية المؤسسة المستهدفة،

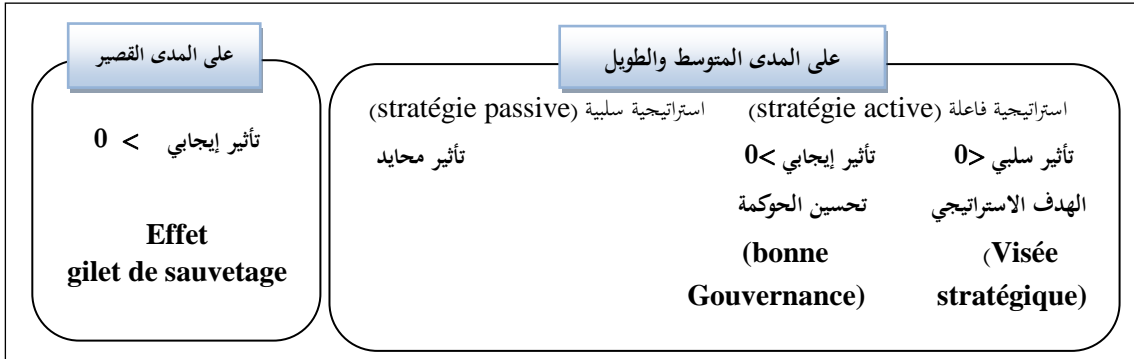
<sup>1</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص339.

<sup>2</sup> Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, **Fond souverains et stabilité financière internationale « nouveau acteurs, nouveau enjeux et nouvelle gouvernance »**, EAS- F.S.E.G. de Mahdia –université de Monastir- Tunisie, p8.

<sup>3</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit., p64.

ويمكن أن يؤدي ذلك إلى خلاف مع سلطات الدول المستضيفة (المستقبلية للصندوق).<sup>1</sup> وهو ما يلخصه الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-14): تأثير صناديق الثروة السيادية على الأسعار السوقية للمؤسسة المستهدفة



المصدر: Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, Ibid., p9.

أما على مستوى الاقتصاد الكلي، فالتأثير العالمي لصناديق الثروة السيادية على أسعار الأصول من الصعب إدراكه، لأنه يتحدد تبعا لحجم الصناديق في المستقبل إضافة إلى استراتيجية توزيع الأصول الخاصة بها، والتي لا يمكن معرفتها في الوقت الحاضر.<sup>2</sup>

ثانيا/ الدور التوازني لصناديق الثروة السيادية على اقتصادات الدول المستقبلية لاستثماراتها

نمت صناديق الثروة السيادية من حيث أعدادها وحجم أصولها وكذا استثماراتها، لكن تبقى متواضعة على المستوى العالمي مقارنة بهيئات مالية أخرى، وفي تقرير لشركة TheCityUK حول صناديق الثروة السيادية والصادر في جوان 2015 قدم مقارنة بين حجم صناديق الثروة السيادية لسنة 2013 مع هيئات مالية عالمية أخرى، كما هو موضح على النحو التالي:

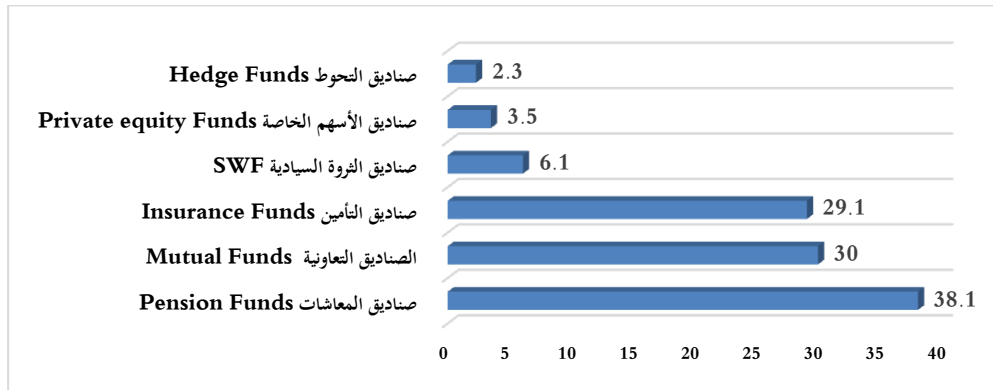
<sup>1</sup> أنظر:

-Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane p10.

-Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit., p64.

<sup>2</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit., p65.

الشكل رقم (3-15): مقارنة حجم صناديق الثروة السيادية لسنة 2013 مع هيئات مالية عالمية (ترليون دولار أمريكي)



المصدر: TheCityUK, UK, The leading Western Centre For sovereign wealth funds, London, June 2015, p7.

من خلال الشكل أعلاه يظهر أن حجم صناديق الثروة السيادية متواضعا مقارنة بالهيئات المالية الأخرى، فهي تمثل تقريبا ما نسبته 16% من حجم صناديق المعاشات، و20% من حجم كل من صناديق التأمين وصناديق التعاونية فقط، في حين تبقى أكبر حجما مقارنة بصناديق التحوط والأسهم الخاصة. رغم ذلك يمكن لصناديق الثروة السيادية أن يكون لها دور توازني على اقتصادات الدول المستقبلية لاستثماراتها، وعلى الاقتصاد العالمي ككل وذلك من خلال عدة أوجه:

### 1- التأثير من خلال آجال الاستثمار

تستثمر صناديق الثروة السيادية على المدى الطويل، وسعيها لتحقيق عوائد طويلة الأجل، وعدم وجود متطلبات رأس مال محدد، سوف يقلل خطر التصفية السريعة للاستثمارات، وما يترتب عن ذلك من عدم استقرار، فمن خلال الاستثمارات طويلة الأجل على عكس المؤسسات الاستثمارية الأخرى مثل صناديق التحوط يمكن تحملها للتقلبات المالية قصيرة الأجل، وعليه يمكن لصناديق الثروة السيادية المساهمة في التخفيف من التقلبات المالية، وضمان استقرار الأسواق، وعلى هذا الأساس يمكن أن تمارس دور المقرض الأخير في توفير السيولة للأسواق التي تعاني من صعوبات مالية وذلك نظرا لحجم أصولها الكبير (أو كما يسمى الاستثمار عكس حركة اتجاه السوق).<sup>1</sup>

### 2- التأثير من خلال تنويع الاستثمارات

تدار احتياطات الصرف الأجنبي تقليديا بناء على من معياري الأمان والسيولة، وتحتل السندات الحكومية مكانة مهمة في المحفظة الاستثمارية للسلطات النقدية مع الحصول على عوائد منخفضة، ولكن لزيادة العائد على توظيفاتها أنشأت البنوك المركزية صناديق سيادية بحيث يمكن توسيع نطاق استثماراتها بدمج أصول أكثر خطورة كالأسهم في محفظتها الاستثمارية، ويمكنها المساهمة من التخصيص الأمثل للدخار العالمي إذا كانت تعمل بعيدا عن الاعتبارات

<sup>1</sup> انظر:

- Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, op.cit., p 12, 13.

- Tamara Gomes, **The impact of sovereign wealth funds on international financial stability**, discussion paper N° 2008-14, Bank of Canada, September 2008, p8.

الجيوسياسية، وتخفيف قيود التمويل على المؤسسات المستهدفة،<sup>1</sup> يسمح التنوع لصناديق الثروة السيادية توزيع المخاطر في محافظتها عبر مجموعة من الأصول والعملات، وبالتالي تقليل اعتمادها على سعر أصل واحد (كأسعار البترول)، وتكوين صناديق الثروة السيادية لمحافظة أكثر توازنا ليس من شأنه فقط تحقيق عوائد أكبر وإنما توفير تغطية لاستثماراتها ضد تقلبات السوق واستقرار في مداخيلها.<sup>2</sup>

### 3- الصناديق السيادية والاتجاهات الجديدة لتدفقات الأموال العالمية

أنشئت صناديق الثروة السيادية في الأصل من اختلالات الاقتصاد العالمي، والمتمثلة في الفوائض والعجزات في موازين المعاملات الجارية وموازن المدفوعات، والتي انعكست في تراكم الفوائض في مجموعة من الدول المصدرة للنفط والدول الناشئة والصاعدة، وتزايد العجزات في مجموعة أخرى من الدول كثير منها من الدول المتقدمة، وقد ترتب على هذا الوضع تراكم متزايد من الاحتياطات الدولية لدى المجموعة الأولى، والتي كان لابد من إعادة توجيهها في الاقتصاد العالمي عامة والنظام المالي العالمي خاصة، ويمكن النظر إلى صناديق الثروة السيادية على أنها نوع من التدفقات الرأسمالية بين الدول، والتي ترتبط ارتباطا وثيقا بالاختلالات في التجارة الدولية.<sup>3</sup>

تساهم صناديق الثروة السيادية في إقامة التوازن العالمي، من خلال توجيه تدفقات رأس المال من دول ذات فائض مالي (الشرق الأوسط، الصين) إلى دول ذات عجز مالي (الولايات المتحدة الأمريكية خاصة من خلال سندات الخزينة الأمريكية) وذلك لتوظيف فائض الادخار لديها، كما تساهم في توزيع الفقاعة المالية الناتجة عن عدم التوازن المالي العالمي على مجموعة واسعة من الأصول المالية، وهذه الطريقة في إعادة توجيه الاحتياطات الرسمية الفائضة لا تعني فقط دعم الاقتصاد المحلي للدول المنشئة للصناديق السيادية وإنما أيضا تصحيح المالية العامة للدول الغربية ودعم النمو العالمي طويل الأجل.<sup>4</sup>

ومن ناحية أخرى فإدارة صناديق الثروة السيادية لاحتياطي الصرف الأجنبي ودعمها للاستقرار العالمي يعتمد على حجم الاحتياطات من مخزون المواد الأولية (بالنسبة للدول التي تعتمد على ريع النفط)، ومن ناحية أخرى على التغيرات في السياسة الاقتصادية (بالنسبة للدول التي تعتمد على التصنيع)، فمثلا تطّلع الشعب الصيني لتحسين نمط الحياة سوف يؤدي ذلك إلى نظام أكثر توجهها نحو الطلب الداخلي، وكذا انخفاض حجم احتياطات النقد الأجنبي، وهذا من شأنه أن يحد من دور صناديق الثروة السيادية الصينية في الاقتصاد العالمي.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, op.cit., p13.

<sup>2</sup> Tamara Gomes, Ibid., p7.

<sup>3</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 263.

<sup>4</sup> Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, op.cit., p p 14, 15.

<sup>5</sup> نفس المرجع، ص 15.

ثالثاً/ المخاطر المعرضة لها استثمارات صناديق الثروة السيادية نحو الخارج

يمكن تصنيف أهم المخاطر التي قد تواجه استثمارات صناديق الثروة السيادية خارج حدودها الوطنية إلى مخاطر اقتصادية، أخلاقية وسياسية، محددة من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-2): المخاطر الاستثمارية التي قد تواجه استثمارات صناديق الثروة السيادية نحو الخارج

<p><b>المخاطر الاقتصادية:</b> تتمثل في:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ المخاطر التي تصاحب استثمار تلك الأموال في الخارج، والناجمة عن تعرض أصول تلك الصناديق السيادية إلى الانهيار مع انهيار أصول المؤسسات التي يتم الاستثمار فيها، لاسيما في وقت الأزمات المالية والاقتصادية.</li> <li>➤ المخاطر المصاحبة للتضخم في الدول المستقبلية، إذ تميل القوة الشرائية لتلك الاستثمارات نحو التناقص بمرور الزمن.</li> <li>➤ الخسائر الناجمة عن تقلبات أسعار العملات (مخاطر الصرف الأجنبي)، والمتمثل في ميل عملات الدول المستقبلية إلى الانخفاض، ومن ثمة تدهور القوة الشرائية لتلك الأصول.</li> </ul>	<p>المخاطر الاستثمارية</p>
<p><b>المخاطر الأخلاقية:</b> ليس هناك ضمان لحسن إدارة الأصول في الدول المستقبلية لتلك الاستثمارات، لاسيما إذا كانت الصناديق لا تمتلك قوة تصويتية ولا تمثل في مجلس الإدارة مما يرفع احتمال الخطر.</p>	
<p><b>المخاطر السياسية:</b> المتمثلة بتغير السياسات الخارجية للدول المستقبلية للاستثمارات وربما تتعرض لخطر التجميد أو التأميم.</p>	

المصدر: صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص ص 285، 287. بتصرف

يتضح من خلال الجدول أعلاه أنه حتى وإن حققت صناديق الثروة السيادية العديد من المزايا جراء استثماراتها الخارجية كتحقيق التنوع والعوائد الأعلى، لكن لا يخلو ذلك من تحملها للعديد من المخاطر التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند إعداد استراتيجياتها الاستثمارية، ومنها مخاطر اقتصادية متعلقة بالأوضاع الاقتصادية والمالية السائدة في البلد، مخاطر متعلقة بسوء تسيير الأصول، وكذا مخاطر متعلقة بالأوضاع السياسية للبلد، إذ كلما كانت الأوضاع الاقتصادية والسياسية مستقرة كلما كانت بيئة جاذبة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية.

## المبحث الثالث أهم القضايا والردود العالمية حول صناديق الثروة السيادية

سبب نمو صناديق الثروة السيادية واتساع نطاق تأثيرها إلى المستوى العالمي ردود أفعال متضاربة بين الدول الغربية، واعتبرت أن مصالحها الوطنية معرضة للخطر، باعتبار أنها تفتقر للشفافية واحتمال اعتمادها على اعتبارات سياسية من خلال تنفيذ استثماراتها، وفي هذا المبحث سيتم تحديد أهم القضايا التي أثّرت حول صناديق الثروة السيادية، وكذا تحديد مواقف أهم الدول الغربية ومنظمات مالية عالمية تجاهها.

## المطلب الأول: أهم القضايا المثارة حول استثمارات صناديق الثروة السيادية

لم تثر صناديق الثروة السيادية اهتمام المحللين والسياسيين قبل نشر تقرير ستانلي مورقان حولها، والذي يتوقع فيه بأن أصولها ستصل 12 ترليون دولار في أفق 2015، حيث أثار هذا التقرير مخاوف الدول الغربية الصناعية من كون الصناديق أصبحت عنصراً مهماً للأسواق المالية العالمية وتشكل فئة جديدة من المستثمرين، وقد بررت هذه الدول مخاوفها بمجموعة من العوامل، كالطبيعة الاستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق والطموحات الجيوسياسية لمالكيتها، وعدم التزامها بمبادئ الحكم الراشد والشفافية<sup>1</sup>، وقد تم التعليق سريعاً على هذه الأرقام من قبل محللين سياسيين واقتصاديين، قائلين أن هذه سوف تهمز أسس المنطق الرأسمالي، وخلال الأشهر التي تلت ذلك دخلوا في نقاشات أكثر عمقا، وقد جادل النقاد بأن نظام حكم الصناديق السيادية يجب أن يتمتع بالشفافية والاستقلالية السياسية، وأن يكتفي فقط بزيادة العائدات المتوقعة التي تتم أقلمتها مع معدلات المخاطر، وإلا فإن المحسوبة والغش سوف يدخلان الخط لا محالة، وسيفاقمان خصوصا القلق على الصعيد العالمي.<sup>2</sup>

إن الاهتمام العالمي بدور صناديق الثروة السيادية في الأسواق العالمية تزايد مع أزمة القروض العقارية (subprime) في أواخر 2007 وأوائل 2008، لقد أنقذت الصناديق عدداً من المؤسسات المالية العالمية الكبرى من بينها "Citigroup"، "UBS"، "Morgan Stanley"، "Merril Lynch"،\*، وإذا ما كان ظهور الصناديق السيادية قد أثار في صيف 2007 نقاشاً محصوراً في حلقة ضيقة من الاختصاصيين، فإن الجدل حول دورها في شتاء 2008 أصبح قضية عامة، لكن بدلاً من الاعتراف بالدور الإيجابي لهذه الصناديق في تحقيق استقرار الأسواق، انتقدها الغرب بشدة معتبرين أن تلك الصناديق تفتقر إلى الشفافية ووجود أهداف سياسية خفية لديها.<sup>3</sup>

فحسب "جاسم المناعي" المدير العام رئيس مجلس إدارة صندوق النقد العربي سابقاً: "تبدو مخاوف الدول الغربية من صناديق الثروة السيادية أنها لا تستند إلى مبررات عقلانية، بل في أغلب الأحيان تبدو متأثرة بنزعات سياسية حمائية، وبالتأكيد يزيد الاستغراب من هذه المخاوف عندما نتعرف على المزايا المتعددة المرتبطة باستثمارات صناديق الثروة

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص5.

<sup>2</sup> سفين برنت، حين يتكلم المال "صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة"، مؤسسة كارنيغي للشرق الأوسط، بيروت، لبنان، العدد 12، أكتوبر 2008، ص19.

\* اعتباراً من ماي 2007 وخلال أزمة الرهن العقاري الأمريكية أنقذت صناديق الثروة السيادية حوالي 65 مليار دولار أمريكي في شكل مساهمات لدى بنوك ومؤسسات مالية غربية. انظر: 'session ordinaire de', SENAT 'Rapport d'information sur le rôle des fonds souverains', Arthuis Jean, 2006-2007, p8.

<sup>3</sup> سفين برنت، مرجع سبق ذكره، ص19.

السيادية، أولاً لا نتذكر أية ممارسة سلبية في سجل هذه الصناديق حتى الآن، لذلك نعتقد بأن المخاوف تبدو أكثر مبنية على مجرد توقعات أكثر منها معتمدة على تجارب فعلية، ثانياً إن ما تمثله هذه الصناديق لا يصل إلى أكثر من 2% فقط من حوالي 165 ترليون دولار حجم الأسهم المتداولة عالمياً، أي حتى لو افترضنا بأن هذه الصناديق أرادت أن تحرك استثماراتها بشكل مفاجئ، فإن ذلك لن يكون له تأثير يذكر، وبالتالي فإن المخاوف من مثل هذا التحرك مبالغ فيها، فبالعكس هناك مزايا كثيرة لهذه الصناديق أهمها تمثل مستثمر طويل الأجل مستعد لتحمل تقلبات السوق قصيرة الأجل، الأمر الذي يمثل عامل استقرار للأسواق المالية، إضافة إلى كونها مستثمر مسالم يوفر أموال كبيرة دون الإصرار على التمثيل في مجالس الإدارة أو حتى التأثير في الإدارة أو تغييرها أو طرد موظفيها، كما أنها بما تمتلكه من أموال كبيرة تعتبر عامل مساعد على معالجة الاختلالات المالية على الصعيد العالمي، وذلك من خلال نقل الأموال من دول الفائض إلى الدول التي تعاني من عجز مالي وتحتاج مثل هذه الأموال، هذا عدا عن كونها عامل هام في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي وزيادة الشراكة وربط المصالح المشتركة".<sup>1</sup>

وقد ركزت التعليقات والدراسات بشأن صناديق الثروة السيادية على النقاط الأساسية التالية:<sup>2</sup>

- شفافية صناديق الثروة السيادية بما في ذلك حجمها، ومناهجها إزاء إدارة المخاطر واستراتيجيات الاستثمار، والتأثير المحتمل للأهداف السياسية على استثمارات هذه الصناديق.
- دمج أنشطة الصناديق في الحسابات الخارجية والحكومية.
- تأثير تخصيصات أصول الصناديق على حركات رؤوس الأموال الدولية وأسعار الأصول.
- التقييدات الحمائية على الصناديق.
- شفافية نظم الاستثمار في البلدان المستوردة لرؤوس الأموال والقدرة على التنبؤ بها.

وعليه سيتم تحديد أهم القضايا التي تخوفت منها الدول الغربية واعتبرتها من العوامل المؤثرة على استقرار اقتصاداتها والاقتصاد العالمي ككل على النحو الموالي.

### أولاً/ ضعف الشفافية

لا تزال المعرفة بالاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية غير كاملة بينما تفصح بعض الصناديق عن جميع تفاصيل محافظها الاستثمارية، وأحياناً حتى مستوى أصول الأفراد، وتشرح المخاطر والعائدات باستفاضة، يلاحظ أن البعض الآخر أكثر تحفظاً في الإفصاح عن التفاصيل،<sup>3</sup> فاندحام الشفافية وعدم وضوح الرؤية حول إستراتيجية الصندوق يمكن أن تغذيها العديد من الشائعات، وإدخال عنصر عدم اليقين في الأسواق (خاصة صغيرة الحجم)، وبالتالي التأثير على الاستقرار، وقد يكون ذلك من ناحيتين، فمن جهة يمكن أن تكون مولدة لتوقعات سيئة ومن

<sup>1</sup> جاسم المناعي، ظاهرة صناديق الثروات السيادية مرة أخرى، صندوق النقد العربي، 25 فيفري 2008، ص 3، 4.

<sup>2</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهورن، مرجع سبق ذكره، ص 61.

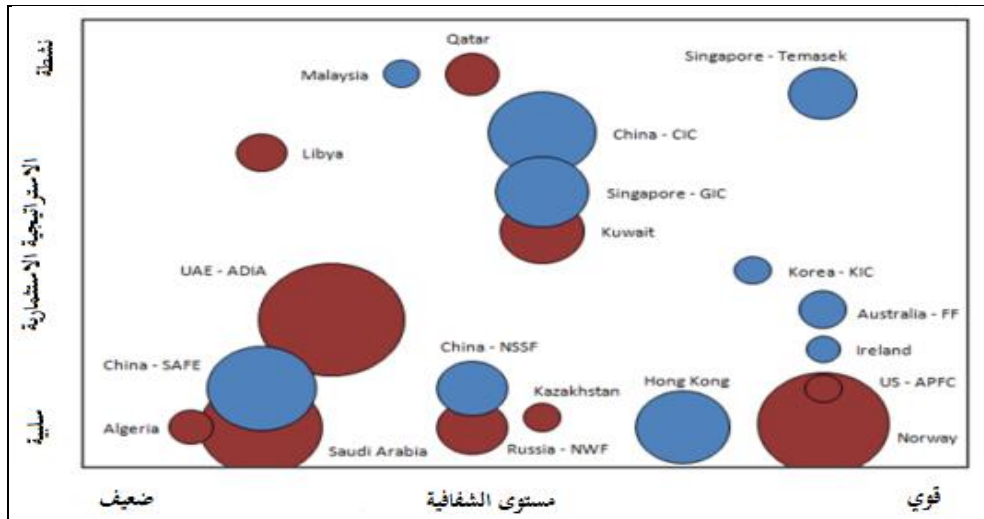
<sup>3</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 323.



المحتمل أن تؤدي إلى سوء التسعير، ومصدر لزيادة تقلبات الأسواق\* وعدم الاستقرار في بيئة الأعمال، ومن جهة أخرى يمكن أن تؤدي إلى موجات حمائية من البلدان المتلقية للدفاع عن القطاعات الاستراتيجية، والذي قد يؤدي إلى الحد من حركة رؤوس الأموال في العالم.<sup>1</sup>

ومنذ أن أصبحت صناديق الثروة السيادية معروفة على نطاق واسع، حاول العديد من المحللين توقع استراتيجياتها استنادا إلى استراتيجيات الاستثمار المتبعة من قبل أطراف مؤسساتية مماثلة كأعمال ( Van Steenis, Babinet and Lam 2007).<sup>2</sup> والجدير بالذكر أن الإستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية تتغير مع مرور الوقت، وهناك دراسة لمعهد صناديق الثروة السيادية سنة 2011 تربط بين الإستراتيجية الاستثمارية ومستوى شفافية صناديق الثروة السيادية موضحة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-16): الإستراتيجية الاستثمارية ومستوى شفافية صناديق الثروة السيادية



المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Fund Institute على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/swf/>

2017/02/01. /news/sovereign-wealth-funds-strategy-and-transparency-jan-2011-update تاريخ الإطلاع:

تعتبر الدوائر الأكبر عن كبر حجم الصندوق السيادي، ويتضح من خلال الشكل أعلاه أن هناك صناديق تمتاز بمستوى شفافية ضعيف وتمارس بدرجة كبيرة الإستراتيجية السلبية، كالسعودية، الإمارات والجزائر، بالإضافة إلى الصندوق الصيني (SAFE)، باستثناء ليبيا، في حين توجد صناديق أخرى أكثر شفافية وتمارس أيضا إستراتيجية سلبية كهونغ كونغ، كوريا، استراليا، النرويج أما الإستراتيجية النشطة تمارس من قبل صناديق ذات شفافية قوية

\* فبالإضافة إلى احتمالية سوء تسعير الأصول المالية تم اعتبار صناديق الثروة السيادية مصدرا لعدم استقرار الأسواق، من خلال اتباعها لسلوك القطيع "Comportements Moutonniers"، نظرا لأن مبالغ كبيرة من رأس المال تتركز في أيدي عدد محدود من المتعاملين الكبار، ومن خلال " Corsetti et al 2004" بررت أن حجم تأثير المتعاملين الكبار يعتمد على المحتوى المعلوماتي للتحرك والإشارة التي يتم إرسالها إلى التجار الأصغر حجما، ورغم ذلك حتى وإن كان تحفيز سلوك "القطيع" لصناديق الثروة السيادية موجود بالفعل، فإن خطر زعزعة استقرار الأسواق أو التلاعب بما أمر ضئيل، فهي ملتزمة أولا بتنوع محافظها، مما يقلل من الاستثمار في فئة محددة من الأصول، أما ثانيا إن كانت تستثمر مبالغ كبيرة من الأموال في أصل واحد، هناك احتمال أن تتحرك ضد السوق، وهو أمر يحاولون تجنبه.

انظر: Tamara Gomes, op-cit., p10.

<sup>1</sup> Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, op.cit., p16.

<sup>2</sup> Tamara Gomes, op-cit., P10.

كتيماسك السنغافوري، وأيضاً صناديق متوسطة الشفافية كقطر، الكويت، شركة الاستثمار لحكومة سنغافورة، وكذا شركة الاستثمار الصينية.

ومع ذلك فقد أظهرت بعض الدراسات (Fotak 2008) أن مستوى الشفافية لصناديق الثروة السيادية كما قدم من قبل ترومان (2007-2008) لا يؤثر على العلاقة بين المشاركة في رأس المال بعض الشركات من قبل الصناديق وأداء هذه الأخيرة، فالمخاوف بشأن ضعف الشفافية التي تميز إدارة صناديق الثروة السيادية تبررها اعتبارات جيوسياسية، بدلا من السعي وراء الأداء الاقتصادي.<sup>1</sup>

### ثانيا/ المخاطر السياسية

عندما أخذت صناديق الثروة السيادية مكانتها كفئة استثمارية عالمية قوية، تفاعل العديد من القوى في الاقتصادات المتقدمة مع هذا الأمر بدرجة عالية من عدم الإرتياح، فقد رأى المنتقدون أن هذه الصناديق تروج لمفهوم جديد من "رأسمالية الدولة" (Capitalisation de l'état)\* على حساب المبادئ العالمية لحرية السوق، وقد أشير على الحكومات بأن تعمل ليس من خلال توفير المؤسسات المستقرة كي تتمكن الأسواق من العمل بكفاءة وحسب، بل أيضا من خلال جعل صناديقها السيادية تنخرط في السوق كمشارك قوي ومستقل وصاحب سيادة كما تشير التسمية، أما المنتقدون الأكثر تشددا فقد جادلوا بأن صناديق الثروة السيادية تشكل تهديدا للأمن الوطني ولمصالح التنافس الاقتصادي للدول التي تقوم الصناديق السيادية بالاستثمار في أصولها.<sup>2</sup>

فقد أثارت البلدان المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية مخاوف بشأن هذه الصناديق وممارساتها في مجال الاستثمار، ويتمثل الشاغل الرئيسي فيما إذا كانت هذه الصناديق تتوخى أهدافا تجارية أو إذا كانت تستثمر لتحقيق أهداف سياسية أو إستراتيجية،<sup>3</sup> وبالتالي التخوف من الطبيعة الإستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق، والطموحات الجيوسياسية لمالكها، والأخطار المحتملة على الأمن الوطني، خاصة أن بعضا من هذه الصناديق مملوك لدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبتها، وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصين، روسيا، فنزويلا.<sup>4</sup>

وقد دار الجدل حول عدة مشاريع تمت من قبل هيئات حكومية خارجية حول مشروعيتها والدوافع من وراء هذه الاستثمارات، وذلك منذ عام 2005، ويمكن ذكرها حسب التسلسل التاريخي على النحو التالي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, op.cit., p17.

\* فبانضمام صناديق الثروة السيادية إلى أطراف فاعلة جديدة في التمويل العالمي (إلى جانب صناديق المعاشات، صناديق التحوط، صناديق الأسهم الخاصة)، فهي تساهم في تشويه المنافسة التي تأسست بعد مرحلة طويلة من رفع القيود والعمولة، وتكثيف الطبيعة الاحتكارية للأسواق، وهو ما رآه معظم المحللون أمرا مقلقا وذلك بسبب أن هذه الصناديق في حقيقتها تبقى تحت تأثير واضح من قبل حكومات بلادهم، فالطابع العام لصناديق الثروة السيادية قد يؤدي إلى التخصيص دون المستوى الأمثل

للموارد. انظر: Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, op.cit., p19.

<sup>2</sup> صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص324.

<sup>3</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهون، مرجع سبق ذكره، ص62.

<sup>4</sup> عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص4.

<sup>5</sup> Alain demarolle, op.ci, p 12, 13.

- في أوت 2005 اضطرت الشركة الوطنية الصينية (China National Oil Corporation) "CNOOC" إلى التخلي عن إدارة الشركة البترولية "UNOCAL" بسبب ضغوط السلطات الأمريكية بمبادرة من مجلس النواب الذي طلب من الرئيس النظر في الصفقة على إنها تشكل تهديدا على أمنها الوطني.
- في جانفي 2006، حاول الصندوق السنغافوري "Temasek" الاستحواذ على "Shin Corporation"، المؤسسة الرئيسية التيلاندية لوسائل الإعلام، وتسببت هذه العملية في إحداث جدل كبير في تايلند، واتهم الرأي العام رئيس الوزراء "فيما يتعلق بـ Shin Corporation" ببيع الشركات الوطنية، الأمر الذي أدى إلى تخفيض "Temasek" حصتها في "Shin Corporation" إلى 42%.
- في ماي 2006، تم نقل إدارة 6 موانئ أمريكية لفائدة الشركة الوطنية للإمارات المتحدة موانئ دبي العالمية "Dubai ports world" والتي وافقت عليها لجنة الاستثمارات الخارجية الأمريكية "CFIUS"، وقد أثار ذلك رد فعل قوي في الكونغرس مما أدى إلى التخلي عن الصفقة.
- في سبتمبر 2006، اشترى البنك العمومي الروسي "VTB" حصة 5.02% من رأسمال البنك الألماني الفرنسي "EADS"، وقد أثار هذا الاستثمار موجة من التساؤلات في كل من فرنسا وألمانيا حول الدوافع الاستراتيجية من وراء هذا الاستثمار.

وبخصوص الجدل الدائر حول صناديق الثروة السيادية خلال فترة 2007 و2008 (وهي الفترة التي شهدت الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية)، وزارة الخزانة الأمريكية (Kimmitt 2008, Lowery 2008) أصرت على أنه ينبغي على الصناديق أن تنص رسميا أن قراراتها الاستثمارية تستند إلى اعتبارات اقتصادية وليس سياسية، وتم التركيز بصفة عامة على تثبيت الاستثمارات (discourage investments) أو تحقيق أهداف السياسة الخارجية الحكومية، ولكن بعض الحكومات كالمملكة المتحدة البريطانية (وزارة الخزانة البريطانية 2007) قد ركزت على قوة البعد الاقتصادي والآثار المحتملة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية على المنافسة من خلال عمليات الشراء والاندماج. وفي الولايات المتحدة الأمريكية أشار رئيس لجنة الأوراق المالية والبورصات "SEC" ( securities and exchange commission) سابقا "christopher cox" (2007) إلى الرافعة المحتملة وتشوه السوق التي قد ترتبط مع ميزة معلومات صناديق الثروة السيادية والقدرة على الاستفادة من المعلومات الداخلية.<sup>1</sup>

كما حددت دراسة لكل من (Hill, Knowlton and Penn Schoen Berland; 2010) على وجود صلة وثيقة بين التوقعات حول دولة ما وعن استثمارات صندوق الثروة السيادي الخاص بتلك الدولة، وقد توصلوا أن صناديق الثروة السيادية تهتم بتشجيع حكوماتها المحلية على تحسين صورتها فيما يتعلق بالاستقرار، وسيادة القانون واعتماد المعايير الدولية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Edwin M. Truman, *Sovereign Wealth Funds "Threat or Salvation?"*, op.cit, p40.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 41.

وحسب إدوين ترومان "Edwin Truman" فإن صناديق الثروة السيادية سياسية من خلال كيفية تأسيسها، وحسب طبيعتها تتأثر إلى حد ما باعتبارات سياسية. ويمكن استخدام صناديق الثروة السيادية لتحقيق أهداف اقتصادية أو تجارية، ولكن في هذا السياق جذبت صناديق الثروة السيادية إلى حد كبير مخاوف من أشكال الاستثمار الأخرى التي تمتلكها أو تديرها الهيئات الحكومية. فإذا كان بلد ما سيجري تجسس سياسي أو اقتصادي يمكنه استخدام وسائل أكثر كفاءة وسرية من إنشاء صندوق ثروة سيادي.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: ردود فعل الدول المستضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية

اختلفت ردود الفعل اتجاه صناديق الثروة السيادية من بلد إلى آخر، وقد تتخذ أحد الأشكال التالية:<sup>2</sup>

- حظر الحيازات (الحصص التي تمتلكها صناديق الثروة السيادية) فوق عتبة معينة في القطاعات التي تعتبر إستراتيجية.
- خضوع مشاريع الاستثمار الأجنبي إلى تقييم عام من قبل السلطات المعنية.
- شرط المعاملة بالمثل بالنسبة للبلدان المنشئة لصناديق الثروة السيادية، وهذه البلدان عموماً مؤشرات قيود أعلى، مقارنة بالدول المستضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية.

وبالتالي وجدت حكومات البلدان الصناعية نفسها بين رغبتين متناقضتين:<sup>3</sup>

- أن تكون ودية لنموذجها الرأسمالي من خلال السماح لصناديق الثروة السيادية الأجنبية بالدخول في رأسمال شركاتها الوطنية، وفي الوقت نفسه تشجيع إنشاء صناديق سيادية وطنية (فرنسا 2008)، مع عدم مراعاة الأهداف الجيوسياسية، التي قد تهدد الاستقرار الوطني.
- وأن تحد من هيمنة صناديق الثروة السيادية لضمان أمنها الوطني من خلال اعتماد تدابير حمائية ضدهم، والحد من ارتفاع مخاطر عدم الاستقرار المالي عندما تميل هذه الصناديق إلى تكليف إدارة أصولها لأعوان مضاربين كصناديق التحوط "hedge funds".
- إن فرض قيود أشد صرامة على الاستثمار الأجنبي قد يخلق مناخاً استثمارياً غير جذاب لجميع أنواع المستثمرين، وقد تؤدي اللوائح الصارمة التي لا مبرر لها بشأن الاستثمار الأجنبي نحو الداخل إلى تشييط الاستثمار من صناديق الثروة السيادية والجهات الفاعلة الأخرى، فاللوائح التي تستهدف فاعلاً واحداً يمكن أن تؤثر بسهولة على مستثمرين مؤسسين آخرين وتخلق مجالاً غير متكافئ بين المستثمرين، كما تعيق كفاءة تخصيص الأموال،<sup>4</sup> وبالتالي الرد المعتمد على "تدابير حمائية" سيكون ضاراً، ويمكن أن يشكل عقبات خطيرة أمام تدفق رأس المال واستثمار الفوائض المالية، ولتجنب اتجاهات من الحمائية والقيود المفروضة على تدفقات الاستثمار الدولي،

<sup>1</sup> Edwin M. Truman, *Sovereign Wealth Funds "Threat or Salvation?"*, op.cit, p44.

<sup>2</sup> Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, op.cit., p p19, 20.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 20.

<sup>4</sup> Tamara Gomes, op-cit., P13, 14.

سيكون ضروريا تحقيق التوازن بين حماية القطاعات الحساسة على الأمن الوطني، وضمان التدفق الحر لرؤوس الأموال من خلال قواعد أساسية شفافة ومستقرة.<sup>1</sup>

تحدد أهم المواقف العالمية اتجاه تطور نشاط صناديق الثروة السيادية على النحو التالي:

### أولا/ الموقف الأمريكي

يتلخص الموقف الأمريكي من خلال مواقف لأطراف فاعلة في الاقتصاد الأمريكي، وهي على النحو الموالي:

#### 1-الخزينة الأمريكية

تعتبر صناديق الثروة السيادية من المشتريين الأساسيين لأذن الخزينة الأمريكية، فليس من المستغرب أن تتخذ وزارة الخزينة الأمريكية منها عمليا وبناء إزاءهم، ففي 20 مارس 2008، تم الاتفاق بين حكومات أبوظبي وسنغافورة الممثلة وبالصندوقين ADIA و GIC، بشأن مجموعة من المبادئ الواجب احترامها قدمتها الخزينة الأمريكية متعلقة بصناديق الثروة السيادية (أن تكون قراراتها الاستثمارية بعيدة عن الاعتبارات السياسية، الشفافية، الحوكمة، المنافسة العادلة مع القطاع الخاص، احترام قوانين الدول المستضيفة لها)، وكذا الدول المستضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية من ناحية أخرى (غياب اعتماد معايير حمائية، وضوح إجراءات الاستثمار في ظل بيئة قانونية مستقرة، عدم التمييز، احترام استقلالية الاستثمار). فإلى جانب ذلك عملت وزارة الخزينة الأمريكية مع كل من منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE"، من خلال مثلا نشر تقرير " Sovereign Wealth Fund and Recipient Country Policies" في أبريل 2008، وكذا صندوق النقد الدولي على إيجاد حلول متعدد الأطراف.<sup>2</sup>

وفي ظل رئاسة "جورج بوش الابن"، كان مختلف أمناء الخزينة الأمريكية يؤيدون عمل صناديق الثروة السيادية، وقد اعتبر "Henry Paulson": " أن الأموال تنجذب بشكل طبيعي نحو الأصول المقومة بالدولار بسبب قوة اقتصادنا الأمريكي"، وأضاف "أنا لا أحب شيئا أكثر من الحصول على هذا المال"، لكن أعلن " Robert Kimmit" نائب الأمين في الخزينة الأمريكية في ديسمبر 2007، من خلال كلمة أمام مجلس التعاون الخليجي في البحرين: "استثمارات صناديق الثروة السيادية تطرح أسئلة حول تأثيرها على الأمن الوطني"، وأضاف "حجمها، وعددها واتجاهها نحو انعدام الشفافية يرفع إمكانية تأثيرها السلبي على الاستقرار المالي العالمي، إذا عملت هذه الصناديق دون حوكمة، ومعايير حكيمة لإدارة الاستثمارات".<sup>3</sup>

#### 2- لجنة الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة الأمريكية "CFIUS"

في أعقاب قضية الموانئ العالمية لدبي (2006)، أثار ذلك وعي متزايد، فبعد عام واحد تم التصويت على تشريع جديد، وعززت الولايات المتحدة تشريعاتها المتعلقة بالاستثمار الأجنبي في أعقاب اعتماد قانون الاستثمار الأجنبي

<sup>1</sup> International Monetary Fund (IMF), **Sovereign Wealth Fund-A Work Agenda**, Ibid., p16.

<sup>2</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit, p p 136.

\* Henry Paulson هو رجل أعمال أمريكي وسياسي، وعضو في الحزب الجمهوري، وكان رئيس بنك جولدمان ساكس ثم وزير الخزينة الأمريكية " Goldman Sachs" بين عامي 2006 و 2009 في إدارة الرئيس جورج دبليو بوش.

<sup>3</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit, p p 137, 138.

والأمن الوطني (Foreign Investment and National Security Act) "FINSA" في 26 جويلية 2007، ودخل حيز التنفيذ في 23 جانفي 2008، ولقد اعطى "FINSA" صلاحيات أكبر للجنة الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة الأمريكية (Commitee on Foreign Investment in the Unitd States) "CFIUS"، وقد جاء معدلا لقانون حماية الإنتاج لسنة 1950 "Production Act le Defense" بصيغته المعدلة بموجب القانون الشامل للتجارة والتنافسية لسنة 1988 (Omnibus Trade and Competitiveness Act).<sup>1</sup>

الاستثمارات الأجنبية التي تشكل خطرا على الأمن الوطني يتم فحصها من قبل لجنة مشتركة بين الوزارات تحت رئاسة وزارة الخزينة (لجنة الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة الأمريكية) "CFIUS"، كما يجوز تعليق أو حظر الاستثمارات من قبل رئيس الولايات المتحدة الأمريكية، ومفهوم الأمن الوطني "Sécurité Nationale" يفسر على نطاق واسع ويشمل الدفاع، البنية التحتية، التكنولوجيا، والطاقة، فضلا عن عمليات المستثمرين التي تسيطر عليها حكومة أجنبية، وقد تنظر "CFIUS" في أي عوامل أخرى تراها مناسبة لتحديد ما إذا كانت العملية تشكل خطرا على الأمن الوطني، والعمليات المشار إليها هي التي تسمح للمستثمر الأجنبي السيطرة على شركة أمريكية، وتعرف السيطرة بأنها القدرة على اتخاذ قرارات هامة حسب مستوى المشاركة في رأس المال، عدد المقاعد في مجلس الإدارة أو أي وسيلة أخرى، ويتم استبعاد الحصص التي لا تتجاوز 10٪ من حقوق التصويت لشركة أمريكية من نطاق الإجراء، وبشرط أن يكون امتلاك الحصص لأغراض الاستثمار السليبي "investissement passif"، ويعين على "CFIUS" أن يقدم تقريرا عن أنشطته إلى البرلمان (الكونغرس) بعد اختتام كل إجراء، يشهد على عدم وجود مشاكل على الأمن الوطني وفي تقارير سنوية مفصلة.<sup>2</sup>

نظام مراقبة الاستثمار في الولايات المتحدة ليس مؤيدا جدا لصناديق الثروة السيادية، وتحدد الرقابة العامة على الصناديق افتراض الخطر على الأمن الوطني للولايات المتحدة، واعتمد إصلاح عام 2007 على وجه الخصوص للتعامل مع تكثيف أنشطة المستثمرين الأجانب العموميين في الولايات المتحدة، وهي نتيجة لمناقشات مكثفة في الكونغرس، أثارها عمليتان مثيرتان للجدل، الأول هو مشروع الاستحواذ في عام 2005 من قبل CNOOC، والثانية في عام 2006 الخاص بمشروع موانئ دبي.<sup>3</sup>

وقد عززت اللوائح الجديدة السيطرة على الاستثمارات العامة الأجنبية، فأبي معامل يكون فيها المستحوذ حكومة أجنبية أو كيانا تسيطر عليه حكومة أجنبية، بما في ذلك الصناديق السيادية، يجب تقديمها إلى لجنة الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة الأمريكية "CFIUS" لعرضها للتحقيق، مع وجود بعض الاستثناءات، وتركز "CFIUS" بشكل خاص على الاعتبارات التالية:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit, p 144.

<sup>2</sup> Caroline Bertin Delacour, op.cit, p p 134, 135.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص136.

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص137.

- هل السياسة الاستثمارية للمشتري الأجنبي تستند إلى اعتبارات تجارية محضة؟
- هل قراراتها تتخذ بشكل مستقل عن الحكومة، وهياكلها الإدارية تضمن هذه الاستقلالية؟
- هل يمتاز المستثمر بالشفافية من حيث أهدافه وإطاره المؤسسي ومعلوماته المالية؟
- هل تتوافق مع معايير البلدان التي تستثمر فيها؟

### ثانيا/ موقف الاتحاد الأوروبي "L'Union Européen"

تعتبر حرية حركة رؤوس الأموال مبدأ أساسي في المعاهدة المنشئة للجماعة الأوروبية، وتنص المادة 56 من معاهدة الجماعة الأوروبية على أنه "يحظر كل القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء وبين الدول الأعضاء والدول الأخرى"، وبالتالي فإن مبدأ حرية حركة رأس المال لا ينطبق فقط داخل الاتحاد الأوروبي ولكن أيضا بين الدول الأعضاء ودول العالم الثالث.<sup>1</sup>

وقد كانت المواقف الدولية المتخذة بشأن صناديق الثروة السيادية متضاربة منذ صيف 2007، بين إعادة التأكيد على مبدأ الانفتاح على الاستثمار الأجنبي، والمخاوف المتعلقة بصناديق الثروة السيادية (فإنه من المشروع بالنسبة للدول أن تحافظ على رأس المال والدراية الفنية للمؤسسات التي تملك مباشرة سيادة الدولة ودفاعها)، وإطلاق أعمال للتفكير متعدد الأطراف.<sup>2</sup>

فعلى المستوى المؤسسي، اعتبر مفوض السوق الداخلية والخدمات "Charlie McCreedy": "أنه لا ينبغي علينا أن نحرم أنفسنا من الاستثمارات الأجنبية للحفاظ على جاذبية أوروبا للمولين"، كما انتقد في الوقت نفسه رئيس البنك المركزي الأوروبي "Jean Claude Trichet" عدم شفافية الصناديق السيادية، أما على المستوى المحلي، فإن دخول صناديق الثروة السيادية في رأسمال الشركات كان ينظر إليه عموما على أنه خطر من جانب الحكومات، وقد أكدت فرنسا من خلال رئيس جمهوريتها على أهمية البعد الأخلاقي لصناديق الثروة السيادية، بينما أجرت ألمانيا إصلاحات لمراقبة دخول صناديق الثروة السيادية في رأسمال شركاتها الوطنية، في إيطاليا كانت أول مهمة قامت بها من اللجنة الإستراتيجية للمصلحة الوطنية في الاقتصاد من خلال زيارة للإمارات العربية المتحدة في أكتوبر 2008، وذلك لشرح موقفها أمام المستثمرين الخليجيين: "بأن إيطاليا لديها ثقة في الصناديق التي تعمل بطريقة شفافة، والتي تهدف إلى الاستثمار وليس إلى السيطرة على الشركات".<sup>3</sup>

تدخل الاتحاد الأوروبي للمرة الأولى في النقاش حول صناديق الثروة السيادية في 27 فبراير 2008 برسالة من المفوضية الأوروبية حول النهج الأوروبي المشترك لصناديق الثروة السيادية "Approche européenne commune en matière de Fonds souverains"، إلى البرلمان الأوروبي، وإلى اللجنة الاقتصادية والاجتماعية الأوروبية، وإلى لجنة الأقاليم التي تدافع فيها عن النهج الحذر، وقد فتحت الوثيقة النقاش حول العلاقة

<sup>1</sup> Caroline Bertin Delacour, op.cit , p121.

<sup>2</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit, p 173.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 174.

بين عمليات الاستحواذ الأجنبية والمخاوف الأمنية، وتحلل المخاطر (عدم الشفافية، والأسئلة حول الأهداف المتوخاة) والفرص (تمويل الاقتصاد العالمي) التي يقدمها تطور هذه الصناديق، وقد بررت المفوضية الحاجة إلى موقف أوروبي مشترك إزاء صناديق الثروة السيادية كمستثمرين من خلال ثلاثة أسباب،<sup>1</sup> على النحو التالي:<sup>2</sup>

1. التأثير القوي على شركاء الاتحاد الأوروبي: تشكل صناديق الثروة السيادية تحديا دوليا، والقرارات متعددة الأطراف هي أكثر فائدة من القرارات الوطنية المحدودة، إضافة إلى ذلك تعزز المبادرات المتعدد الأطراف رؤية مشتركة للتحديات التي تثيرها صناديق الثروة السيادية وإمكانية تنفيذ آليات لمعالجتها، وعليه فالنهج الأوروبي المشترك يسمح للاتحاد الأوروبي أن يكون له تأثير قوي في المناقشات الدولية.
2. الحفاظ على تماسك السوق الداخلية، استنادا إلى تنظيم مفتوح وغير تمييزي، من أجل الحفاظ على جاذبيتها، المزايا التي تتيحها التدابير المعزولة المتخذ من قبل الدول الأعضاء، على مستوى سوق داخلية متكاملة، و مجموعة ردود الفعل المتباينة من شأنها أن تؤدي إلى تفكك السوق الداخلية، الأمر الذي من شأنه أن يضر بالاقتصاد الأوروبي ككل، وقد يؤدي ذلك إلى تحويل الاستثمارات من القارة الأوروبية، وعليه فإن التأثير على صناديق الثروة السيادية يمكن أن يمتد إلى مستثمرين محتملين آخرين.
3. عدم اعتبارها تعتمد الحمائية "protectionniste": أحد الأهداف الرئيسية للسياسة التجارية للاتحاد الأوروبي هو فتح أسواق دول العالم الثالث للمستثمرين الأوروبيين على أساس المبادئ المطبقة في السوق الداخلية، يمكن أن تكون هذه المهمة أكثر صعوبة إذا أعطى الاتحاد انطبعا بإنشاء قيود ضمن نطاق الاتحاد الأوروبي، وبالتالي استبعاد أي قواعد جديدة من قبل الدول الأعضاء تتعلق تحديدا بالسيطرة على استثمارات صناديق الثروة السيادية التي من شأنها أن تعطي صورة تقييدية للاتحاد الأوروبي.

يتمثل هدف هذا النهج المشترك في "تشجيع الدول التي تمتلك صناديق الثروة السيادية للاتفاق على مدونة لقواعد السلوك"، هو ما يسمح لأوروبا بأن يكون لها وزن في المناقشات الدولية، وقم تم الاعتماد على المبادئ الخمس التالية:<sup>3</sup>

1. الامتثال للالتزامات المرتبطة بالمعاهدة المنشئة للجماعة الأوروبية والالتزامات الدولية، في إطار على سبيل المثال منظمة التجارة العالمية.
2. الالتزام بمبدأ تحرير الاستثمار، سواء من دول الاتحاد الأوروبي أو بقية دول العالم، ولا سيما دول العالم الثالث التي تدير صناديق الثروة السيادية.

<sup>1</sup>Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit , p 175.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص 176، 177.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص ص 177، 178.



3. دعم العمل المتعدد الأطراف الذي تقوم به المنظمات العالمية، خاصة أعمال صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.

4. استخدام الأدوات القائمة على مستوى الاتحاد الأوروبي والدول الأعضاء، بحيث توجد مجموعة من القواعد الملزمة التي تسمح للدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي بحماية مصالحها الإستراتيجية، ولذلك لا يبدو من الضروري وضع أدوات أخرى على المستوى المحلي، الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى التأثير على صناديق الثروة السيادية وظهورها كأدوات حمائية وتمييزية.

5. تناسب التدابير المتخذة لحماية المصالح الوطنية المشروعة، وشفافية ووضوح الإطار القانوني، ففي مجال الاستثمار، وفقاً لمبدأ التناسب يجب ألا تتجاوز التدابير المعتمدة لأسباب تتعلق بالمصلحة الوطنية ما هو ضروري لتحقيق هدف مبرر، فأياً كانت طبيعة التدابير الوطنية، يجب أن يكون هدفها حماية مصلحة اقتصادية بحتة، وعلاوة على ذلك، يجب أن يكون الإطار القانوني واضحاً وشفافاً من أجل تشجيع الاستثمار.

عملت المنظمات المالية العالمية على تعزيز إطار متماسك لاستثمارات صناديق الثروة السيادية يستند إلى توازن بين الانفتاح وحماية المصالح الإستراتيجية الوطنية، تعتمد بدرجة كبيرة على مشاركة مختلف الجهات الفاعلة، لاسيما صناديق الثروة السيادية، وذلك رغبة منها على إظهار أن هناك مصلحة مشتركة ومتبادلة بين الدول المستضيفة وصناديق الثروة السيادية، لتحقيق ذلك التوازن، ومن أجل الاستجابة بفعالية للقضايا المتعلقة بعدم وضوح وعدم اليقين حول صناديق الثروة السيادية، عنصرين كان لهما دور كبير لتحقيق هذا المسعى<sup>1</sup>:

1. يتعلق العنصر الأول بالحصول على المزيد من الوضوح والمعرفة الخاصة بحوكمة صناديق الثروة السيادية. فمن أجل توضيح المخاوف المتعلقة بوجود اعتبارات سياسية أو غير تجارية في إدارة صناديق الثروة السيادية، لا بد من تسليط الضوء على درجة التدخل السياسي المحتمل في إطار إدارتها، وفي هذا الصدد حددت مراسلة المفوضية بعض المعايير الأساسية للحوكمة والشفافية لإدراجها في مدونة السلوك المعدة من طرف صندوق النقد الدولي، ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.

وتتضمن أهم التوصيات التي تتعلق بالحوكمة بـ:

- التوزيع والفصل الواضح للمسؤوليات في هيكل الإداري الداخلي لصناديق الثروة السيادية.
- تصميم وإعلان إستراتيجية الاستثمار المحددة للأهداف العامة الخاصة باستثمارات صناديق الثروة السيادية.
- وجود استقلالية في الأداء تمكن الصندوق من تحقيق الأهداف التي تم تحديدها.
- الإعلان عن المبادئ العامة المحددة للعلاقة بين صندوق الثروة السيادي والهيئات الحكومية.
- تصميم والإعلان عن الإستراتيجية المعتمدة لإدارة المخاطر.

<sup>1</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit, p 178, 179.

2. أما العنصر الثاني هو ضمان شفافية أكبر في الأنشطة والاستثمارات التي تقوم بها صناديق الثروة السيادية. ويظهر الغموض الذي تبديه معظم صناديق الثروة السيادية في شكلين:

- فمن جهة استقلال هذه الصناديق عن احتياطات الصرف، مصدر مواردها، إدارتها من الجانب القانوني (اللوائح التنظيمية للدول المنشئة للصناديق السيادية، قواعد المراقبة التي تطبق على الصناديق السيادية) والسياسي (المبادئ العامة التي تحدد العلاقة بين الصناديق السيادية والهيئات الحكومية).
- ومن جهة أخرى السياسات الاستثمارية (توزيع فئات الأصول المستثمر فيها من حيث الحجم والقيمة، الدول والمؤسسات المستثمر فيها، إمكانية استخدام الرفع المالي).

وعموما تمثل مراسلة المفوضية الأوروبية كخطوة أولى في التفكير المتعلق بالإستراتيجية المعتمدة من قبل صناديق الثروة السيادية، ومع ذلك فهي غير كافية، وقد اعترف البرلمان الأوروبي بأوجه القصور، واعتمد في 9 جويلية 2008 قرارا بشأن صناديق الثروة السيادية دعا فيه المفوضية إلى اتخاذ المزيد من المبادرات، كما أكد البرلمانون على الالتزام بمبدأ الانفتاح على الاستثمار حرية حركة رؤوس الأموال.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: دور المنظمات العالمية في إيجاد قواعد منظمة لعمل صناديق الثروة السيادية

تعتبر صناديق الثروة السيادية من صميم اهتمام المنظمات المالية العالمية، نظرا لأنها تعكس التحول العميق في الاقتصاد العالمي، بحيث يعود توسعها بالدرجة الأولى إلى ارتفاع أسعار الطاقة والسلع الأساسية، العولمة المالية، والإختلالات المستمرة في النظام العالمي، إذ أدت هذه الحالات إلى تراكم سريع للأصول الأجنبية في بعض البلدان، وتحقيقها لفائض هيكلي في حساباتها الجارية.<sup>2</sup> وفيما يلي عرض لأهم أدوار المنظمات العالمية إتجاه الصناديق السيادية **أولا/ دور منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE"**

تعمل منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، منذ عام 1961 لتعزيز التحرير التدريجي لتحركات رؤوس الأموال بين أعضائها، وقد وضعت قواعد للاستثمار، ودجها في مدونة تحرير تحركات رأس المال، وتنقح وتعزز بانتظام لكي تظل مكيّفة وفعالة، تدعو مدونة تحرير الحركات الرأسمالية إلى حرية الاستثمار عبر الحدود، فهي محرك للنمو الاقتصادي والعمالة والتنمية، وتعتمد سياسة الانفتاح هذه على ثلاثة مبادئ أساسية، عدم التمييز والشفافية والتحرير، ووفقا لمبدأ **عدم التمييز**، وينبغي ألا يخضع المستثمرون الأجانب لنظام أقل ملاءمة من المستثمرين المحليين في نفس الظروف، وبموجب مبدأ **الشفافية** يجب أن تكون المعلومات المتعلقة بالقيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي شاملة ومتاحة للجمهور، وينص مبدأ **التحرير** على الإلغاء التدريجي لهذه القيود، وهذه المبادئ قوة القانون بالنسبة للبلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit, p 182.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 151، 153.

<sup>3</sup> Caroline Bertin Delacour, op.cit, pp 117, 118.

وتسمح النصوص بالاستثناء من "مبدأ التحرير" بأنه يجوز لأي عضو في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي أن يتخذ ما يراه ضروريا من إجراءات "لحماية المصالح الأساسية للأمن" و "الحفاظ على النظام العام أو حماية الصحة العامة والأخلاق والأمن"، وهذه المخاوف هي مسألة تتعلق بتقرير مصير الدول، التي يحق لها أن تقرر التدابير المناسبة للحفاظ على أمنها الوطني.<sup>1</sup>

ومع ذلك يجب التوفيق بين الضرورات الأمنية والالتزام بالحفاظ على بيئة استثمار مفتوحة، وتحقيقا لهذه الغاية، بدأت "لجنة الاستثمار" التابعة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي في أوائل عام 2006 حوارا حكوميا دوليا بشأن موضوع "حرية الاستثمار، الأمن الوطني والقطاعات الاستراتيجية"، وقد جرت مشاورات في اجتماعات مختلفة بين الدول الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي والدول الأخرى غير الأعضاء (روسيا والصين والهند وإندونيسيا) وصناديق الثروة السيادية (أستراليا والنرويج وروسيا وقطر)، وفي ختام اجتماعي المائة المستديرة السابع والثامن المنعقدين في 26 مارس و 8 أكتوبر 2008 على التوالي في باريس، اتفق المشاركون على أربعة مبادئ تحكم اعتماد تدابير لحماية الأمن الوطني، هي: عدم التمييز، الشفافية، القدرة على التنبؤ، التناسب والمساءلة.<sup>2</sup>

فوفقا لمبدأ عدم التمييز، ويجب أن تعامل التدابير الوقائية المستثمرين في ظروف مماثلة على نحو مماثل، وحيثما تكون هذه التدابير العريضة غير كافية لحماية الأمن الوطني، يمكن اتخاذ تدابير خاصة على الاستثمارات التي تشكل خطرا، شريطة أن تكون مصممة وفقا لخصائص الاستثمار المذكور، ووفقا لمبدأ الشفافية وإمكانية التنبؤ، يجب تدوين التدابير الوقائية ونشرها، من أجل حماية المستثمرين الأجانب قانونيا، ويجب أن تكون معايير التقييم التي تستخدمها السلطات دقيقة ومعروفة، ويجب حماية المعلومات الحساسة تجاريا التي يقدمها المستثمر الأجنبي، يجب أن تعتبر الاستثمارات معتمدة إذا لم يتم اتخاذ أي إجراء في غضون المهلة الزمنية لتقيدها، ووفقا لمبدأ التناسب يجب ألا تكون القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي أكبر من حماية الأمن الوطني، ويجب تصميمها بالخبرة اللازمة، وأن تكون مقيدة في تطبيقها على المخاطر المحددة التي يطرحها كل مشروع استثماري دون الحجب التام لإعماله، مبدأ المساءلة فقد يلزم السلطات المعنية بمراقبة الاستثمار الأجنبي بالمساءلة، من خلال مثلا الإشراف البرلماني على تنفيذ التدابير التي تقيد الاستثمار، ويجب أن تتخذ قرارات حظر الاستثمار الأجنبي أو منعه على مستوى سياسي رفيع (رئيس الدولة أو الوزراء)، كما يتم تقييم أثر هذه التدابير دوريا، ويجب أن يكون للمستثمرين الأجانب سبل للطعن إدارية أو قضائية، ضد القرارات التي تحد من مشروع استثمار أو ترفضه.<sup>3</sup>

ووفقا لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، فإن الامتثال للمعايير المطلوبة، وتوفير المعلومات المناسبة من قبل صناديق الثروة السيادية سيسهل جهود البلدان المستضيفة لتنفيذ التزاماتها وتوصيات منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بشأن

<sup>1</sup> Caroline Bertin Delacour, op.cit, p118 .

<sup>2</sup> نفس المرجع، 119.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 119، 120.

انفتاح الأسواق مع حماية الأمن الوطني، وبالتالي حصول الصناديق على معاملة عادلة في هذه الأسواق وتمكنها من مقاومة الضغوط الحمائية بثقة.<sup>1</sup>

### ثانيا/ دور صندوق النقد الدولي "FMI"

ينبثق اهتمام صندوق النقد الدولي بصناديق الثروة السيادية من اثنين من مهامه الرئيسية هي: أولاً مراقبة الاستقرار الاقتصادي الكلي والاستقرار المالي، ثانياً تأمين الأداء الفعال للنظام النقدي الدولي، وتعد تغطية صندوق النقد الدولي لترتيبات من نوع صناديق الثروة السيادية وعملياتها مهمة سواء للاقتصادات المحلية للبلدان التي توجد فيها الصناديق، أو من المنظور الدولي للاستقرار المالي، وتداعيات الأسواق المالية.<sup>2</sup> فأمام النمو المتزايد لهذه الصناديق وزيادة دورها على مستوى الأسواق المالية العالمية، عمل صندوق النقد الدولي على إيجاد آليات تمكن من إدماج هذه الصناديق ضمن قواعد النظام المالي العالمي، وفي هذا الإطار قامت اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية (CMFI) بدعوة من الصندوق في أكتوبر 2007 إلى إقامة حوار مع البلدان الأعضاء قصد وضع مجموعة من القواعد التي تحكم الممارسات في مجال إدارة الصناديق السيادية، وعمل صندوق النقد الدولي في ذات الوقت بهذا الخصوص مع منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.<sup>3</sup> وقد اعتبر Henry Paulson في خطابه أمام اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية (CMFI) في 21 أكتوبر 2007 " أن اتباع نهج متعدد الأطراف لصناديق الثروة السيادية يحافظ على سياسات الاستثمار الشفافة هو في مصلحة البلدان التي تدير هذه الأموال وتلك التي تستثمر فيها".<sup>4</sup>

واستجابة لهذه المبادرة من اللجنة حقق صندوق النقد الدولي تقدماً في العمل المعني بهذه الصناديق على عدة أصعدة:<sup>5</sup>

➤ **تعميق التحليلات:** سعياً لتعميق الفهم لعمل صناديق الثروة السيادية، نظم صندوق النقد الدولي مسحا حولها يساعد في تحديد أهدافها الاستثمارية وممارساتها المتعلقة بإدارة المخاطر، فضلاً عن أطرها المؤسسية مثل هيكل الحكومة وترتيبات المساءلة.

➤ **تيسير التواصل:** نظم صندوق النقد الدولي في نوفمبر 2007 اجتماع المائدة المستديرة لمديري الأصول والاحتياطيات السيادية، والذي تضمن جلسة تمهيدية مع القائمين على أهم صناديق الثروة السيادية، وقد حضر الاجتماع مندوبين رفيعي المستوى من البنوك المركزية، ووزارات المالية، وصناديق الثروة السيادية في 28 بلداً عضواً، وساعد عقد هذا الاجتماع على إعطاء دفعة للمناقشات المعنية بقضايا السياسات والقضايا المؤسسية والتشغيلية

<sup>1</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit, p165.

<sup>2</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهون، مرجع سبق ذكره، ص 61.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص 8.

<sup>4</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op.cit, p157.

<sup>5</sup> صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي يكشف عمله المعني بصناديق الثروة السيادية، نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، 4 مارس 2008، ص 4. متوفر على الرابط: <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2008/pol030408aa.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2017/05/20.

التي تواجه صناديق الثروة السيادية، كما ساعدت الأطراف المعنية على التعلم من تجاربهم وتبادل الآراء فيما بينهم، وتم الاتفاق على مواصلة الحوار مع صناديق الثروة السيادية.

➤ **متابعة الحوار:** تابع صندوق النقد الدولي الحوار عن طريق مزيد من الاتصالات مع صناديق الثروة السيادية، في إطار عملية تعاونية تستهدف التوصل إلى رؤية متفق عليها بشأن أفضل الممارسات.

➤ **التنسيق مع المؤسسات الدولية:** نسق صندوق النقد الدولي بشأن صناديق الثروة السيادية مع منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، كما أجرى اتصالات مع المفوضية الأوروبية، والبنك الدولي وغيرها. وكانت تهتم منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بالسياسات والقواعد التنظيمية للاستثمار في البلدان المتلقية.

➤ **تحديد القضايا الأساسية:** فقد كان من المقرر أن يناقش المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في نهاية مارس 2008 تقريراً يتناول برنامج عمل الصندوق بشأن صناديق الثروة السيادية.

➤ **صوب الإنجاز:** يطلب خبراء الصندوق في تقريرهم المرفوع إلى المجلس التنفيذي أن يوافق المجلس على بدء العمل صوب إعداد مجموعة أفضل الممارسات بشأن إدارة صناديق الثروة السيادية. وإذا تمت الموافقة، فسوف يتعاون الصندوق مع صناديق الثروة السيادية وغيرها من الأطراف ذات الصلة لإعداد بيان بأفضل الممارسات.

أكدت بيانات مجموعة الدول السبع (G7) ومجموعة الدول العشرين (G20) على أهمية الحوار المفتوح مع صناديق الثروة السيادية، وحثتها على اعتماد أفضل الممارسات في مجال الإدارة والشفافية، وهي تشير إلى دور المنظمات المتعددة الأطراف (FMI و OCDE) في تحليل القضايا ذات الصلة وتحديد أفضل الممارسات.<sup>1</sup>

تم الاعتماد على منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في وضع مبادئ توجيهية للسياسات العامة لصناديق الثروة السيادية، والذي قد تم في إطار مشروع لجنة الاستثمار بشأن "حرية الاستثمار، الأمن الوطني والقطاعات الاستراتيجية"، واستكمل هذا المشروع المستقل جهود صندوق النقد الدولي، الذي حصل على تفويض لوضع مدونة لأفضل الممارسات الخاصة بصناديق الثروة السيادية، ولهذا الغرض أنشأت في ماي 2008 مجموعة العمل الدولية (-IWG- International Working Groupe)، ووضعت في أكتوبر 2008 مجموعة المبادئ والممارسات المقبولة عموماً والتي سميت "بمبادئ سانتياغو"، التي تعكس ممارسات وأهداف صناديق الثروة السيادية من حيث الاستثمار، وبعد ستة أشهر من إعلانها (أفريل 2009)، غيرت المجموعة تسميتها لتصبح "المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية"<sup>\*</sup> (Forum International des Fonds Soverains)، الذي يجتمع أعضاؤه على الأقل مرة

<sup>1</sup> Tamara Gomes, op-cit., P13.

\* يعتبر المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية "IFSWF" منظمة تطوعية، ملتزمة بالعمل على تعزيز الحوار والبحث والتقييم الذاتي، ومن خلال إعلان الكويت عام 2009 أصبحت تعرف مجموعة العمل الدولية بالمنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية، ويتشكل النشاط الأساسي للمنتدى في مساعدة الأعضاء على تنفيذ مبادئ سانتياغو، إضافة إلى عقد حلقات عمل وحلقات دراسية لمساعدة الأعضاء على تعزيز قدراتهم الاستثمارية، بحيث يضم المنتدى أكثر من 30 صندوق ثروة سيادي من جميع أنحاء العالم، ذات مراحل مختلفة من تطورها، كما يتعهد أيضا بتمثيل أعضائه في التجمعات المالية والسياسية العالمية. ولمزيد من الاطلاع يرجى زيارة الموقع الخاص بالمنتدى على الرابط: <http://www.ifswf.org>.

في السنة، ويتمثل هدفه أساسا في تسهيل فهم مبادئ سنتياغو، و إنشاء تدفق مستمر للمعلومات عن أنشطة صناديق الثروة السيادية من أجل تهيئة بيئة استثمارية غير تمييزية، ومرحبة بشكل متبادل.

وقد صرح "جون ليسكي" النائب الأول لمدير عام صندوق النقد الدولي (سابقا) بأن: "المبادئ والممارسات الطوعية المقترحة لصناديق الثروة السيادية، إلى جانب مدونة لقواعد الاستثمار التي تصدرها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لصالح البلدان المتلقية للاستثمار سوف تساعد على تهيئة بيئة عالمية تعزز فعالية الاستثمار عبر الحدود"، وقد أضاف: "فمن خلال اعتماد هذه المبادئ والممارسات، تستطيع صناديق الثروة السيادية تهدئة المخاوف المثارة ومن ثمة الحد من مخاطر الضغوط الحمائية التي تتعرض لها الاستثمارات، وتخفيف القيود على تدفقات رؤوس الأموال الدولية".<sup>1</sup>

وقد تم اعتبار أنه رغم أهمية هذه المبادئ ومشاركة بعض الصناديق في صياغتها وإعدادها، فإنها تنطلق من رؤية اتهامية للصناديق بأنها بعيدة في إدارتها عن الشفافية وقواعد الحكم الراشد، وبهذا فإنها تشكل تهديدا لأسس النظام العالمي، كما أن مبادئ الاستثمار التي ألزمت بها صناديق الثروة السيادية من قبل منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية تم وضعها للشركات متعددة الجنسيات، علما بأنه تم تسجيل صعود متزايد لهذا النوع من الشركات المملوكة لدول العالم الثالث، ويتم التغاضي عن جزء من هذه المبادئ لما يتعلق الأمر بحماية مصالح الدول الكبرى مثل التعامل مع مبدأ الشفافية، فالدول الصناعية لا تعلن بشكل شفاف عن مخزونها الاستراتيجي من النفط إلا عند رغبتها في التأثير على السوق النفطية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، "مبادئ سنتياغو"، نشرة صندوق النقد الدولي، ص 1.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص 9.

## خلاصة

تطرق هذا الفصل إلى الكيفية التي تساهم بها استثمارات صناديق الثروة السيادية في دعم الاقتصاد على المستوى المحلي والعالمي، وتحديد أهم القضايا المتعلقة بها، ومن خلال ذلك تم التوصل إلى أهم النقاط التالية:

- عرفت الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية نموا بسبب توسع وتنوع هذه الاستثمارات لتشمل فئات أصول أخرى كالأصول البديلة، وظهور ما يعرف بالاستثمارات المشتركة بين الصناديق وهيئات مالية أخرى.
- تتجه استثمارات صناديق الثروة السيادية بنسبة كبيرة نحو الخارج خاصة إلى دول أمريكا الشمالية وأوروبا، ويعتبر القطاع الخدمات الشخصية والمالية الفئة المستثمر فيها بنسبة كبيرة، وبنسبة أقل محليا، بحيث يحتل النقل الفئة المستثمر فيها بكثرة، كما تتنوع فئات الأصول حسب هدف كل صندوق سيادي.
- يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تؤثر على الاقتصاد المحلي من خلال التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية، بحيث تؤثر على السياسة المالية من خلال قواعد التمويل والسحب المعتمدة، كما تؤثر على السياسة النقدية من خلال امتصاص السيولة الفائضة التي تؤثر على التضخم، وتؤثر على سعر الصرف من خلال استثمار الموارد بالخارج، ولتحقيق أكبر فاعلية لهذه الصناديق يجب أن يتم إنشاؤها بالتنسيق مع المؤسسات الحكومية الأخرى وإدراجها ضمن الموازنات العامة.
- كما لصناديق الثروة السيادية أثر على الاقتصاد العالمي باعتبارها من المستثمرين طويلي الأجل، وبالتالي تحملها للتقلبات قصيرة الأجل، واعتمادها على التنوع في استثماراتها، إضافة إلى توفرها على قدر كبير من الموارد لتوفير السيولة اللازمة، وتعمل على تحقيق التوازن من خلال نقل الموارد من دول الفائض إلى دول العجز.
- لم تكن صناديق الثروة السيادية محل اهتمام عالمي إلا بعد الدور الذي أسهمت به في رسملة المؤسسات المالية الكبرى الأمريكية المتضررة من الأزمة المالية العالمية 2008، وبدأت المخاوف بشأن أهدافها الاستراتيجية، الأمر الذي دفع بالدول الغربية إلى السعي مع المنظمات المالية العالمية لإيجاد أطر للممارسات الخاصة بالصناديق السيادية.
- استثمار صناديق الثروة السيادية سواء بالتركيز محليا أو عالميا ينطوي على منافع أو مكاسب لكن بالمقابل يحمل مخاطر، لذا تعمل صناديق الثروة السيادية في الدرجة الأولى على تحقيق الفاعلية في استثماراتها بما يخدم مصلحة اقتصاداتها، ويحقق الفائدة أيضا عند الدول المستثمر فيها.

## الفصل الرابع:

### دراسة أداء وسلوك عينة من

### صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمات

### المالية

➤ المبحث الأول: دراسة أداء وسلوك عينة من الصناديق السيادية السلعية

في ظل الأزمات المالية

➤ المبحث الثاني: دراسة أداء وسلوك عينة من الصناديق السيادية غير

سلعية في ظل الأزمات المالية

➤ المبحث الثالث: دراسة تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات



**تمهيد**

بعد التطرق لمختلف المفاهيم النظرية المتعلقة بصناديق الثروة السيادية، وكذا إسهاماتها في دعم الاقتصاد المحلي، وعلى المستوى العالمي أيضا، يحاول هذا الفصل دراسة أداء وسلوك عينة من صناديق الثروة السيادية في مواجهة التحديات البيئية العالمية التي تمتاز عادة بحدوث أزمات مالية بصورة دورية، من خلال تركيز الدراسة على عدة نقاط كمعدل العائد المحقق، حجم الأصول، الاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة، التنوع الجغرافي وحسب فئات الأصول، وقد تم دراسة عينة من صناديق سيادية سلعية متمثلة في الصندوق السيادي للنرويج وقطر، وصناديق سيادية غير سلعية متمثلة في الصندوق السيادية الصيني وكذا السنغافوري، إضافة إلى عرض تجربة الجزائر، من خلال صندوق ضبط الإيرادات. وبناء على ذلك تم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

- المبحث الأول: دراسة أداء وسلوك عينة من الصناديق السيادية السلعية في ظل الأزمات المالية
- المبحث الثاني: دراسة أداء وسلوك عينة من الصناديق السيادية غير سلعية في ظل الأزمات المالية
- المبحث الثالث: دراسة تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات

### المبحث الأول: دراسة أداء وسلوك عينة من الصناديق السيادية السلعية في ظل الأزمات المالية

يتناول هذا المبحث دراسة أداء وسلوك صناديق الثروة السيادية السلعية في ظل الأزمات المالية من خلال تجربة كل من النرويج ضمن صندوق المعاشات الحكومي العالمي وقطر ضمن جهاز قطر للاستثمار.

#### المطلب الأول: دراسة تجربة "صندوق المعاشات الحكومي العالمي" للنرويج

تعتبر النرويج من الدول النفطية التي تمتلك "صندوق المعاشات الحكومي العالمي" وهو امتداد لصندوق النفط النرويجي، يصنف على أنه الأول عالمياً من حيث حجم أصوله (انظر الملحق رقم 1) وكذا مدى التزامه بمعايير الحوكمة (حسب مؤشرات الشفافية في الفصل الأول)، وفيما يلي سنقدم أهم الجوانب المتعلقة بتجربة النرويج في مجال إنشاء وإدارة صندوقها السيادي، وكذا أداء وسلوك هذا الصندوق على المستويين المحلي والعالمي فترة الأزمات المالية.

#### أولاً/ نشأة وحوكمة "صندوق المعاشات الحكومي العالمي"

عرف صندوق المعاشات الحكومي العالمي العديد من التطورات منذ نشأته سنة 1990، سيتم تحديدها على النحو التالي.

#### 1- نشأة "صندوق المعاشات الحكومي العالمي"

تم اكتشاف أول حقل نفطي نرويجي سنة 1969، في بحر الشمال، ومنذ ذلك الحين تم اعتبار النرويج واحدة من أكبر الدول المصدرة للنفط، وبعد عقدين من الزمن أنشأت النرويج سنة 1990 صندوق النفط النرويجي (GPF) "Government Petroleum Fund" وهو آلية لتسيير المداحيل البترولية على المدى الطويل، وقد تم اعتباره وسيلة حكومية يمكن أن تساعد في دفع المعاشات التقاعدية، وأيضاً في دعم الاقتصاد الوطني عند حدوث انخفاض هيكلي في الدخل الوطني.<sup>1</sup>

وفي 21 ديسمبر 2005 أصدر البرلمان القانون الخاص بصندوق المعاشات الحكومي "Government Pension Fund Act" الذي عدل القانون 36 المؤرخ في 22 جوان 1990 بشأن صندوق النفط النرويجي، حيث يضم صندوق المعاشات الحكومي "Government Pension Fund" صندوقين منفصلين،<sup>2</sup> الأول هو صندوق المعاشات الحكومي العالمي (GPF Global) "Government Pension Fund Global" وهي التسمية الجديدة لـ "صندوق النفط النرويجي" (تمت في 1 جانفي 2006)، تمتاز أصوله بالتنوع وهو موجه للاستثمارات في الخارج، وعلى الرغم من تسميته إلا أنه يعتبر من الصناديق السيادية وليس من صناديق المعاشات، أوكلت مهمة تسيير الصندوق لبنك النرويج لإدارة الاستثمارات (NBIM) "Norges Bank Investment Management" وهي وحدة تابعة للبنك المركزي النرويجي نيابة عن الوزارة المالية، أما الآخر فهو صندوق المعاشات الحكومي النرويجي

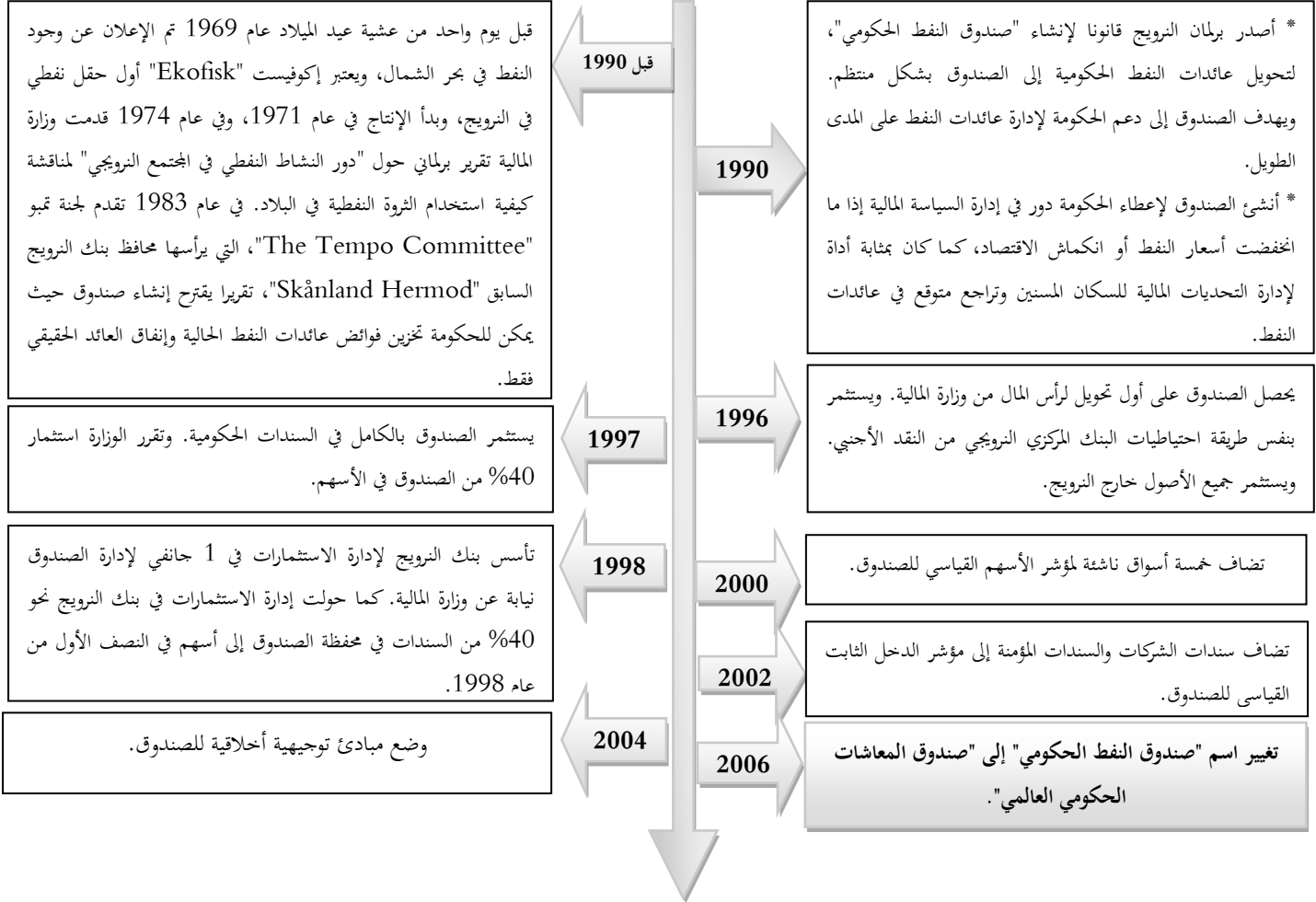
<sup>1</sup> Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op-cit, p127.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لبنك نرويجي لإدارة الاستثمار "NBIM" على الرابط: <https://www.nbim.no/en/the-fund/governance-model/government-pension-fund-act/>، تاريخ الاطلاع: 2017/01/01.

"Government Pension Fund Norway" (GPFN)، بحيث يوجه للاستثمار المحلي، تتم إدارته من قبل الشركة الوطنية "Folketrygdfondet"<sup>1</sup>.

## 2- التطور التاريخي لصندوق المعاشات الحكومي العالمي

لتوضيح التطور التاريخي لصندوق المعاشات الحكومي العالمي منذ 1990 نقدم الشكل الموالي:  
الشكل رقم (4-1): التطور التاريخي لصندوق المعاشات الحكومي العالمي للنرويج



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على موقع بنك النرويج لإدارة الاستثمار "NBIM" على الرابط: <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>، تاريخ الاطلاع: 2017/01/01.

يظهر الشكل أعلاه أن فكرة إنشاء صندوق ثروة سيادي في النرويج طرحت منذ أوائل الثمانينات، وتم تجسيد الفكرة في بداية التسعينات، وقد عرفت هذه الفترة العديد من الاضطرابات الاقتصادية (منها أزمة انخفاض أسعار النفط منتصف الثمانينات)، وإلى غاية 1996 تحصل الصندوق على أول تحويل من وزارة المالية. أهم التعديلات والتطورات

<sup>1</sup> انظر:

- Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, op-cit, p 217.

-Henry-louis Védie, **les Fonds souverains –Une puissance financière insensible aux crises-**, édition ESKA, Paris, France, 2010, p205.

- Caroline Bertin Delacour, op-cit, p193.

التي مست الصندوق السيادي النرويجي، تمحورت حول استثمارات الصندوق من خلال إضافة الأسهم في محفظة أصوله، وتفويض الإدارة التشغيلية إلى هيئة متخصصة سنة 1998، وكذا الالتزام بالمبادئ الأخلاقية التي أقرها البرلمان منذ 2004، كما تم تغيير التسمية الرسمية للصندوق السيادي النرويجي من "صندوق النفط الحكومي" إلى "صندوق المعاشات الحكومي العالمي" سنة 2006.

### 3- إطار حوكمة "صندوق المعاشات الحكومي العالمي"

لا يشكل صندوق المعاشات العالمي كيانا قانونيا منفصلا وليس له مجلس تنفيذي أو موظف إداري خاص به، ولكنه يشير إلى إيداع كروني نرويجي معين وضعته وزارة المالية مع بنك النرويج، يتمثل هدف الإدارة في تعظيم العائد على الصندوق مقاسا بالعملة الدولية، في حدود مستوى مقبول من المخاطر. ضمن هذا الهدف المالي الشامل تتم إدارة الصندوق بشكل مسؤول<sup>1</sup>.

تحدد أدوار ومسؤوليات الهيئات المشرفة على صندوق المعاشات العالمي على النحو الموالي:<sup>2</sup>

➤ **البرلمان النرويجي:** وضع الإطار التنظيمي للصندوق في إطار "قانون صندوق المعاشات الحكومي" (GPFA)، وحسب الفقرة الثانية منه "يتم وضع صندوق المعاشات الحكومي العالمي كحساب في بنك المركزي النرويجي، وتدار القيمة المقابلة وفقا للقواعد التي تضعها وزارة المالية"<sup>3</sup>.

➤ **وزارة المالية:** تتحمل المسؤولية الرسمية عن إدارة الصندوق وتعمل بصفقتها مالك الأصول. أصدرت الوزارة مبادئ توجيهية عامة للاستثمار في تفويض إداري منفصل إلى بنك النرويج، كما أصدرت مبادئ توجيهية لمراقبة واستبعاد الشركات من صندوق المعاشات، توجد مثل هذه المبادئ التوجيهية للحد من مخاطر استثمار الصندوق في الشركات التي تعتبر انتهاكا خطيرا للمعايير الأخلاقية الأساسية. تحدد المبادئ التوجيهية عملية مراقبة أو استبعاد أو إعادة قبول الشركات. يتلقى بنك النرويج توصيات بشأن استبعاد أو مراقبة أو إعادة قبول الشركات من مجلس مستقل للأخلاقيات الذي وضعته الوزارة. ويقع القرار النهائي على عاتق المجلس التنفيذي لبنك النرويج.

➤ **المجلس التنفيذي لبنك النرويج:** هو المسؤول عن عمليات إدارة الأصول داخل البنك. يتكون المجلس من ثمانية أعضاء يعينهم الملك في المجلس. يتولى محافظ بنك النرويج رئاسة المجلس التنفيذي، ويتولى نائبان من

\* بنى GPFG على مدى السنوات الماضية موقع قيادي واسع النطاق كمشترم مسؤول، وهو واحد من ثلاث صناديق الثروة السيادية فقط التي وقعت على مبادئ الاستثمار المسؤول التي ترعاها الأمم المتحدة (PRI) Principles of Responsible Investment (PRI). انظر:

Sven Behrendt, **Norway's Government Pension Fund Global Rebalances Governance of Responsible Investment Policy**, Sovereign Wealth Funds Update Series April 2014, GeoEconomica, p2.

<sup>1</sup> Norwegian Ministry of Finance, **Adherence of the Government Pension Fund Global (GPFG) to the Santiago principles**, February 2017, p3.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 6.

<sup>3</sup> انظر: بنك النرويج لإدارة الاستثمار "NBIM" على الرابط: <https://www.nbim.no/en/the-fund/governance-model> ، تاريخ الاطلاع 2017/01/01.

المحافظين كمنصب نائب أول وثاني لرئيس المجلس التنفيذي. يتحمل نائب الرئيس الثاني مسؤولية خاصة عن صندوق المعاشات. أصدر المجلس التنفيذي وثائق حوكمة تكميلية لإدارة الصندوق، وقام بتفويض الإدارة التنفيذية للصندوق إلى المدير التنفيذي لوحدة إدارة الأصول داخل البنك (بنك النرويج لإدارة الاستثمار) "NBIM". يتم تنظيم قسم العقارات في وحدة بنك النرويج بنك لإدارة العقارات "NBREM" (Norges Bank Real Estate Management) ككيان منفصل مع مجموعة القيادات الخاصة به لضمان القدرات والخبرة المتخصصة وثقافة المؤسسة والاستثمار المصممة خصيصا للاستثمارات في العقارات غير المدرجة. الرئيس التنفيذي لـ NBREM يتولى المسؤولية اليومية عن تنظيم القطاع العقاري بأكمله. يحافظ المدير التنفيذي لبنك النرويج لإدارة الاستثمار على المسؤولية الشاملة عن الإدارة التشغيلية لـ صندوق المعاشات العالمي ككل، بما في ذلك الاستثمارات في العقارات غير المدرجة.

يعتبر بنك النرويج لإدارة الاستثمار مسؤولاً رسمياً عن تحقيق أقصى قدر من العائد في حدود تحمل مخاطر معينة، وهو مسؤول أمام وزارة المالية والبرلمان، ويقدم تقارير بشكل منتظم عن عملياته الاستثمارية، وتخضع التقارير السنوية للمراجعة الخارجية.<sup>1</sup>

ينص تفويض الإدارة الذي وضعته وزارة المالية على أن يتخذ بنك النرويج قرارات الاستثمار وأن يمارس حقوق الملكية بشكل مستقل عن الوزارة.

يوضح الشكل الموالي الهيئات المنظمة لعمل صندوق المعاشات الحكومي النرويجي على النحو الموالي:

<sup>1</sup> Caner Mehmet, Grennes Thomas, **le fonds souverain norvégien**, Revue d'économie financière, Hors-série, 2009, les fonds souverains : numéro hors-série 2009, pp 125, 126.

الشكل رقم (4-2): الهيئات المشرفة والمنظمة لصندوق المعاشات الحكومي العالمي



المصدر: Norwegian Ministry of Finance, **Adherence of the Government Pension Fund Global (GPF) to the Santiago principles**, Ibid, p6.

يتضح من خلال الشكل أعلاه وجود تقسيم واضح لمهام الهيئات المشرفة على صندوق المعاشات العالمي، وهو يساعد في عملية تقييم ومراقبة الأداء، ومن الملاحظ أيضا سعي الصندوق في إطاره التشغيلي إلى تحقيق الكفاءة، فقد أنشأت NBIM هيئة متخصصة في مجال الاستثمار العقاري، الذي أقرته وزارة المالية ضمن الأصول المستثمر فيها سنة 2008.

## ثانيا/ آلية عمل "صندوق المعاشات الحكومي العالمي"

تحدد آلية عمل صندوق المعاشات العالمي من خلال قواعد السحب والإيداع المنظمة للصندوق، وكذا استراتيجيته الاستثمارية، وهي على النحو التالي.

## 1- قواعد السحب والإيداع لصندوق المعاشات في إطار المبادئ التوجيهية للسياسة المالية

أنشئ صندوق المعاشات العالمي في النرويج كأداة للسياسات المالية بهدف دعم الإدارة الطويلة الأجل لإيرادات النفط، ويتم تحويل عائدات النفط بانتظام إلى الصندوق، ويتم استثمارها في الخارج لتجنب التضخم في الاقتصاد النرويجي، وليس للصندوق أي التزامات رسمية اتجاه المعاشات، بل إنها مصممة لإعطاء الحكومة مرونة فيما يتعلق بالسياسة المالية لإدارة الانكماش الاقتصادي و / أو انخفاض أسعار النفط.<sup>1</sup>

تحدد قواعد التمويل والسحب من صندوق المعاشات الحكومي على النحو الموالي:<sup>2</sup>

➤ يتضمن قانون صندوق التقاعد الحكومي (GPFA)، تحديد عمليات التمويل والسحب من الصندوق، يتألف دخل الصندوق من التدفقات النقدية الصافية عن الأنشطة النفطية، والتي يتم تحويلها من ميزانية الدولة، والنتائج الصافية للمعاملات المالية المرتبطة بالأنشطة البترولية وعائد رأس المال الخاص بالصندوق.

➤ لا يمكن استخدام رأس المال في صندوق المعاشات للتحويلات إلى ميزانية العامة إلا بموجب قرار من البرلمان النرويجي. وتشمل عمليات التحويل هذه عجز الميزانية غير النفطية. تعتمد السياسة الاقتصادية على القاعدة المالية، التي ينص على أن إنفاق إيرادات النفط على الميزانية العامة مع مرور الوقت سيكون مساويا لمعدل العائد الحقيقي المتوقع في الصندوق. المبدأ التوجيهي من مما يسمح للإنفاق الحكومي أن يكون مشروطا بالظروف الاقتصادية السائدة\*.

➤ لا يوجد نقل رأس المال بين صندوق المعاشات الحكومي العالمي (GPFNG) وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي (GPFN).

➤ تدعم المبادئ التوجيهية للسياسة المالية الحفاظ على الثروة مع مرور الوقت، وبالتالي تعمل على حماية الرفاهية للأجيال القادمة، في حين لا يمكن إنفاق رأس مال الصندوق إلا مرة واحدة، إلا أن العائد الحقيقي قد يمول

<sup>1</sup> انظر:

- بنك النرويج لإدارة الاستثمار "NBIM" على الرابط: <https://www.nbim.no/en/the-fund/governance-model/government-pension-fund-act/>، تاريخ الاطلاع 2017/01/01.

- The Sovereign Wealth Fund Initiative, **Government Pension Fund Global (Norway)**, the Center for Emerging Market Enterprises at the Fletcher School, July 2012, p1.

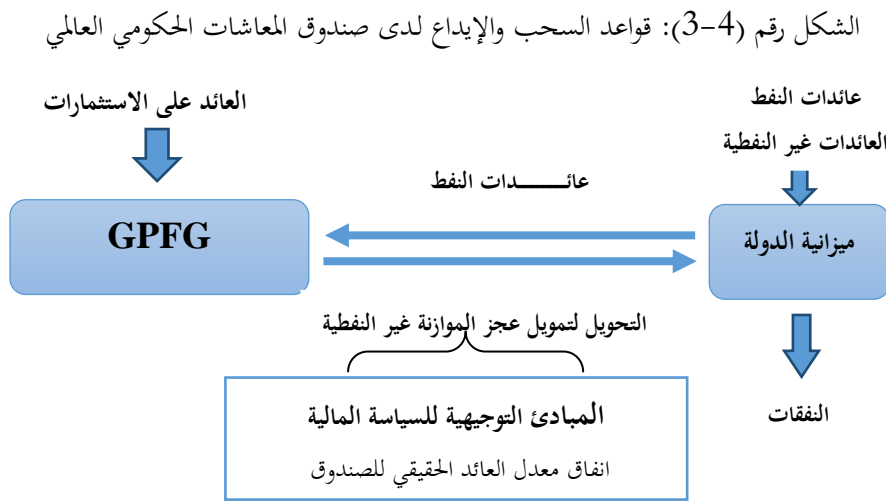
<sup>2</sup> Norwegian Ministry of Finance, **Adherence of the Government Pension Fund Global (GPFNG) to the Santiago principles**, op.cit, p4.

\* المدير بالذكر أن البرلمان النرويجي وافق سنة 2001 على مبادئ توجيهية للسياسة المالية تنص على أن التحويل السنوي من الصندوق إلى ميزانية الدولة (غير النفطية) يجب أن يتوافق مع العائد الحقيقي المتوقع للصندوق، والذي يقدر بـ 4% في الظروف العادية. وقد تم مؤخرا تم تعديل هذه النسبة وتخفيضها إلى 3%، تماشيا مع الظروف الاقتصادية العالمية السائدة، وكذا توقعات انخفاض العائد المستقبلي للصندوق.

مستوى أعلى من الإنفاق الحكومي بشكل دائم. تدعم المبادئ التوجيهية للسياسة المالية الأفق الزمني الطويل للصندوق.

➤ يستثمر صندوق المعاشات العالمي خارج النرويج فقط، رأس مال الصندوق غير مخصص لأغراض محددة، ويشكل تخصيص رأس المال للصندوق جزءاً من عملية ميزانية شفافة ومتكاملة. وطالما أن الدولة لا تجمع الديون عن طريق الاقتراض لتمويل النفقات، فإن تراكم رأس المال في صندوق المعاشات يعكس الوفورات المالية الحقيقية على جزء من الدولة.

الشكل الموالي يوضح مصدر مداخل صندوق المعاشات العالمي وكذا توجهات موارده في دعم موازنة الدولة على النحو المالي:



المصدر: Norwegian Ministry of Finance, **Adherence of the Government Pension Fund Global (GPF) to the Santiago principles**, op.cit, p4.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن إيرادات النفط تصب مباشرة في الصندوق السيادي النرويجي، وبالتالي قد عزل تماماً الموازنة العامة عن إيرادات النفط، وهو ما يحقق استقرار الموازنة العامة ضد تقلبات أسعار النفط. لدى صندوق المعاشات العالمي صلة وثيقة مع ميزانية الدولة، من حيث موارده واستخداماته، فهو يعمل في تنسيق مع أدوات السياسة المالية للدولة، وذلك النحو التالي:<sup>1</sup>

➤ **الإيرادات العامة:** يكون للصندوق صلة مع الإيرادات العامة من ناحيتين، الأولى كونه مستلم صاف وبصورة دورية للإيرادات العامة (وبالتحديد إيرادات القطاع النفطي الحكومي)، والتي تشكل جزءاً مهماً من الإيرادات العامة، ومن ناحية ثانية كونه "مكوناً" للإيرادات العامة، حيث تتولد هذه الأخيرة نتيجة قيامه بعمليات استثمار.

<sup>1</sup> محمد حسين الجبوري، طالب حسين الكريطي ومحمد ناجي محمد الزبيدي، التجربة النفطية في النرويج وإمكانية تطبيقاتها في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، المجلد الثالث، العدد العاشر، جوان 2014، ص ص 153، 154.



➤ **النفقات العامة:** فمن خلال الدور الادخاري الذي يقوم به الصندوق، فإنه سوف يعمل على تغطية وتمويل النفقات العامة في المستقبل (في الأجل الطويل)، أثناء وبعد النضوب التدريجي للاحتياطات المؤكدة من النفط.

## 2- الاستراتيجية الاستثمارية المتبعة من قبل صندوق المعاشات الحكومي العالمي

يعد صندوق المعاشات أداة للادخار العام وليس لديه التزامات مستقبلية محددة بوضوح، يتم استثمار رأس المال بالكامل في الخارج بالعملة الأجنبية، يتمثل الهدف الاستثماري في تعظيم القدرة الشرائية لرأس مال الصندوق، مع الأخذ في الاعتبار مستوى محدد من المخاطر. ويدعم اعتماد ممارسات الاستثمار المسؤولة هذا الهدف،<sup>1</sup> والشكل الموالي يلخص أهداف الاستراتيجية الاستثمارية المتبعة من طرف الصندوق على النحو الموالي:

الشكل رقم (4-4): أهداف الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي



المصدر: Age Bakker, **Government Pension Fund Global 'Norway's Sovereign Wealth**

**Fund'**, Norges Bank Investment, 26.05.2014, p17.

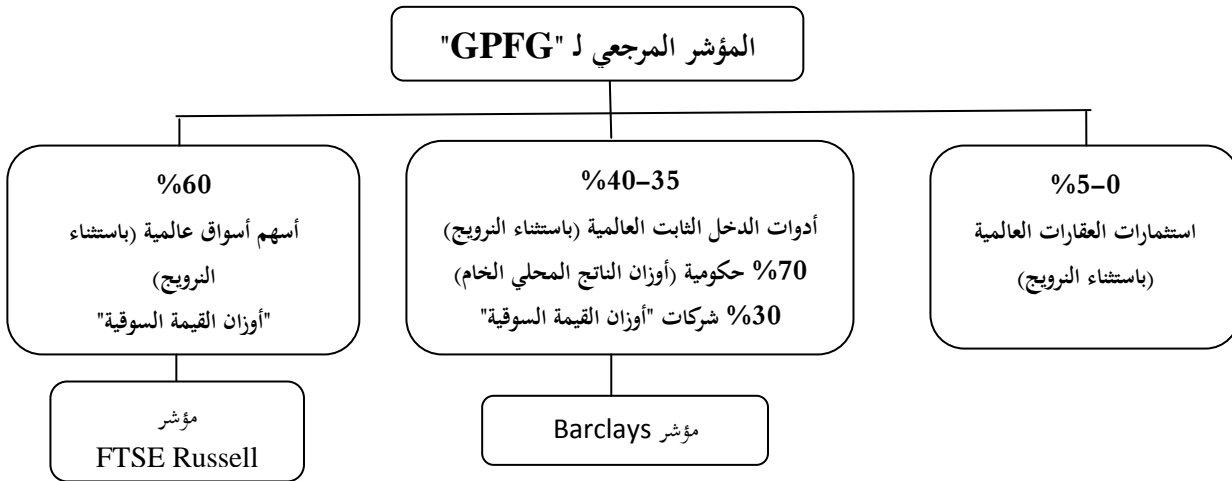
يتضح من خلال الشكل أعلاه أن الاستثمار العالمي وتنويعه يتيح للصندوق تحقيق عوائد أعلى وتوزيع المخاطر، ومنع تآكل أصوله وحماية الثروة للأجيال القادمة، كما يتم استغلال خاصيتي الحجم الكبير والمدى الطويل لاستثمارته، لتوليد عوائد إضافية وتجاوز الظروف السلبية التي عادت ما يمر بها الاقتصاد العالمي.

يتم التعبير عن استراتيجية الاستثمار لصندوق المعاشات العالمي من خلال تكوين مؤشر مرجعي استراتيجي، تستند استراتيجية الاستثمار على افتراض أن إجمالي المخاطر في الصندوق يمكن تخفيضه من خلال نشر الاستثمارات عبر عدد كبير من الأوراق المالية، أي من خلال التنويع. تعتمد المؤشرات المرجعية التي تم اختيارها لاستثمارات الأسهم والدخل الثابت على مؤشرات عالمية رائدة يمكن الوصول إليها بسهولة والتي تعدها FTSE Russell و Bloomberg على التوالي، وهي تعكس بشكل عام فرص الاستثمار المتاحة في أسواق الأسهم والسندات العالمية. تقدم المؤشرات المرجعية وصفا مفضلا لكيفية استثمار الصندوق من حيث المبدأ في مختلف البلدان والقطاعات والعملاء والشركات الفردية والسندات.<sup>2</sup> يتوزع المؤشر المرجعي لصندوق المعاشات نهاية 2015 على النحو التالي:

<sup>1</sup> موقع وزارة المالية النرويجية على الرابط: <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/id697027>، تاريخ الاطلاع: 2017/01/01.

<sup>2</sup> Norwegian Ministry of Finance, **The Management of the Government Pension Fund in 2015**, Ibid, p87.

الشكل رقم (4-5): مؤشر صندوق المعاشات الحكومي العالمي المرجعي للأسهم والسندات



المصدر: Norwegian Ministry of Finance, **The Management of the Government Pension Fund in 2015**, report n<sup>o</sup> 23 to the Storting (white paper) 2015-2016, p85.

نهاية 2015 اعتمد المؤشر المرجعي على 60% من الأسهم العالمية أوزانها مرجحة بالقيمة السوقية، 35%-40% أدوات دخل ثابت تشمل على مؤشرين فرعيين، أدوات دخل حكومية 70% و 30% للشركات، كما أضيف قطاع العقارات إلى المؤشر المرجعي، والذي تم تخصيص فيه نسبة لا تتجاوز 5% من الاستثمارات (وفيما يخص العقارات يتم الاعتماد على "Investment Property Databank" IPD<sup>1</sup>).

يلعب المؤشر المرجعي دورا هاما في إدارة صندوق المعاشات العالمي، وهو يشكل نقطة إنطلاق لاستثمارات الصندوق وتحدد تعرض الصندوق للمخاطر على المدى المتوسط والطويل. كما يحدد تخصيص رأس المال المطلوب عبر فئات الأصول والمناطق الجغرافية والعملات، مع مراعاة خصائص الصندوق وهدفه. قد ينحرف المؤشر الفعلي عن المؤشر المرجعي نتيجة لتحركات السوق وعلاوة على ذلك، هناك حد لانحراف المؤشر الفعلي ضمن تقلب نسبي متوقع قدره 1.25 نقطة مئوية. ويقاس التقلب النسبي المتوقع كم من المتوقع أن ينحرف عائد الصندوق عن عائد المؤشر المرجعي في السنة العادية<sup>2</sup>.

### ثالثا/ دراسة أداء وسلوك صندوق المعاشات الحكومي العالمي في ظل الأزمات المالية

الجدير بالذكر أن الظروف الاقتصادية العالمية غير المستقرة، هي عرضة لحدوث أزمات متكررة، شكل ذلك تحدي أمام أداء وسلوك صناديق الثروة السادية بصفة عامة، والنظر في إعادة تقييم استراتيجياتها الاستثمارية، وكذا تعديلها تماشيا مع هذه الظروف، بهدف دعم اقتصاداتها المحلية وكذا الاقتصاد العالمي ككل، وفيما يلي سيتم تحديد سلوك وأداء صندوق المعاشات العالمي فترة الأزمات المالية من خلال تطور قيمته السوقية ومعدل العائد المحقق، وكذا استراتيجياتها الاستثمارية المتبعة فترة الأزمات المالية، على النحو التالي.

<sup>1</sup> The Sovereign Wealth Fund Initiative, **Government Pension Fund Global (Norway)**, Ibid, p1

<sup>2</sup> بنك النرويج لإدارة الاستثمار على الرابط: <https://www.nbim.no/en/investments/investment-strategy>، تاريخ الاطلاع: 2017/02/02.

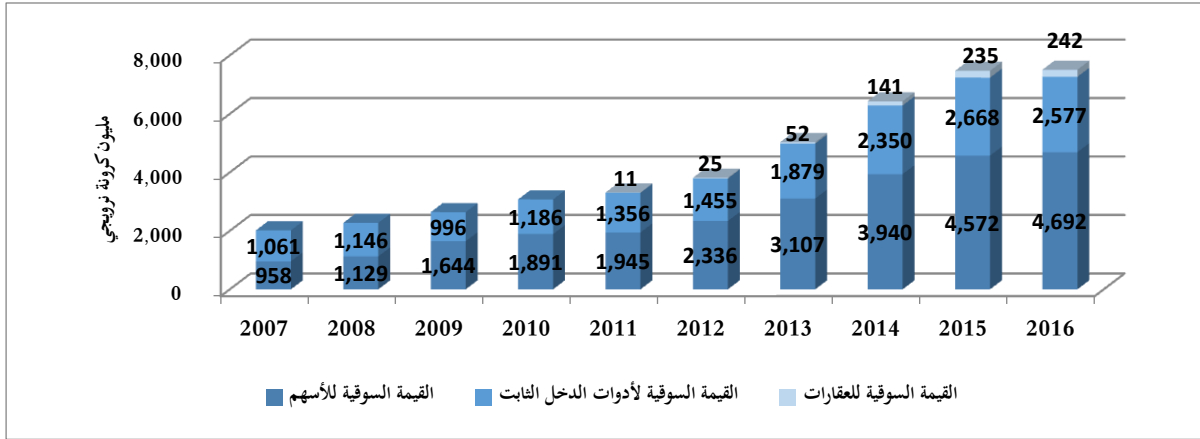
### 1/ دراسة أداء صندوق المعاشات الحكومي العالمي في ظل الأزمات المالية

بهدف دراسة أداء صندوق المعاشات الحكومي العالمي نقدم تطور القيمة السوقية لأصول الصندوق، وكذا معدلات عوائده خلال الفترة 2007 إلى 2016.

#### 1-1- تطور القيمة السوقية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي

يظهر الشكل الموالي تطور القيمة السوقية لأصول الصندوق التي تتكون أساسا من الأسهم، أدوات الدخل الثابت، وبنسبة أقل العقارات، على النحو التالي:

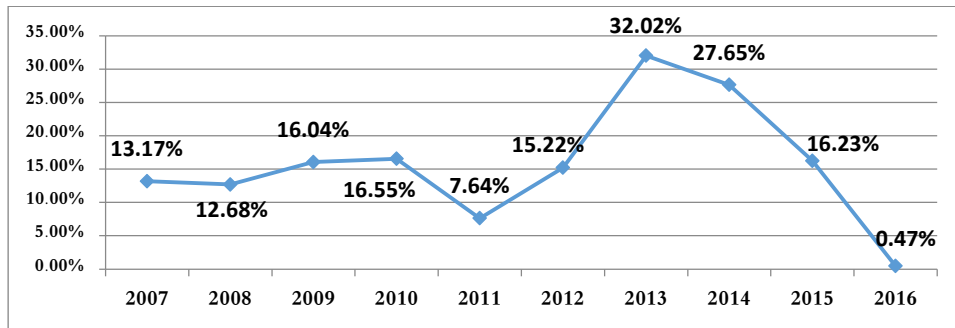
الشكل رقم (4-6): تطور القيمة السوقية لمحفظة صندوق المعاشات الحكومي العالمي حسب فئات الأصول من 2007 إلى 2016



المصدر: Government Pension Fund Global, annual report 2016, Norges Bank Investment Management, No.19, p20.

Government Pension Fund Global, annual report 2014, Norges Bank Investment Management, p16  
 عرف الصندوق النرويجي تطورا في قيمته السوقية من 2007 إلى 2016 بارتفاع قدره تقريبا 217%، إذ بلغت 7511 مليار كرونة نرويجي نهاية 2016\*، لكن بنسب زيادة تختلف من سنة لأخرى، ومن الملاحظ أن القيمة السوقية للأسهم تحدد بنسبة كبير القيمة السوقية للصندوق ككل بحيث تمثل أكثر من 50%، ولتوضيح معدلات نمو القيمة السوقية من سنة لأخرى نقدم الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-7): معدل نمو القيمة السوقية لمحفظة أصول صندوق المعاشات الحكومي العالمي من 2007 إلى 2016



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على معطيات الشكل رقم 4-6

\* وهو ما يمثل نسبة 250% من الناتج المحلي الخام، إذ يحتل صندوق المعاشات العالمي مكانة كبيرة في الاقتصاد المحلي النرويجي. انظر: موقع وزارة المالية النرويجية على الرابط: <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/market-value-and-capital-inflow/id696852> تاريخ الاطلاع: 2017/01/01.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن معدلات نمو القيمة السوقية تأثرت بشدة ابتداءً من 2014، بعد معدل نمو بلغ أقصاه سنة 2013 بـ 32.02%، حقق الصندوق معدل نمو بلغ 0.47% فقط سنة 2016، وهو أقل معدل خلال الفترة 2007-2016.

تتأثر القيمة السوقية للصندوق المعاشات العالمي بعدد من العوامل، والجدول الموالي يظهر أهم التغيرات التي طرأت على القيمة السوقية للصندوق كل سنة من 2007 إلى 2016 على النحو التالي:

الجدول رقم (4-1): تغيرات القيمة السوقية السنوية\* لصندوق المعاشات العالمي من 2007 إلى 2016 (مليار كرونة نرويجي)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
447	334	544	692	447	-86	264	613	-633	75	العائد
-105	42	147	239	276	271	182	169	384	314	السحب/الإيداع
-306	668	702	291	-220	49	-8	-418	506	-153	تغير الكرونة
35	1.044	1.393	1.222	504	234	437	365	257	235	الإجمالي

المصدر: Government Pension Fund Global, annual report 2016, Ibid, p21

اعتماداً على الجدول أعلاه نجد أنه من ناحية العائد المحقق عرف الصندوق انخفاضاً في عائداته السنوية خلال عامي 2008 و2011 لكن بعدها عرفت ارتفاعاً، أما الإيداع في الصندوق فانخفض خلال سنوات 2009، 2014 وبقية أكبر في 2015، وخلال 2016 تم السحب من الصندوق ما قيمته 105 مليار كرونة نرويجي، من ناحية أخرى تؤخذ قيمة صرف العملة النرويجية\*\* بالاعتبار عند تقدير القيمة السوقية للصندوق، باعتبار أن استثماراته موجه للخارج، وتعبّر القيمة الموجبة عن انخفاض قيمة الكرونة مقابل سلة العملات المعتمدة، والعكس بالنسبة للقيمة السالبة، وقد حققت قيمة سلبية مقدرة بـ 306 مليار كرونة في سنة 2016، وبالتالي نجد أن القيمة السوقية للصندوق ارتفعت بـ 35 مليار كرونة نرويجي فقط سنة 2016 مقارنة بـ 1044 سنة 2015.

### 1-2- تطور عائد صندوق المعاشات الحكومي العالمي

يتم استثمار صندوق المعاشات العالمي في الأوراق المالية الدولية، وعموماً يتم قياس العوائد بالعملة الدولية، وهي عبارة عن مجموعة مرجحة من العملات في المؤشر المرجعي للصندوق للأسهم والسندات. تتألف سلة عملات الصندوق من 34 عملة في نهاية عام 2016.<sup>1</sup>

الجدول الموالي يظهر تطور العائد المحقق من طرف صندوق المعاشات الحكومي العالمي خلال الفترة 2007 إلى 2016 كما يلي:

\* القيمة السوقية المحددة في الجدول خاصة بكل سنة، أما القيمة السوقية الإجمالية للصندوق (مثلاً 7510 مليون كرونة نرويجي سنة 2016) فتحسب بشكل تراكمي منذ نشأته، ويمكن الحصول عليها بالرجوع إلى التقارير السنوية الخاصة بالصندوق.

\*\* تجدر الإشارة أن التغيرات في سعر صرف الكرونة لا تؤثر على القوة الشرائية الدولية للصندوق، لأن استثماراته تتم في الأوراق المالية الدولية ولا تحول إلى العملة المحلية، كما يتم قياس العائد بشكل عام بالعملة الدولية.

<sup>1</sup> Government Pension Fund Global, annual report 2016, op.cit, p16.

الجدول رقم (4-2): تطور العائد السنوي الاسمي والصافي وفقا لسلة العملات لصندوق المعاشات العالمي (%)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
8.72	3.83	7.90	26.28	18.06	-8.84	13.34	34.27	-40.71	6.82	الأسهم
4.32	0.33	6.88	0.10	6.68	7.03	4.11	12.49	-0.54	2.96	الدخل الثابت
0.78	9.99	10.42	11.79	5.77	-4.37	-	-	-	-	العقارات
6.92	2.74	7.58	15.95	13.42	-2.54	9.62	25.62	-23.31	4.26	العائد الاسمي
5.27	1.8	6.31	14.29	11.18	-2.25	7.57	23.45	-24.38	1.05	العائد الصافي*

المصدر: تم اعداد الجدول بالاعتماد على تقارير البنك النرويجي لإدارة الاستثمار من 2007 إلى 2016.

أدت الأزمة المالية العالمية 2008 إلى انخفاض حاد في أسواق المال العالمية، وقد حقق الصندوق المعاشات العالمي أداءً سلبيًا (23.3%)، يعتبر الأكبر خلال الفترة 2007-2016، لكن تحولت الخسائر إلى مكاسب بعد ذلك، وقد حققت إدارة الصندوق على المدى الطويل أداءً جيداً خلال فترة الأزمات. يعتبر نمو أصول الصندوق وكذا عوائده الإيجابية مؤشر إيجابي على أداءه، تتحدد القيمة السوقية لأصول صندوق المعاشات العالمي من خلال ثلاث عناصر أساسية هي: العائد السنوي المحقق، عمليات التحويل إلى الصندوق والسحب منه، سعر صرف العملة، وفي حالة حدوث أي تغيير في أحد العناصر الثلاث إيجاباً أو سلباً، سيكون له تأثير على القيمة السوقية للصندوق. وبالتركيز على فترات الأزمة المالية تتحدد تطورات القيمة السوقية لصندوق المعاشات على النحو التالي:

➤ **الأزمة المالية العالمية 2008:** تحدد أداء صندوق المعاشات النرويجي فترة أزمة 2008 على النحو التالي:<sup>1</sup> بلغت القيمة السوقية لأصول صندوق المعاشات العالمي 2275 مليار كرونة نرويجي نهاية 2008، مقارنة بـ 2019 مليار كرونة نرويجي سنة 2007، مسجلة ارتفاعاً بحوالي 256 مليار كرونة نرويجي (49.6% أسهم، 50.4% أدوات دخل ثابت). استند هذا الارتفاع أساساً إلى عمليات الإيداع للصندوق التي بلغت 384 مليار كرونة نرويجي (انظر الجدول رقم 4-1) والتي تعد الأكبر حجماً خلال طول الفترة (2007-2016) وذلك بفضل ارتفاع أسعار النفط العالمية، من ناحية أخرى ساهم انخفاض قيمة الكرونة بـ 506 مليار في ارتفاع القيمة السوقية. أما من حيث العائد المحقق فقد انخفض بـ 633 مليار كرونة نرويجي، وهو أقل بحوالي 3.4% من العائد الذي تم قياسه في المحفظة المرجعية (32.3%- فعلياً مقابل 19.93%- مقدر)، يتكون عائد صندوق المعاشات أساساً من عائد محفظة الأسهم (حققت عائد سلبي 40.7%- فعلياً مقارنة بـ 39.56%- كعائد مقدر) وعائد محفظة أدوات الدخل (حققت عائد سلبي 0.52%-، مقارنة بـ 6.08% كعائد مقدر). وبالتالي حققت الإدارة التشغيلية عوائد

\* يتم احتساب العائد السنوي الصافي بعد اقتطاع تكاليف الإدارة (بما فيها رسوم المديرين الخارجيين) والتضخم (المتوسط المرجح لتضخم أسعار المستهلكين في البلدان المدرجة في المحفظة المرجعية للصندوق خلال السنوات المعنية) من العائد السنوي الاسمي.

<sup>1</sup> بالاعتماد على معطيات جدول 1-4 و 2-4 والشكل 4-6، بالإضافة إلى:

فائضة سلبية مقدر بـ 3.37%، ويرجع الأداء الضعيف في المقام الأول إلى استثمارات محفظة الدخل الثابت، التي أظهرت تنوع أقل مما كان متوقع، وبشكل خاص محفظة الديون الأمريكية المورقة التي كان يديروها مدراء خارجيين. استخدم بنك النرويج لإدارة الاستثمار المديرين الخارجيين للاستثمار في الديون الأمريكية المورقة منذ سنة 2002. وكانت هناك خسائر فادحة في تفويضات الاستثمار هذه سنة 2008. وقد اعتبر البنك أنه من الضروري وجود كفاءة داخلية في كل مجال يستثمر فيه الصندوق، بدلا من الاعتماد فقط على المدراء الخارجيين. وفي ظل هذه الظروف اعتمد بنك النرويج لإدارة الاستثمار العديد من التعديلات على مستوى استراتيجياته الاستثمارية.

➤ **أزمة الديون السيادية 2011:** تحدد أداء صندوق المعاشات النرويجي فترة أزمة 2011 على النحو التالي:<sup>1</sup> بلغت قيمة أصول الصندوق 3312 مليار كرونة نرويجي نهاية 2011، مقابل 3077 مليار كرونة نرويجي نهاية 2010، مسجلة ارتفاع بحوالي 235 مليار كرونة نرويجي، وأهم ما ميز 2011 هو القيام الصندوق بأول استثمار عقاري بلغت قيمته السوقية 11 مليار كرونة في نهاية 2011.

وقد ساهم في ارتفاع القيمة السوقية للصندوق عمليات التحويل التي بلغت 271 مليار كرونة نرويجي، وهي أقل مقارنة بسنة 2008، من ناحية أخرى عرفت قيمة الكرونة انخفاض بحوالي 49 مليار كرونة نرويجي. من حيث العائد فقد حقق الصندوق عائد سلبي بحوالي 86 مليار كرونة نرويجي، أما عائد الصندوق من دون العقارات فهو -2.55% مقابل -2.42% كمؤشر مرجعي. وقد انخفض عائد محفظة الأسهم المملوكة للصندوق بحوالي -8.8%، بحيث تراجعت أسهم المؤسسات المالية خاصة في أوروبا، بسبب توقعات تباطؤ النمو الاقتصادي والخسائر المحتملة من التخلف عن سداد الديون السيادية. حقق عائد الأسهم المالية الأوروبية في الصندوق -24.8% مقاسة بالعملة الدولية، في حين عائد الأسهم المالية الأمريكية والأسبوية -11.1% و-17.7% على التوالي. وكان القطاع المالي أكبر قطاع مستثمر فيه من أسهم الصندوق، حيث شكل 19.8% من إجمالي الموجودات في نهاية العام.

من ناحية محفظة أدوات الدخل الثابت حققت عائد 7% مع ارتفاع أسعار السندات، وشكلت السندات الحكومية 46.1% من استثمارات الدخل الثابت في الصندوق في نهاية العام. تمثل عائد حيازات السندات الحكومية للصندوق نسبة 10.5% في عام 2011. وقد فاق ارتفاع أسعار السندات الحكومية الألمانية والفرنسية والأمريكية والبريطانية واليابانية، انخفاض أسعار السندات من بعض الدول الأوروبية. أما من حيث محفظة الاستثمارات العقارية فقد أدت التكاليف الأولية للصفقات إلى عائد سلبي بحوالي -4.4%.

<sup>1</sup> بالاعتماد على معطيات جدول 1-4 و 2-4 والشكل 4-6، بالإضافة إلى:

➤ **الصدمة النفطية نهاية 2014:** تحدد أداء صندوق المعاشات النرويجي فترة أزمة 2014 على النحو التالي:<sup>1</sup> بلغت القيمة السوقية لأصول صندوق المعاشات 7511 مليار كرونة نرويجي نهاية 2016، مقابل 7475 مليار كرونة نرويجي سنة 2015، أي بزيادة قدرها 36 مليار كرونة نرويجي فقط. استند هذا الارتفاع أساساً إلى عائد الصندوق بقيمة 447 مليار كرونة نرويجي، من ناحية أخرى ساهم كل من تحسن قيمة الكرونة مقابل العملات الرئيسية التي يستثمرها الصندوق بمقدار 306 مليار كرونة، وإضافة إلى أول عملية سحب رأس المال من الصندوق بقيمة 101 مليار كرونة في تخفيض قيمة أصول الصندوق.

بلغ العائد الاسمي لصندوق المعاشات العالمي سنة 2016 معدل 6.92% ساهمت في تحقيقه ثلاث فئات من الأصول هي:

- **محفظة الأسهم:** ساهمت عوائد محفظة الأسهم بمعدل 8.72%، نتيجة لتحسن عوائد الاستثمارات خاصة في الأسواق الناشئة، إذ حققت معدل عائد 13.2%، مدفوعة بالأداء القوي من قبل عدد من الأسواق الرئيسية خاصة البرازيل وروسيا، مقابل معدل عائد 8.2% في الأسواق المتقدمة.

- **محفظة أدوات الدخل الثابت:** حققت عائد 4.32%، شملت هذه الاستثمارات أساساً السندات (بلغت حيازات السندات الحكومية 56.7% وحققت عائد 4.2%)، أما الباقي في الأوراق المالية قصيرة الأجل والودائع المصرفية. ومن الملاحظ تحسن العوائد مقارنة بسنة 2015.

- **محفظة العقارات:** ولدت استثمارات الصندوق في قطاع العقارات عائد إجمالي قدره 0.78%. تتكون الاستثمارات العقارية للصندوق من استثمارات مدرجة وغير مدرجة تتحدد على النحو الموالي:

- شكل استثمار العقارات غير المدرجة في البورصة 2.5% من استثمارات الصندوق و78.9% من المحفظة العقارية نهاية 2016، كما بلغت قيمتها السوقية 191 مليار كرونة. توجد الاستثمارات غير المدرجة في العقارات، المكاتب، والممتلكات التجارية في عدد محدود من المدن الكبرى. بلغ عائد العقارات غير المدرجة قبل تكاليف الإدارة 1.7%. من وجهة نظر المجلس التنفيذي كانت الخبرة المكتسبة من بناء إدارة العقارات في بنك النرويج إيجابية حتى نهاية 2016.
- شكلت العقارات المدرجة في البورصة 0.7% من استثمارات الصندوق و21.1% من المحفظة العقارية نهاية 2016. بلغ عائد العقارات المدرجة في البورصة -2.3%، كما بلغت قيمتها السوقية 51 مليار كرونة نرويجي.

<sup>1</sup> بالاعتماد على معطيات جدول 1-4 و2-4 والشكل 4-6، بالإضافة إلى:

## 2- دراسة سلوك صندوق المعاشات العالمي للنرويج في ظل الأزمات المالية

وفيما يلي نقدم أهم التطورات على مستوى الاستراتيجيات الاستثمارية لصندوق المعاشات فترة الأزمات المالية على النحو الموالي:

## 2-1- الأزمة المالية العالمية 2008

قام بنك النرويج لإدارة الاستثمار بإجراء تغييرات على مستوى الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات لكن من دون إلحاق خسائر مالمكيه، وذلك للاستفادة بشكل أفضل من حجم الصندوق وأفقه الاستثماري طويل الأجل، ويشكلان معا ميزة الصندوق لتخطي الظروف السوقية السيئة، ويعتبر بنك النرويج لإدارة الاستثمار أن أسواق المال العالمية هو الخيار الوحيد الذي يتيح له فرصة استثمار ثروته، وتحقيق العدالة بين الأجيال الحالية والمستقبلية، ومن أهم التعديلات التي تبناها الصندوق على مستوى استراتيجياته الاستثمارية هي:<sup>1</sup>

➤ قرار وزارة المالية زيادة مخصصات الأسهم في الصندوق من 40% إلى 60%، بحيث تستند استراتيجية الصندوق إلى شراء المزيد من الأسهم عندما تنخفض أسعارها، وأقل عندما ترتفع. وهو ما يعني:

-المزيد من الشركات في محفظة الأسهم المرجعية: تتسم محفظة الأسهم في الصندوق بتنوع كبير في كل من المنطقتين والبلدان. منذ وقت إنشاء أول استثمار في الأسهم في عام 1998، كان المؤشر المرجعي للأسهم (FTSE) يتألف من أكبر الشركات المدرجة في البورصة، على الرغم من قدرة بنك النرويج لإدارة الاستثمار أيضا على الاستثمار في الشركات الأصغر شريطة أن يتم إدراجها. واستنادا إلى نصيحة بنك النرويج، قررت وزارة المالية في جوان 2007 توسيع المحفظة المرجعية لتشمل الشركات ذات رؤوس الأموال الصغيرة " small-cap companies". هذا التغيير يعني تحسين التنوع في محفظة الأسهم، والتمثيل الأفضل لسوق الأسهم، وزيادة التعرض لقطاع من سوق الأسهم، الذي حقق عوائد أعلى من المتوسط تاريخيا.

-المزيد من البلدان في محفظة الأسهم المرجعية: قررت وزارة المالية سنة 2008 أن يتم إدراج 19 أسهم أسواق جديدة ناشئة في محفظة الأسهم المرجعية، تتمثل أساسا في روسيا، الصين والهند، ويعني أنه قد تم توسيعها بما يقارب 1000 شركة. تم إجراء هذا التغيير بشكل رئيسي خلال الربع الرابع. كان القرار مدعوما من قبل البرلمان وكان يستند جزئيا إلى نصيحة من بنك النرويج. ويعني هذا التغيير تحسين تنوع محفظة الأسهم، والتمثيل الأفضل لسوق الأسهم، وزيادة التعرض لجزء متزايد من الاقتصاد العالمي.

➤ توزعت المحفظة المرجعية للأسهم إلى 50% أسهم مدرجة في بورصات أوروبية، 35% في الأمريكيتين وأفريقيا، 15% في آسيا وأوقيانوسيا، أما من ناحية المحفظة المرجعية لأدوات الدخل الثابت توزعت 60% في أوروبا، 35% في الأمريكيتين و5% في آسيا وأوقيانوسيا.

<sup>1</sup> تم الاعتماد على التقرير السنوي لبنك النرويج لإدارة الاستثمار سنة 2008.



- سمحت وزارة المالية في صيف 2008، لبنك النرويج لإدارة الاستثمار بحيازة ما يصل إلى 10% من أسهم الشركة المستثمر فيها، بزيادة عن الحد السابق البالغ 5%.
- أضافت وزارة المالية العقارات إلى الاستثمار العالمي للصندوق، مع حصة أقصاها 5% من إجمالي الأصول.
- مشاركة صندوق المعاشات العالمي في إعادة رسملة المؤسسات المالية خلال 2008: مع انتقال آثار الأزمة المالية إلى الاقتصاد الحقيقي، أطلقت الدول الصناعية الكبرى سلسلة من حزم الدعم لمواجهة التدهور في التوقعات الاقتصادية، تم استثمار رأس المال في ستة مؤسسات، بما في ذلك اثنين من البنوك الاستثمارية. وبلغ إجمالي المبلغ المستثمر من قبل الصندوق حوالي 5.2 مليار كرونة نرويجية، وهو ما يعادل حوالي 0.26% من إجمالي رأس المال الذي جمعه المؤسسات المالية خلال التسعة أشهر الأولى من العام. وشكلت المشاركة في عمليات زيادة رأس المال في القطاع المالي أقل من 1.5% من استثمارات الصندوق الجديدة في الأسهم في عام 2008.

## 2- أزمة الديون السيادية 2011

- تمثلت أهم الإجراءات التي اتخذت على مستوى استراتيجية الاستثمار الخاصة بصندوق المعاشات العالمي فترة أزمة الديون السيادية لدول منطقة اليورو على النحو الموالي:<sup>1</sup>
- شهدت سنة 2011 أول استثمارات الصندوق في مجال العقارات، كما تم اتخاذ خطوات إضافية لزيادة الشفافية في إدارة الصندوق. وتعتبر 2011 السنة الأولى التي قدم الصندوق تقاريره المالية وفقا للمعايير الدولية (IFRS). مما يسهل مقارنة تقارير الصندوق مع التقارير الخاصة بالشركات الدولية الكبرى.
- تعديل الاستراتيجية العامة للصندوق من قبل وزارة المالية، التي حددت اتجاهاته الاستثمارية بأن يحتفظ بنسبة 60% أسهم، وبين 35% إلى 40% أدوات دخل ثابت، 5% عقارات. وقد بلغت الاستثمارات الفعلية نهاية 2011 ما نسبته 58.7% أسهم، 41% أدوات الدخل الثابت، 0.3% العقارات.
- تم تعديل المحفظة المرجعية لأدوات الدخل الثابت، وشمل ذلك خفض عدد السندات في المحفظة من حوالي 11000 إلى حوالي 5000، وتم الانتقال أيضا إلى ترجيح الناتج المحلي الإجمالي من ترجيح السوق على الديون الحكومية المقومة باليورو، مما أدى إلى خفض الاستثمارات في السندات الحكومية من بعض الدول الأوروبية المثقلة بالديون. بالإضافة إلى ذلك، تم زيادة عدد العملات والبلدان في المحفظة المرجعية، وقد شملت سندات من دول مثل الصين والهند وإندونيسيا (أعلنت وزارة المالية سنة 2012 عن خطط لتخفيض حصة الحيازات الأوروبية تدريجيا إلى نحو 40% من الصندوق وزيادة الاستثمارات في الأسواق الناشئة إلى 10%).
- من صيف 2011 حتى نهاية العام تم شراء أكثر من 150 مليار كرونة نرويجية من الأسهم الأوروبية. وكان هذا يتماشى مع الاستراتيجية طويلة الأجل للاستثمار في الأصول التي انخفضت أسعارها والتي يعتقد الصندوق أنها ستؤدي مع مرور الوقت إلى عائد مرتفع. ولأن أكثر من نصف استثمارات الصندوق في أوروبا، فإنه من الأهمية

<sup>1</sup> تم الاعتماد على التقرير السنوي لبنك النرويج لإدارة الاستثمار سنة 2011.

يمكن بالنسبة للصندوق أن تنجح السلطات في حل التحديات الهيكلية والنقدية الكبيرة التي تواجهها دول منطقة اليورو.

➤ تم تعزيز القدرات التحليلية في الأسهم والعقارات والدخل الثابت والاقتصاد الكلي. وإنشاء مجموعة لتحليل أسواق الائتمان وفريق لتحليل التطورات الاقتصادية. كما تم إنشاء وحدة تركز على الأساس النظري لأجزاء مختلفة من إدارة الصندوق. وكجزء من ذلك قدم بنك النرويج لإدارة الاستثمار مبادرة التمويل النرويجية " The Norwegian Finance Initiative (NFI) لتعزيز البحث المالي والتعليم في المجالات ذات الصلة بإدارة الصندوق على المدى الطويل.

### 3- الصدمة النفطية نهاية 2014

أهم التطورات التي عرفها صندوق المعاشات العالمي على مستوى استراتيجياته الاستثمارية، بالتركيز على معطيات سنة 2016 هي على النحو التالي:<sup>1</sup>

➤ كان تخصيص محفظة صندوق المعاشات نهاية 2016 حسب فئات الأصول إلى: 62.5% أسهم، 34.3% أدوات الدخل الثابت، 3.2% في الاستثمارات العقارية، أما جغرافيا تتجه نحو 36% من استثمارات الصندوق إلى أوروبا، 42.3% إلى أمريكا الشمالية، 17.9% في آسيا وأوقيانوسيا.

➤ تم تنظيم إدارة استثمارات الأسهم وأدوات الدخل الثابت بالنسبة للفترة 2013-2016 ضمن ثلاث استراتيجيات رئيسية هي: تخصيص الأموال "Fund allocation" واختيار الأمان "Security selection" وإدارة الأصول "Asset management". تقدم الاستراتيجيات المختلفة أهدافا مختلفة. فبينما يهدف البعض إلى زيادة عائد الصندوق إلى أقصى حد، البعض الآخر يستخدم لخفض التكاليف أو تنويع المخاطر. كما أن الأفق الزمني المناسب للتقييم يختلف من استراتيجية إلى أخرى. أحد القواسم المشتركة بينهم هي محاولة استغلال خصائص الصندوق من حيث حجمه الكبير وأفق الاستثمار الطويل الأجل.

➤ في عام 2016 أوصى بنك النرويج بزيادة حصة الأسهم في المؤشر المرجعي إلى 75% (مقارنة بـ 60%). وهذا من شأنه أن يعطي عائد متوقع أعلى طويل الأجل.

➤ في 1 جانفي 2017 تم الإعلان على أن الاستثمارات العقارية المدرجة في البورصة ستكون كجزء من محفظة الأسهم بدلا من محفظة العقارات.

➤ أعلنت الحكومة النرويجية في فبراير 2017 أن ميزانية الدولة ستستند إلى عائد متوقع بنسبة 3%، بدلا من 4% التي اعتمدت منذ بدء تطبيق القاعدة المالية في عام 2001. ووافق البرلمان بالإجماع، وبالنظر إلى انخفاض عوائد الأصول على الصعيد العالمي، أصبحت القاعدة المالية النرويجية أكثر حذرا، وستهدف الميزانية الآن عجز غير

<sup>1</sup> تم الاعتماد على معطيات التقرير السنوي لبنك النرويج لإدارة الاستثمار سنة 2016.

نفطي يعادل 3% من قيمة صندوق المعاشات العالمي بدلا من 4%. وهذا ينطوي على التغيير من موقف التوسع إلى موقف مالي محايد، من خلال الجهود الرامية إلى تحسين كفاءة الإنفاق العام.<sup>1</sup>

يتضح من خلال التحليل أعلاه أنه حتى وإن حقق صندوق المعاشات العالمي عوائد سلبية على المدى القصير فترة الأزمات المالية، إلا أنه استطاع تعويضها بعوائد موجبة على المدى الطويل، بناء على العديد من التغييرات الاستراتيجية التي تبناها، والتي تستند في مجملها إلى استغلال خصائص الصندوق من حيث الحجم والأفق الاستثماري الطويل، كزيادة نسبة استثمارات الأسهم مقابل تخفيض حصة أدوات الدخل الثابت، وإضافة العقارات إلى محفظته الاستثمارية، وقد عمل كل من بنك النرويج وبنك النرويج لإدارة الاستثمار بموافقة البرلمان على أحداث تغييرات على مستوى إدارة الصندوق من خلال إضافة وحدات متخصصة في مجالات الاستثمار العقارية، وإعتماد معايير الإفصاح الدولية. أما بخصوص الانهيار الأخير للنفط أحدث ذلك تخفيض في "القاعدة المالية" التي يعتمد عليها الصندوق إلى 3% بدلا من 4%، في ظل توقعات انخفاض العوائد طويلة الأجل إلى أقل من 4%، وذلك لضمان نمو أصول الصندوق وتحقيق هدف حماية الثروة للأجيال القادمة.

### المطلب الثاني: دراسة تجربة "جهاز قطر للاستثمار"

يتناول هذا الجزء الصندوق السيادي لدولة قطر المتمثل في جهاز قطر للاستثمار، من خلال تحديد أهم الجوانب النظرية المتعلقة به، إضافة إلى تحديد أداء وسلوك الجهاز فترة الأزمات المالية.

### أولا/ نشأة وتنظيم جهاز قطر للاستثمار

الاقتصاد القطري هو أحد أسرع الاقتصادات نموا في العالم، وتشير الأرقام إلى أنه حقق نمو حقيقي قدره 2.2% خلال سنة 2016، وأن قطر هي من بين أغنى الدول من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لنفس السنة، كما أن لقطر احتياطات من النفط والغاز المثبتة والتي يمكن استغلالها خلال السنوات المئة القادمة.<sup>2</sup> وبهدف تحقيق التنوع الاقتصادي واستغلال الموارد الطبيعية أنشأت قطر صندوق سيادي سنة 2005، وتعتبر تجربة حديث مقارنة بصناديق نفطية أنشئت منذ الخمسينات والسبعينات من القرن الماضي.

يتبع جهاز قطر للاستثمار من الصناديق السيادية التي أنشئت خلال فترة الطفرة النفطية الثالثة، وفيما يلي نحدد كل من نشأة الجهاز وكذا أهم هيئاته الإدارية والمشرفة عليه.

### 1- نشأة جهاز قطر للاستثمار

تعتبر قطر واحدة من أكبر الدول المصدرة للغاز الطبيعي السائل مما يحقق لهم ثروة من فوائض هذه السلعة الطبيعية، ولعرض إدارة إيرادات الدولة تم إنشاء المجلس الأعلى لاستثمار احتياطات الدولة بداية 2000، وفي سنة 2005

<sup>1</sup> OCDE, The 2018 Economic Survey of Norway, OECD Economic Surveys, January 2018, p21.

<sup>2</sup> وزارة التخطيط التنموي والإحصاء، قطر في أرقام، العدد الثاني والثلاثون 2017، دولة قطر، ص6.

تأسس جهاز قطر للاستثمار "QIA" (Qatar Investment Authority) بحكم قرار الأمير رقم 22 كمؤسسة استثمارية حكومية مستقلة، وبدأ العمل به في أوائل سنة 2006.<sup>1</sup> تتجلى رؤية جهاز قطر للاستثمار في أن يتم الاعتراف بها كمؤسسة استثمارية عالمية المستوى، وأن تصبح الشريك المفضل في الاختيار من قبل المستثمرين والممولين وأصحاب المصلحة الآخرين،<sup>2</sup> وبناء على هذه الرؤية تتمثل مهمة الجهاز في:<sup>3</sup>

- استثمار، إدارة وتنمية احتياطات قطر لإنشاء قيمة طويلة الأجل للدولة والأجيال القادمة.
- دعم تنمية الاقتصادي القطري التنافسي وتسهيل التنوع الاقتصادي وتنمية المواهب المحلية.

وبالتالي نجد أن الصندوق السيادي لقطر مزدوج الأهداف، بمعنى أنه يهدف لادخار الثروة للأجيال القادمة من خلال استثمار وتنمية الاحتياطات، إضافة لهدف تنمية الاقتصاد المحلي، عن طريق التنوع وتنمية القدرات المحلية.

## 2- تنظيم جهاز قطر للاستثمار

تحدد الهيئات المسيرة لجهاز قطر للاستثمار على النحو التالي:

- المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمارات "SCEAI" (Supreme Council for Economic Affairs and Investments): تملك الحكومة جهاز قطر للاستثمار، وتقدم تقاريرها إلى المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمارات، وهو أعلى هيئة لاتخاذ القرار بشأن الطاقة والاستثمار والاقتصاد في قطر. يوافق SCEAI، الذي يرأسه سمو أمير البلاد، على استراتيجية الاستثمار، وتخصيص الأموال وعلى الميزانية، فضلا عن بعض لوائح جهاز قطر للاستثمار.
- المجلس الإداري (Board of Directors): يدير جهاز قطر للاستثمار مجلس إدارة يتألف من رئيس ونائب رئيس وعدد من الأعضاء يتم تعيينهم بقرار من الأمير، الذي يحدد أيضا مكافآتهم، وبعض الأعضاء المستقلون والمؤهلون في مجال الاستثمار، ويجوز للأعضاء أن يضموا خبيرا دوليا واحدا أو أكثر.
- المجلس التنفيذي (CED): رئيس المجلس التنفيذي هو الشيخ عبد الله بن محمد بن سعود آل ثاني، يتولى مسؤولية تنفيذ والإشراف على استراتيجيات الاستثمار. وهو مسؤول أيضا عن الإدارة اليومية لجهاز قطر للاستثمار، ويدعم رئيس المجلس التنفيذي من قبل فريق الإدارة، الذي يتألف من كبار قادة جهاز قطر للاستثمار.

<sup>1</sup> معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>، تاريخ الاطلاع: 2015/01/02.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لجهاز قطر للاستثمار على الرابط: <http://www.qia.qa/About/OurMission.aspx>

<sup>3</sup> نفس المرجع.

## ثانيا/ السياسات الاستثمارية الخاصة بجهاز قطر للاستثمار

يتولى جهاز قطر للاستثمار إدارة الأموال الخاصة بالدولة والتي لا يتم استخدامها في الموازنة والنفقات الجارية ويعمل بشكل منفصل عن البنك المركزي.<sup>1</sup> يستثمر جهاز قطر للاستثمار محليا ودوليا للحد من تأثير تقلبات أسعار الطاقة. ويمكن اعتباره صندوق ادخار سيادي، من خلال سعيه لتحقيق أقصى قدر من العوائد المالية المستديمة المعدلة وفقا للمخاطر.

يسعى الجهاز إلى الاستثمارات المباشرة، وتفضيل العلامات التجارية الفاخرة والعقارات الرئيسية والبنوك\*. هذا من خلال تطوير الاستثمار في العقارات التي تقودها الشركة التابعة للصندوق الديار القطرية "Qatari Diar"،<sup>2</sup> وقطر القابضة "Qatar Holding" التي تمثل ذراع الاستثمار لدى الجهاز، تعد "قطر القابضة" شركة استثمار عالمية تأسست في عام 2006 من قبل جهاز قطر للاستثمار ومرخصة من قبل هيئة مركز قطر للمال، تستثمر محليا ودوليا في الشركات الخاصة والعامة إلى جانب استثمارات مباشرة أخرى، من أجل تحقيق عائداً طويلة الأجل على الأصول لفائدة دولة قطر وتنويع الاقتصاد.<sup>3</sup>

تنوع استثمارات جهاز قطر عبر مجموعة واسعة من الأصول وكذا عبر مناطق جغرافية مختلفة، لا يمكن تقديم نسب محددة لاتجاهات الصندوق الاستثمارية، ولكن يمكن تحديد أهم الصفقات المبرمة على النحو الموالي:

➤ **أوروبا:** يركز جهاز قطر استثماراته في أوروبا على شركات صناعة السيارات الألمانية، وبيوت الأزياء الإيطالية ونوادي كرة القدم.<sup>4</sup> بلغ حجم استثمارات جهاز قطر للاستثمار في قطاع الأصول الفاخرة من 2009 إلى 2016 مبلغ 18,280 مليون دولار أمريكي، بحيث يحتل قطاع السيارات نسبة 55% من حجم الاستثمارات، 29% اكسسوارات وأزياء، 11% متاجر، 5% مجوهرات.<sup>5</sup>

➤ **الولايات المتحدة الأمريكية:** تستثمر قطر بكثافة في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال صندوقها السيادي جهاز قطر للاستثمار وشركاته التابعة خاصة الديار القطرية، وتعزيزا لذلك أطلقت كل من الولايات المتحدة الأمريكية وقطر الحوار الاقتصادي والاستثمار "U.S.-Qatar Economic and Investment

<sup>1</sup> جون فرانسوا سيرنيك، صناديق الثروات السيادية في منطقة الخليج، تقرير موجز رقم 3 بعنوان: "الاقتصاد السياسي لمنطقة الخليج"، مركز الدراسات الدولية والإقليمية، كلية الشؤون الدولية بجامعة جورج تاون، قطر، 2012، ص8.

\* على سبيل المثال لا الحصر: Volkswagen, Barclays, Canary Wharf, Harrods, Credit Suisse, Heathrow, Glencore, Tiffany & Co., Total

<sup>2</sup> Bureau of economic and business affairs, Qatar '2017 investment climate statements', U.S. Department of State, 29 June 2017. Available at : <https://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/2017/nea/269996.htm> .

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لشركة "كتارا للضيافة" على الرابط: <http://ar.katarahospitality.com/about-us>، تاريخ الاطلاع: 2018/02/01.

<sup>4</sup> أشرف إبراهيم، القفز فوق الجغرافيا.. استثمارات قطر العالمية كأداة قوة، مقال منشور على موقع الجزيرة بتاريخ 2017/8/3 على الرابط: <http://midan.aljazeera.net/reality/economy/2017/8/3/%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%81%D8%B2-%D9%81%D9%88%D9%82-%D8%A7%D9%84%D8%AC%D8%BA%D8%B1%D8%A7%D9%81%D9%8A%D8%A7-%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1%D8%A7%D8%AA-%D9%82%D8%B7%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%8A%D8%A9-%D9%83%D8%A3%D8%AF%D8%A7%D8%A9-%D9%82%D9%88%D8%A9> . تاريخ الاطلاع: 2017/11/1.

<sup>5</sup>Javier Santinso et al, **Sovereign Wealth Funds 2016**, p74.

"Dialogue" في أكتوبر 2015 في واشنطن العاصمة، لتعزيز العلاقات الاقتصادية الثنائية، والمساعدة في معالجة العقبات التي تعوق الاستثمار والتجارة. وقد ناقش المسؤولون إيجابيات الشراكة الاقتصادية بين البلدين بما في ذلك: توسيع مكتب الجهاز في نيويورك الذي يخطط لاستثمار 35 مليار دولار أمريكي في الولايات المتحدة في الفترة 2016-2021. عقدت الدورة الثانية للحوار في الدوحة في ديسمبر 2016، وأعلن الجهاز عن استثماره لما لا يقل عن 10 مليار دولار أمريكي في تنشيط البنية التحتية في الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>1</sup>

➤ **روسيا:** استخدمت قطر صندوقها السيادي من خلال ثلاثة استثمارات رئيسية. ففي عام 2013 قام جهاز قطر بشراء حصة 500 مليون دولار أمريكي في البنك الروسي "V.T.B". وفي أكتوبر 2015 امتلك الجهاز نسبة 25% في مطار سانت بطرسبرغ في بولكوفو. أما في جانفي 2016 قام الجهاز بأكبر استثمار له في روسيا بالاشتراك مع الشركة البريطانية "Glencore"، وقد تم استثمار 11.3 مليار دولار أمريكي في روزنفيت الروسية "Rosneft"، وتمثل الصفقة خمس محفظة شركة النفط العملاقة الروسية. وقال الرئيس الروسي فلاديمير بوتين أن الصفقة كانت أكبر عملية بيع وشراء في قطاع النفط والغاز العالمي لعام 2016.<sup>2</sup>

➤ **آسيا:** أبرمت جهاز قطر سنة 2014 اتفاقا مع مجموعة سيتيك الصينية "CITIC" المملوكة للدولة لتشكيل صندوق بقيمة 10 مليارات دولار أمريكي للاستثمار في آسيا، وسيساعد صندوق الاستثمار المشترك 50:50 جهاز قطر على تنويع استثماراته بعيدا عن أوروبا. وقال "أحمد السيد" في مؤتمر بكين الاستثماري أن الجهاز يخطط لاستثمار ما بين 15-20 مليار دولار أمريكي في آسيا خلال السنوات الخمس المقبلة. ويقوم الجهاز بتوسيع مكتبه في بكين، حيث يتطلع للاستثمار في قطاع العقارات والبنى التحتية والرعاية الصحية في الصين. كما أشار "السيد" إلى الفرص المحتملة في قطاع الاستهلاك والخدمات والتكنولوجيا والإعلام والاتصالات، لكنه أكد على أن جهاز قطر للاستثمار سينظر في أي استثمار واعد.<sup>3</sup> وفي جوان 2016 قام الجهاز بالاستحواذ على برج "آسيا سكوير" في سنغافورة، من شركة "بلاك روك" بقيمة 2.5 مليار دولار أمريكي، فيما اعتبر أكبر صفقة في مجال المكاتب في سنغافورة.<sup>4</sup>

محليا يمتلك جهاز قطر مطار حمد الدولي بقيمة 17 مليار دولار أمريكي، والخطوط الجوية القطرية، ويُعد الجهاز أكبر مستثمر في سوق قطر للأوراق المالية، حيث يمتلك بنك قطر الوطني "QNB"، يمتلك الجهاز أيضا شركة الاتصالات "أوريدو" التي تعمل في 12 دولة تقريبا.<sup>5</sup> وقد كان أكبر استثمار وأكثره أهمية للديار القطرية هو مشروع مشترك بقيمة 24.4 مليار دولار أمريكي مع "Dutsche Bahn" لتطوير نظام السكك الحديدية في البلاد سنة

<sup>1</sup> Bureau of Economic and Business Affairs, Qatar '2017 investment climate statements', Ibid.

<sup>2</sup> Theodore Karasik, Why is Qatar Investing so much in Russia?, Middle East Institute, 8 Mars 2017. Available at: <http://www.mei.edu/content/article/why-qatar-investing-so-much-russia>

<sup>3</sup> SWF Institute, QIA and CITIC form 10\$ billion JV fund, 4 November 2014. Available at: <https://www.swfinstitute.org/swf-news/next-phase-qia-and-citic-form-10-billion-jv-fund/>.

<sup>4</sup> أشرف إبراهيم، مرجع سبق ذكره.

<sup>5</sup> نفس المرجع.

2009. كما يقوم الجهاز باستثمارات في الزراعة في الخارج لأغراض الأمن الغذائي من خلال شركة حصاد الغذائية "Hassad Food"، وشركة الغرافة للاستثمار "Al Gharrafa Investment Company" <sup>1</sup>.

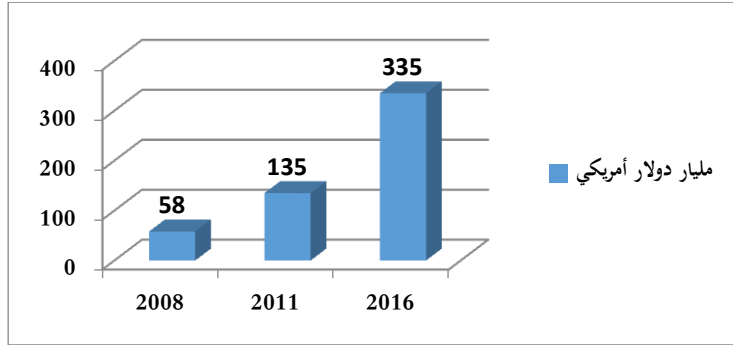
### ثالثا/ دراسة أداء وسلوك جهاز قطر للاستثمار في ظل الأزمات المالية

لا يمكن تحديد أداء جهاز قطر للاستثمار من خلال حجم أصوله أو عوائده المحققة لأنه لا يقدم تقارير سنوية مفصلة، وفيما يلي سيتم الوقوف على أهم التغيرات التي اعتمدها الجهاز على مستوى استراتيجياته الاستثمارية.

### 1- دراسة أداء جهاز قطر للاستثمار في ظل الأزمات المالية

يعتبر جهاز قطر للاستثمار من الصناديق السيادية متدنية الشفافية (10/5 حسب مؤشر لينابورغ-مادول)، فهو لا يقدم تقارير دورية عن حجم أصوله واستثماراته، فالقيم المقدمة حول أصوله وحجم استثماراته هي عبارة عن تقديرات من طرف هيئات متخصصة، وبالتالي نجدتها تختلف من هيئة لأخرى، والشكل الموالي يحدد تقدير لأصول الجهاز النحو الموالي:

الشكل رقم (4-8): القيم المقدرة لحجم الأصول المدارة من طرف جهاز قطر للاستثمار



المصدر: William Miracky, Bernardo Bortolotti, **Weathering the Storm: Sovereign Wealth Fund in the global Economic crisis of 2008**, Ibid, p9.

-Bocconi University, **Follow the Money: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011**, Paolo Baffi Carefin Centre on international markets, banking, Finance and regulation, Milan, p7.

-Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, op.cit, p8.

يظهر الشكل أعلاه التطور الكبير في حجم الأصول المقدرة لجهاز قطر للاستثمار، ويعتبر الجهاز من الصناديق السيادية التي ظهرت خلال الجيل الثالث (فترة الطفرة النفطية الثالثة)، وقد عرفت أصولها نموا بمعدل 133% من 2008\* إلى 2011، و 148% من 2011 إلى 2016، وذلك نتيجة لحجم استثماراته المحلية والدولية، إذ يعتبر من أنشط الصناديق السيادية خليجيا، عربيا وعالميا.

<sup>1</sup> Bocconi University, **Cautious change: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012**, Paolo Baffi Carefin Centre on international markets, banking, Finance and regulation, Milan, p10.

\* في المقابل قدرت حجم خسائر أصول جهاز قطر للاستثمار بـ 27 مليار دولار أمريكي من نهاية 2007 إلى نهاية 2008، وتمثل هذه الخسارة معدل 41% من حجم المحفظة نهاية 2007. انظر: Brad Setser and Rachel Ziemba, **GCC Sovereign Funds: Reversal of fortune**, working paper, council on foreign relation, Center for Geoeconomic Studies, January 2009, p2

## 2- دراسة سلوك جهاز قطر للاستثمار في ظل الأزمات المالية

تحدد سلوك جهاز قطر للاستثمار فترة الأزمات المالية على النحو التالي:

## 2-1- الأزمة المالية العالمية 2008

كان الجهاز من أكثر الصناديق السيادية نشاطا فترة الأزمة المالية العالمية 2008، إذ نفذ 24 صفقة، بقيمة حوالي 14.8 مليار دولار،<sup>1</sup> وقد احتل قطاع الخدمات المالية نسبة كبيرة منها، من خلال قيامه بعمليات إعادة رسملة المؤسسات المالية الغربية المتأثرة بالأزمة، ومن أهم الصفقات المبرمة هي:<sup>2</sup>

- قام الجهاز بإستثمار 3 مليار دولار أمريكي في بنك Credit Suisse\* في 1 جانفي 2008.
- استثمر الجهاز 3.483 مليون دولار أمريكي في بنك "Barclays PLC".
- واصل الجهاز في استثماراته الأوروبية من خلال استحواذ شركة الديار القطرية على شركة Cegelec SA (CS) ، التي تقدم خدمات الهندسة الكهربائية مقابل 3 مليارات دولار، في 31 جويلية 2008.
- يتابع الجهاز استثماراته لشهر جانفي في Credit Suisse من خلال تزويد البنك بمبلغ 2.2 مليار دولار، في 30 أكتوبر 2008.
- في 2 نوفمبر 2008 وقع الجهاز على مذكرة تفاهم مع الحكومة البريطانية بشأن شراكة جديدة لإنشاء صندوق استثمار جديد في التكنولوجيا النظيفة "قطر - المملكة المتحدة" بقيمة 250 مليون جنيه إسترليني.
- والجدير بالذكر أن جهاز قطر للاستثمار تعرض لخسائر كبيرة نتيجة انخفاض الأصول المالية المستثمر فيها، كما تميزت فترة الأزمة المالية باتجاه أموال الصناديق السيادية محليا لتمويل عمليات الإنقاذ وحزم التحفيز، ففي 13 أكتوبر 2008 أطلق جهاز قطر خطة بقيمة 5.3 مليار دولار أمريكي لشراء أسهم مصرفية قطرية لتعزيز الثقة في بنوك الإمارة بعد تراجع حاد في قطاع البنوك.
- كما تميزت فترة 2008-2009 تفعيل الاستثمارات المباشرة من قبل الجهاز، وكذا إنشاء فرق استثمارية جديدة بما في ذلك المحفظة العامة والمؤسسات المالية والعقارات. وقرار مجلس الإدارة بالانتقال إلى عملية تخصيص ديناميكية، مع التركيز على اختيار الأصول.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> William Miracky, Bernardo Bortolotti, **Weathering the Storm: Sovereign Wealth Fund in the global Economic crisis of 2008**, op.cit, p24.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص31، 33.

\* وقال المتحدث باسم كريدي سويس: "أن جهاز قطر للاستثمار استحوذ على حصة كبيرة في كريدي سويس في عام 2008، في خضم الأزمة المالية العالمية، ولو لم يضح الجهاز تمويلاته كان من المرجح أن يتطلب إنقاذ كريدي سويس خطة إنقاذ حكومية". وأفادت صحيفة "Tages-Anzeiger" أن جهاز قطر للاستثمار تحصل على أرباح سنوية تبلغ حوالي 50 مليون فرنك سويسري من "كريدي سويس"، و400 مليون فرنك إضافية من إستثمارات أخرى في البنك. وبين عامي 2010 و 2017 كان لدى قطر ممثل في مجلس إدارة البنك. انظر:

Matthew Allen, **Qatari investments in Swiss firms start to look awkward**, Swissinfo.ch ,8 June 2017. Available at: [https://www.swissinfo.ch/eng/terrorist-funding-\\_qatari-investments-in-swiss-firms-start-to-look-awkward/43243124](https://www.swissinfo.ch/eng/terrorist-funding-_qatari-investments-in-swiss-firms-start-to-look-awkward/43243124).

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لجهاز قطر للاستثمار على الرابط : <http://www.qia.qa/About/OurHistory.aspx>، تاريخ الاطلاع: 2017/02/01.



## 2-2- أزمة الديون السيادية 2011

تميزت فترة 2011-2012 بحجم الانفاق الكبير من قبل جهاز قطر، ففي نهاية 2011 بلغت قيمة الاستثمارات المباشرة للجهاز قطر 11.98 مليار دولار أمريكي، من خلال 26 صفقة، وقد احتل المرتبة الثالثة من حيث قيمة الاستثمارات مقارنة بالصناديق السيادية الأخرى، كاستثمار 3.1 مليار دولار أمريكي في بنك " Credit Suisse AG"، واستثمار 2.7 مليار دولار في مؤسسة " Iberdrola SA" الإسبانية.<sup>1</sup>

أما سنة 2012 تفوق جهاز قطر على جميع الصناديق السيادية من حيث حجم الانفاق، إذ بلغت قيمة الصفقات التي أنجزها 16.81 مليار دولار أمريكي، من خلال 37 صفقة،<sup>2</sup> ومن الملاحظ أيضا أن اتباع الجهاز لاستراتيجية الاستثمار المباشرة في الأسهم، من خلال الحصول على حصص كبيرة في الشركات المدرجة في البورصة، أسفرت عن خسائر كبيرة فترة الأزمة المالية العالمية 2008 في عمليات استحواذه على البنوك الغربية، ومن أجل تدارك ذلك اتبع الجهاز استراتيجية الاستثمار المشتركة، على سبيل المثال، تم تنفيذ إعادة رسملة Credit Suisse (الذي تم إنقاذه من قبل الجهاز سنة 2008) في شهر جويلية 2012 بقيمة تقارب 3.8 مليار دولار أمريكي من قبل مجموعة من المساهمين الحاليين وستة من المستثمرين المؤسسين، بما في ذلك ثلاث صناديق الثروة السيادية (قطر القابضة، صندوق المعاشات النرويجي و Temasek Holdings). ومن أهم الاستثمارات المشتركة لجهاز قطر مايلي:<sup>3</sup>

- صفقة توتال "Total SA" بين شركة الاستثمار الصينية والجهاز بقيمة 6.39 مليار دولار أمريكي.
- صفقة "Xstrata plc" شركة استثمار حكومة سنغافورة والجهاز بقيمة 5.17 مليار دولار أمريكي.
- صفقة "FGP Topco Ltd" بين شركة الاستثمار الصينية والجهاز بقيمة 2.18 مليار دولار أمريكي.
- صفقة كريدي سويس بين Temasek Holdings السنغافوري، صندوق المعاشات العالمي النرويجي، جهاز قطر بقيمة 0.97 مليار دولار أمريكي.

من الملاحظ أعلاه أن أكبر صفقات جهاز قطر للاستثمار تمت في أوروبا، حتى في ظل ظروف عدم الاستقرار المالي لدول منطقة اليورو، لكن هناك انخفاض في الاستثمارات نحو القطاع المالي، إضافة إلى القيام بالعديد من الاستثمارات المشتركة مع صناديق سيادية أخرى، كآلية لتوزيع المخاطر، وتحقيق تبادل الخبرات.

## 2-3- الصدمة النفطية نهاية 2014

توقعت قطر عجز ميزانيتها العامة بسبب انخفاض أسعار الهيدروكربونات في عام 2017، ويرجع ذلك جزئيا إلى قرار حكومة قطر الحفاظ على مستويات عالية من الإنفاق الحكومي سعيا لتحقيق رؤيتها الوطنية لعام 2030.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Bocconi University, **Follow the Money: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011**, Ibid, p20.

<sup>2</sup> Bocconi University, **Cautious change: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012**, Ibid, p p28, 29.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص ص24، 25.

<sup>4</sup> Bureau of economic and business affairs, **Qatar '2017 investment climate statements'**, op.cit.

حافظ جهاز قطر للاستثمار على مكانته كأكثر الصناديق السيادية نشاطاً، بحيث احتل المرتبة الأولى من حيث قيمة الاستثمارات المباشرة (12 مليار دولار أمريكي)، وكذا عدد الصفقات (16 صفقة). أهم استثمارات الجهاز نهاية 2015 تتحدد على النحو التالي:<sup>1</sup>

- أكبر صفقة في هذا العام في قطاع المالي، بقيمة 2.9 مليار دولار أمريكي للاستحواذ على " Turkish Finansbank" من قبل بنك قطر الوطني (QNB) لصالح البنك المركزي اليوناني (اضطر البنك اليوناني إلى طرح فرعه التركي للبيع بهدف سد العجز في رأس المال الذي حدده اختبارات الضغط للبنك المركزي الأوروبي في أكتوبر)، يعتبر منطلق الصفقة مختلف تماماً. فعن طريق الاستحواذ على شركة تابعة أجنبية، يراهن المستثمرون القطريون على دولة ناشئة، في الوقت الذي يوفر فيه السيولة المطلوبة بشدة لمؤسسة يونانية. حل مريح للجانبين، ودليل على دور المستثمر السيادي في إحداث الاستقرار الأوقات الصعبة.
- في قطاع المطاعم والفنادق استحوذت "Constellations Hotels Holding"، وهي الذراع المتخصصة لـ جهاز قطر، على شركة "Coroin" وهي شركة مقرها أيرلندا، بقيمة 2.4 مليار دولار أمريكي.
- في قطاع العقارات:

- استحوذت قطر القابضة على منطقة الأعمال والمنطقة السكنية الجديدة Porta Nuova بقيمة 1.2 مليار دولار، بعد الاستحواذ الأولي على حصة تبلغ 40% في عام 2013.
- صفقة بقيمة 1.94 مليار دولار أمريكي استحوذ من خلالها جهاز قطر على "Songbird" مالك أغلبية لشركة Canary Wharf، والتي تعد مجموعة ناظحات السحاب في شرق لندن، موطن إحدى المناطق المالية الرائدة في العالم.

خلال عام 2015، استبعد جهاز قطر بعض الحصص كجزء من التعديل الوزاري المدفوع بمخاوف انخفاض أسعار النفط. وكانت أبرز عمليتين لتصفية الاستثمارات: الأولى لشركات البناء وهما شركة Hochtief الألمانية وشركة Vinci SA الفرنسية، ومبيعات العقارات في لندن بقيمة إجمالية تجاوزت 1.5 مليار دولار أمريكي. لم تكشف الجهاز عن تأثير هذه المبيعات على الميزانية العمومية للصندوق، ولكن يمكن أن يكون لها تأثير في سنة صعبة بالفعل تميزت بالخسائر الفادحة في فولكسفاجن "Volkswagen" وجلينكور "Glencore".<sup>2</sup>

في أعقاب المراجعة التي أجراها جهاز قطر للاستثمار تم الكشف عن استراتيجية استثمارية جديدة من خلال تركيز استثماراته على آسيا والولايات المتحدة لاستكمال قاعدة قوية لها في قطاع العقارات الأوروبي والشركات الكبرى.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> تم الاعتماد على تقرير جامعة بوكوني لسنة 2015.

<sup>2</sup> Bocconi University, *The sky did not fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015*, op.cit , P16.

<sup>3</sup> Simeon Kerr, *Qatar's sovereign wealth fund looks to diversify in Asia and US*, 28 June 2015, Financial Times. available at : <https://www.ft.com/content/dd04201c-15bd-11e5-be54-00144feabdc0>.

لا يمكن الوقوف على حقيقة أداء جهاز قطر للاستثمار فترة الأزمات المالية نظرا لعدم إفصاح الصندوق عن حجم أصوله الفعلية، ونسب عوائده المحققة، وكذا حجم المخاطر والحسائر التي تعرض لها، لكن بالاعتماد على حجم وعدد الصفقات المبرمة وكذا توجهاته الجغرافية، يعتبر الجهاز من أنشط الصناديق السيادية فترة الأزمات المالية، مما يتيح له درجة كبيرة من التنوع، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008، التي كان فيها القطاع المالي هو القطاع المهيمن على استثمارات الصندوق، ويلاحظ اتجاه الصندوق لاكتساب فرص استثمارية في مجال العقارات، البنى التحتية، الفنادق، ليس فقط في الدول المتقدمة وحتى الناشئة، ولو بنسب أقل.

المبحث الثاني: دراسة أداء وسلوك عينة من الصناديق السيادية غير سلعية في ظل الأزمات المالية  
يتناول هذا المبحث دراسة أداء وسلوك صناديق الثروة السيادية غير سلعية فترة الأزمات المالية، من خلال عرض كل من التجربة الصينية المتمثلة بشركة الاستثمار الصينية، وكذا التجربة السنغافورية المتمثلة بشركة استثمار حكومة سنغافورة، وذلك في ظل الأزمات المالية.

### المطلب الأول: دراسة تجربة "شركة الاستثمار الصينية"

تعتبر شركة الاستثمار الصينية من أكبر الصناديق السيادية عالمياً، التي تركز في تمويلها على مصادر غير سلعية، إذ حققت الصين تراكم كبير من احتياطات النقد الأجنبي، بفضل ازدهار عائدات التجارة الخارجية، وقد تم إنشاء شركة الاستثمار الصينية كآلية لإدارة جزء من الاحتياطات لتحقيق عوائد أعلى، مقارنة بالآليات الحكومية الأخرى، وفيما يلي عرض لتجربة شركة الاستثمار الصينية بالتركيز على دراسة أدائها وسلوكها في ظل الأزمات المالية.

### أولاً/ نشأة وتنظيم شركة الاستثمار الصينية

سيتم تحديد نشأة شركة الاستثمار الصينية، وكذا أهم الهيئات المنظمة لعملها على النحو الموالي.

#### 1- نشأة شركة الاستثمار الصينية

حسب تصنيف معهد صناديق الثروة السيادية، تعتبر الصين من الدول متعددة الصناديق السيادية، منها: SAFE Investment Company (SAFE), National Social Security Fund (NSSF), China Development Bank (CDB), China Investment Corporation (CIC). لكن بالنظر إلى تقارير مخبر صناديق الثروة السيادية لجامعة بكوي، نجد أنها تنخفض إلى اثنين فقط CIC وNSSF، وفقاً للمعايير المعتمد في كل جهة.

تعتبر شركة الاستثمار الصينية (CIC) كياناً يستوفي معايير صندوق النقد الدولي لصناديق الثروة السيادية، أنشئت رسمياً في 29 سبتمبر 2007، مع تمويلها بـ 1.550 تريليون يوان (حوالي 200 مليار دولار في ذلك الوقت)، CIC وقد تم اعتبارها سريعاً واحدة من أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم.<sup>1</sup>

تأسست شركة الاستثمار الصينية، كشركة مملوكة بالكامل للدولة بموجب قانون الشركة في الصين، برأس مال مسجل 200 مليار دولار أمريكي، مقرها الرئيسي في بكين، تأسست الشركة كوسيلة لتنوع احتياطات النقد الأجنبي الصينية، والسعي لتحقيق أقصى قدر من العائدات لمساهميها عند مستوى مقبول المخاطر.<sup>2</sup>  
تمتلك شركة الاستثمار الصينية ثلاث فروع من الشركات التابعة:<sup>3</sup>

➤ شركة الاستثمار الصينية العالمية "CIC International": تأسست في سبتمبر 2011 مع تفويض الاستثمار وإدارة الأصول نحو الخارج، وقد تولت كامل محفظة وتفويض الاستثمار نحو الخارج من قبل شركة

<sup>1</sup> Marin Yann, **Fonds souverains chinois : état des lieux**, Revue d'économie financière, numéro hors-série 2009, p 109-111.

<sup>2</sup> China Investment Corporation, **Annual report 2016**, Beijing, China, p14.

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لشركة الاستثمار الصينية على الرابط: <http://www.china-inv.cn/wps/portal>, تاريخ الاطلاع: 2017/12/12.

الاستثمار الصينية، تقوم شركة الاستثمار العالمية بإجراء استثمارات في الأسهم والسندات العامة، صناديق التحوط، الاستثمارات المتعددة الأصول (multi-asset)، الاستثمارات العقارية، والاستثمار في صناديق الأسهم الخاصة (بما في ذلك الائتمان الخاص) والاستثمارات المشتركة (co-investments)، والاستثمارات الصغيرة كمستثمر مالي (minority investments).

➤ شركة الاستثمار الصينية لراس المال "CIC Capital": تأسست في يناير 2015، وهي مكلفة بإجراء استثمارات مباشرة لتحسين إدارة المحفظة الشاملة لشركة الاستثمار الصينية، وتعزيز الاستثمار في الأصول طويلة الأجل، وعليه فالاستثمارات الخارجية وإدارة عمليات شركة الاستثمار الصينية عهدت إلى كل من شركة الاستثمار العالمية وشركة استثمار رأس المال الصينية.

➤ شركة هويجين "Central Huijin": اشترت شركة الاستثمار الصينية شركة هويجين، وهي شركة استثمارية مملوكة للدولة تستثمر في أسهم المؤسسات المالية الرئيسية المملوكة للدولة في الصين. كما تقوم أيضا بإعادة رسملة مؤسسات مالية محلية مختارة، وبدون التدخل في العمليات اليومية للمؤسسات المستثمر فيها، تمارس الشركة حقوق المساهمين وتؤدي التزاماتها بقدر مساهمتها في رأس المال، من أجل الحفاظ على قيمة الأصول المالية المملوكة للدولة وتعزيزها.

## 2- تنظيم شركة الاستثمار الصينية

وفقا لقانون الشركات في الصين، أنشأت شركة الاستثمار الصينية مجلس الإدارة ومجلس الإشراف، وأنشأت اللجنة التنفيذية لتطبيق قرارات مجلس الإدارة، ويمارس مجلس الدولة "The State Council" حقوق المساهمين نيابة عن الدولة.<sup>1</sup> وهي محددة على النحو التالي:<sup>2</sup>

➤ مجلس الإدارة: يقوم مجلس الإدارة بالإشراف على عمليات الشركة، وتقييم أدائها العام واتخاذ القرارات بشأن الأمور الهامة وفقا للنظام الأساسي للشركة، واستنادا إلى الأهداف والمبادئ المنصوص عليها من قبل مجلس الدولة، يقوم مجلس الإدارة بمراجعة واعتماد استراتيجيات تطوير الشركة والمبادئ التوجيهية التشغيلية وخطط الاستثمار. يتم دعم مجلس الإدارة من قبل لجنة المكافآت (the Remuneration Committee) واللجنة التنفيذية (Executive Committee).

تقوم لجنة المكافآت بمساعد مجلس الإدارة في فحص واعتماد استراتيجيات الموارد البشرية وآلية المكافآت في شركة الاستثمار الصينية. وتضع نظاما لتخصيص الأجر في الإدارة العليا، وتراجع نظام تصفية الرواتب السنوية الخاص بهم؛ والإشراف على تنفيذ سياسة المكافآت للإدارة العليا.

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لشركة الاستثمار الصينية على الرابط: <http://www.china-inv.cn/wps/portal>، تاريخ الاطلاع: 2017/12/12.

<sup>2</sup> China Investment Corporation, Annual report 2016, Ibid, p20.

كما تترجم اللجنة التنفيذية توجيهات مجلس الإدارة إلى استراتيجيات مفصلة وتشرف على العمليات اليومية للهيئة، ولها سلطة اتخاذ القرارات التشغيلية المطلوبة، بما في ذلك القرارات المتعلقة بالقواعد الأساسية والتعديلات المؤسسية وآليات التشغيل وتقييم الأداء والأجور.

➤ **مجلس الإشراف (المراقبة):** هو مسؤول عن مراقبة السلوك الأخلاقي للمسؤولين والمدبرين التنفيذيين فضلا عن فعالية الإجراءات الإشرافية داخل الشركة، وكذا التقارير المباشرة إلى المساهمين، ويختص مجلس الإشراف أيضا بإدارة التدقيق الداخلي، ويختار المراقبين الخارجيين، ويراقب المهام المحاسبية والمالية للشركة. رئيس مجلس الإشراف هو عضو في اللجنة التنفيذية ويجلس بصفة مراقب في اجتماعات مجلس الإدارة. ويتم دعم مجلس الإشراف من قبل لجنة الإشراف "the Supervisory Committee" ولجنة التدقيق "the Audit Committee".

➤ **المجلس الاستشاري الدولي:** تأسس المجلس الاستشاري الدولي في عام 2009، وهو هيئة استشارية داخلية تتألف من خبراء ذوي الشهرة العالمية ورجال الأعمال والأكاديميين. يقدم المجلس المشورة لشركة الاستثمار الصينية بشأن استراتيجيتها الإنمائية الشاملة والتخطيط والاستثمارات في الخارج. كما يقدم رؤى حول الأسواق المالية، واتجاهات الاستثمار، والقضايا السياسية والاقتصادية على المستوى العالمي. يجتمع نائب رئيس مجلس الدولة مع أعضاء اللجنة الاستشارية الدولية كل عام لتبادل وجهات النظر حول الوضع الاقتصادي والمالي العالمي السائد، والإصلاحات الاقتصادية والتنمية في الصين. وبحلول نهاية 2016، عقدت شركة الاستثمار الصينية ثمان اجتماعات سنوية للمجلس، وعينت أربع أعضاء. وعموما فإن 24 شخصا متميزا من 15 بلدا ومنطقة الخمس قارات إما عملوا أو يعملون حاليا كأعضاء في المجلس الاستشاري الدولي.

#### ثانيا/ الاستراتيجية الاستثمارية لشركة الاستثمار الصينية

تلتزم شركة الاستثمار الصينية بتنوع محفظة استثمارات النقد الأجنبي في الصين، والسعي لتحقيق أقصى العوائد لمساهميها ضمن حدود مقبولة للمخاطر، وتتكون المحفظة الكلية لشركة من الأسهم العامة وأدوات الدخل الثابت والأصول البديلة والنقد وغيرها (كودائع لليلة واحدة، أو ذن الخزنة).<sup>1</sup>

تلتزم شركة الاستثمار الصينية بالمبادئ الاستثمارية التالية:<sup>2</sup>

➤ تستثمر على أساس تجاري، هدفها السعي لتحقيق أقصى قدر من العائدات لمساهمتها ضمن تحمل مقبول المخاطر.

➤ هي مستثمر مالي ولا تسعى للسيطرة على الشركات التي تتضمنها محفظتها.

➤ هي مستثمر مسؤول، وملتزم بقوانين وأنظمة الصين والبلدان أو المناطق المتلقية لاستثماراتها، كما تلتزم بالمسؤولية الاجتماعية للشركات.

<sup>1</sup> China Investment Corporation, **Annual report 2016**, op.cit, p 36.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لشركة الاستثمار الصينية على الرابط: <http://www.china-inv.cn/wps/portal>, تاريخ الاطلاع: 2017/12/12.

➤ تتبع استثمارات تستند إلى بحوث متعمقة ضمن إطار تخصيص الأصول لضمان اتباع نهج حذر ومنضبط في كل من أنشطة صنع القرار والاستثمار.

يتم اتخاذ القرار الاستثماري بشكل منفصل بين كل من لجنة الاستثمار التابعة لشركة الاستثمار الصينية العالمية، ولجنة الإدارة والاستثمار التابعة لشركة الاستثمار الصينية لرأس المال، وتعتبر كل من شركة الاستثمار الصينية العالمية وشركة الاستثمار الصينية لرأس المال هيئات تجارية موجهة للسوق وبتفويض متخصص نحو العالمية.<sup>1</sup>

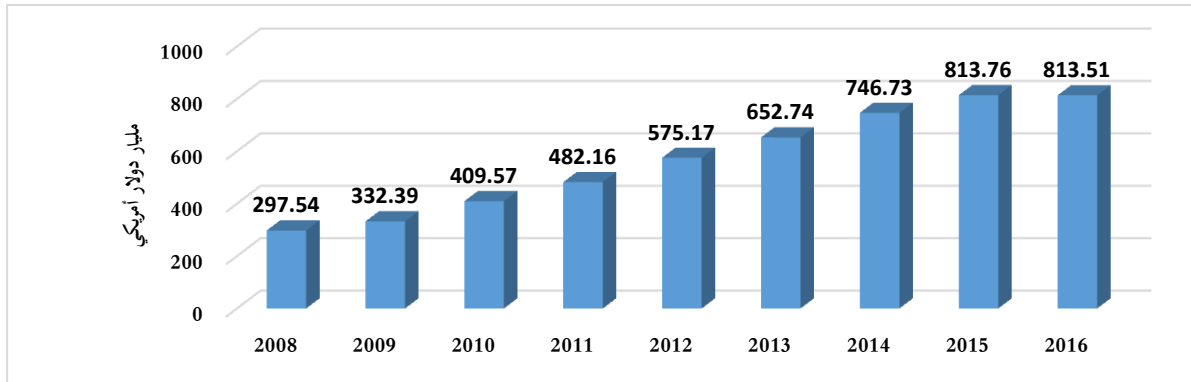
### ثالثاً/ دراسة أداء وسلوك شركة الاستثمار الصينية في ظل الأزمات المالية

سيتم دراسة أداء وسلوك شركة الاستثمار الصينية، من خلال تطور حجم أصوله والعائد المحقق، وكذا أهم التطورات التي عرفتها اتجاهاته الاستثمارية، بناء على تعديلات استراتيجياته الاستثمارية في ظل الأزمات المالية.

### 1- دراسة أداء شركة الاستثمار الصينية في ظل الأزمات المالية

تمتلك شركة الاستثمار الصينية أصول مالية ضخمة ما يجعلها تحتل المرتبة الثانية عالمياً (بعد النرويج انظر الملحق رقم 1)، والشكل الموالي يظهر تطور الأصول المدارة من قبل الشركة على النحو التالي:

الشكل رقم (4-9): تطور حجم أصول شركة الاستثمار الصينية من 2008 إلى 2016



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على التقارير السنوية لشركة الاستثمار الصينية "CIC" من 2008 إلى 2016

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن شركة الاستثمار الصينية استطاعت أن تحقق نمواً في أصولها المدارة، بحيث بلغت نسبة الزيادة حوالي 173% من 2008 إلى 2016، وذلك من خلال تنويع محفظة أصولها والتوسع في الأصول البديلة وكذا الأسهم العامة كما هو موضح أعلاه وذلك لتحقيق أقصى العوائد. وللوقوف على تطور العائد الصافي السنوي للشركة نقدم الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-3): تطور صافي العائد السنوي لشركة الاستثمار الصينية من 2008 إلى 2016 (%)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	*2008	
6.22	-2.96	5.47	9.33	10.6	-4.3	11.7	11.7	-2.1	صافي العائد السنوي
4.76	4.58	5.66	5.70	5.02	3.8	6.4	4.1	-2.1	صافي العائد السنوي التراكمي

المصدر: China Investment Corporation, Annual report 2016, op.cit, p45.

<sup>1</sup> China Investment Corporation, Annual report 2016, op.cit, p 14-33.

\* يضم عائد 2007 و2008 معا.

حققت شركة الاستثمار الصينية عوائد صافية موجبة بلغت 6.22% سنة 2016، لكنها كانت سلبية في سنوات 2008، 2011، 2015، وفي المقابل حقق صافي العائد السنوي التراكمي نسبة 4.76% منذ نشأة CIC إلى 2016.

وبالتالي يمكن تلخيص أداء شركة الاستثمار الصينية فترة الأزمات المالية على النحو الموالي:

➤ **الأزمة المالية العالمية 2008:** حققت شركة الاستثمار الصينية معدل عائد سلبي سنة 2008 بلغ 2.1%، في حين قدرت أصولها بـ 297.5 مليار دولار، وهي سنة تعتبر كبداية نشاط للشركة، وفي المقابل يلاحظ ارتفاع في حجم الأصول المدارة من قبل الشركة بحوالي 11% من 2008 إلى 2009، كما تحسن معدل العائد السنوي، وانتقل من معدل سلبي إلى موجب بقيمة 11.7% خلال نفس الفترة.

➤ **أزمة الديون السيادية 2011:** حققت شركة الاستثمار الصينية عائد سلبي سنة 2011 مقدر بـ 4.3%، لكن في المقابل حققت معدل عائد تراكمي موجب بلغ 3.8%، كما بلغ نمو أصول الشركة حوالي 19% من 2011 إلى 2012.

➤ **تفسير الأداء السلبي للشركة سنة 2015:** حققت شركة الاستثمار الصينية معدل عائد سنوي سلبي 2.9%، في مقابل عائد تراكمي بلغ 4.58%، كما بلغت أصولها 813 مليار دولار أمريكي، وهو تقريبا نفس حجم الأصول لسنة 2016.

تميزت سنة 2015 باضطرابات في الأسواق المالية العالمية، انخفضت مؤشرات الأسهم العالمية، وانخفضت أسعار السلع الأساسية، وتراجعت أصول الأسواق الناشئة، إذ انخفضت أسهم الأسواق الناشئة بنسبة 14.92%، والسندات 11.15% (ركود الاقتصاد الياباني، وواجهت الصين ضائقة اقتصادية وتباطؤ)، وبالإضافة إلى ذلك، ارتفع الدولار الأمريكي بنسبة 9.26%، في حين انخفضت العملات الأخرى بشكل ملحوظ.<sup>1</sup>

من الملاحظ أن أداء شركة الاستثمار الصينية حقق معدلات سلبية فترة الأزمات المالية 2008، 2011 بالإضافة إلى سنة 2015، والأداء السلبي لسنة 2015 تحقق من جراء اضطرابات محلية للاقتصاد الصيني، وكذا للدول الناشئة، وليس من جراء الصدمة النفطية نهاية 2014، لكن في المقابل كان أداء الشركة على المدى الطويل موجب، كما حافظت الشركة على معدل نمو في حجم أصولها.

## 2- دراسة سلوك شركة الاستثمار الصينية في ظل الأزمات المالية

سيتم دراسة سلوك شركة الاستثمار الصينية، عن طريق تحديد أهم التغييرات التي طرأت على مستوى استراتيجيتها الاستثمارية فترة الأزمات المالية.

### 2-1- الأزمة المالية العالمية 2008: أهم ما ميزه هذه الفترة هو:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> China Investment Corporation, **Annual report 2015**, Beijing, China, p30.

<sup>2</sup> China Investment Corporation, **Annual report 2008**, Beijing, China, p10-33. بتصرف.



- تعتبر سنة 2008 بداية تأسيس شركة الاستثمار الصينية، بحيث تم تخصيص ما يزيد تقريبا عن 50% من رأس المال (200 مليار دولار) للاستثمار الخارجي، والجزء الآخر للاستثمار في المؤسسات المالية المحلية من قبل شركة هوجين، توزعت المحفظة الاستثمارية لشركة الاستثمار الصينية سنة 2008 على النحو التالي: 87.4% نقد، 3.2% أسهم، 9% أدوات دخل ثابت، 0.4% أخرى، وهو ما يعكس أن محفظة الشركة كانت أكثر تحفظا اتجاه المخاطر.
- بدأت شركة الاستثمار الصينية عملياتها في 29 سبتمبر 2007 برأس مال أولي قدره 200 مليار دولار أمريكي. وبحلول نهاية عام 2007، قامت الشركة باستثمارين رئيسيين هما: 3 مليار دولار أمريكي في مجموعة "Blackstone Group" و 5.6 مليار دولار أمريكي في "Morgan Stanley"، بالإضافة إلى حوالي 120 مليون دولار أمريكي في استثمارات صغيرة مختلفة. حققت المحفظة العالمية عائداً سنوياً بنسبة 0.2% في عام 2007.
- وبعيدا عن هذين الاستثمارين الرئيسيين، وضعت شركة الاستثمار الصينية مواردها بشكل أساسي في صناديق الولايات المتحدة الأمريكية: 4 مليار دولار في "JC Flowers Fund"، و 5.4 مليار دولار في "Reserve Primary Fund"، و 2.3 مليار دولار في "JP Morgan Prime Money Market Fund"، و 2.1 مليار دولار في "Invesco Aim Liquid Assets Portfolio"، و 1.5 مليار دولار في "DWS Money Market Trust". وقد شكل تركيز هذه الاستثمارات، سواء من الناحية القطاعية والجغرافية، مشكلة مع تفاقم الأزمة المالية العالمية 2008.<sup>1</sup>
- خلال سنة 2008 انشغلت شركة الاستثمار الصينية ببناء الشركة وتعزيز قدراتها، مع البدء تدريجيا في أنشطتنا الاستثمارية، وقد اتخذت قرارا بتخفيض وتيرة استثماراتها، (لم يتم نشر سوى 4.8 مليار دولار أمريكي إضافية في السوق)، في الوقت نفسه شهدت شركة هوجين نموا كبيرا في قيمة استثماراتها في المؤسسات المالية الصينية في ظل البيئة الاقتصادية العالمية الصعبة لعام 2008 (ففي 1 أكتوبر 2008 استثمرت الشركة 20 مليار دولار أمريكي في البنك الزراعي الصيني<sup>2</sup>)، كما تم في جانفي إنشاء لجنة خاصة بالاستثمار ولجنة لإدارة المخاطر.
- تعتبر شركة هيوجين الذراع الاستثماري لشركة الاستثمار الصينية على المستوى المحلي، وقد التزمت في البداية بضخ رؤوس الأموال في البنوك التجارية الرئيسية الأربعة المملوكة للدولة، وتحدد نسب ملكيتها سنة 2008 على النحو التالي: البنك الصناعي والتجاري الصيني (35.4%)، البنك الزراعي الصيني (50%)، بنك الصين (67.5%) وبنك التعمير الصيني (48.2%).

<sup>1</sup> Marin Yann, Ibid, p115.

<sup>2</sup> William Miracky, Bernardo Bortolotti, **Weathering the Storm: Sovereign Wealth Fund in the global Economic crisis of 2008**, op.cit, p 69.

- عملت الشركة على تعزيز إطار حوكمتها، ففي أكتوبر 2008 أصبحت عضواً في مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية وشاركت في صياغة وتوقيع مبادئ سانتياغو، كما تتطلع إلى المشاركة في المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية الذي تم إنشاؤه حديثاً.
- في 31 ديسمبر 2009، كان لدى شركة الاستثمار الصينية محفظة عالمية تبلغ حوالي 81.1 مليار دولار أمريكي، تتوزع حسب فئات الأصول إلى 36% أسهم، 26% أدوات دخل ثابت، 6% أصول بديلة، و32% نقد، بما في ذلك الاستثمارات في كل من الاقتصادات المتقدمة (43.9% في أمريكا الشمالية، 20.5% في أوروبا)، والناشئة (28.4% في آسيا، 6.3% أمريكا اللاتينية). وقد تم الاستثمار على أساس مباشر من قبل الشركة، وكذا من خلال تفويضات مع شركات إدارة الاستثمار المعترف بها دولياً وشركات الأسهم الخاصة. وقد تمت الاستثمارات المباشرة لشركة الاستثمار الصينية أساساً في قطاع الموارد الطبيعية (نفط، غاز)، البنية التحتية والطاقة النظيفة والمتجددة، كاستثمار 1.58 مليار دولار أمريكي في AES Corporation، وهي شركة طاقة عالمية مقرها الولايات المتحدة، تمثل الحصة 15% رأسمال AES، واستثمار 1.5 مليار دولار أمريكي في شركة Teck Resources الكندية تمثل حصة 17.2% في رأسمالها.<sup>1</sup>
- ويعكس ذلك التحول في الاستراتيجية الاستثمارية للشركة من خلال زيادة مخصصاتها من الأسهم (من 3.2% سنة 2008)، وأدوات الدخل الثابت، وإضافة أصول بديلة للمحفظة، في مقابل تخفيض حصة النقد، وقد أدى ذلك إلى ارتفاع العائد المحقق لشركة الاستثمار الصينية إلى 11.7%.
- 2-2- أزمة الديون السيادية 2011:** أهم ما ميز هذه الفترة مايلي:<sup>2</sup>
- تفترض شركة الاستثمار الصينية أن الاقتصاد العالمي سيستمر في التعافي، لكن العملية ستكون هشة. مع استمرار التقلبات الجديدة في الأسواق المالية التي تفرض مخاطر كبيرة، تلتزم الشركة بفلسفة استثمارية تعتمد على تعديل هيكل توزيع الأصول ومواءمة استثماراتها مع ديناميكية الاقتصاد العالمية السائدة، في محاولة لتحقيق عوائد مالية جيدة مع قبول محدد للمخاطر على المدى الطويل.
- في جانفي 2011، قرر مجلس إدارة شركة الاستثمار الصينية تمديد آفاق استثماراته إلى 10 سنوات، واعتماد العائد السنوي المتداول كمقياس مهم لتقييم الأداء، مع أخذ حصة الأقلية في الشركات المستثمر فيها، لتعكس بشكل أفضل المنهج الاستثماري لشركة الاستثمار الصينية كمستثمر طويل الأجل، وقد تم إجراء تعديلات مناسبة على تخصيص الأصول الاستراتيجية وإدارة المخاطر، لتعزيز محافظتها ضد الصدمات في السوق.
- أنشأت شركة الاستثمار الصينية شركة تابعة لها لاستكشاف فرص الاستثمار وزيادة تواجدتها في الخارج. ففي نوفمبر 2010، افتتحت أول فرع لها في هونغ كونغ (CIC International (Hong Kong).

<sup>1</sup> بتصرف. China Investment Corporation, Annual report 2009, Beijing, China, p9-32-34.

<sup>2</sup> بتصرف. China Investment Corporation, Annual report 2011, Beijing, China.

- لتعزيز حوكمة الشركات، وتوضيح تقسيم المسؤوليات وتعزيز الكفاءة التشغيلية، تم تعديل الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الصينية في عام 2011. إذ تأسست شركة الصين الدولية للاستثمار (CIC International) في 28 سبتمبر، مع تفويض للقيام والإدارة الاستثمارات في الخارج. واعتمدت الشركة الدولية مبادئ وأساليب الاستثمار الخاصة بشركة الاستثمار الصينية لإدارة واستثمار جزء من احتياطات الصين الأجنبية بناء على اعتبارات تجارية، للحصول على أعلى عوائد مالية على استثماراتها في حدود مقبولة من المخاطر، ومن ثم فهي تغطي جميع الأعمال التجارية الخارجية لشركة الاستثمار الصينية.
- تعمل كل من شركة الاستثمار الدولية و شركة هيويجين ككيانين متميزين مع عمليات منفصلة تماما، إذ تمتلك شركة هيويجين حصصا مسيطرة في المؤسسات المالية الحكومية الرئيسية في الصين. كما قامت بإعادة رسملة مؤسسات مالية محلية مختارة. في ديسمبر 2011، تم ضخ 30 مليار دولار في شركة الاستثمار الدولية في محاولة لتعزيز دورها كوسيلة لتنويع حيازات الصين من العملات الأجنبية، وفي نهاية 2011 احتلت الأصول المدارة داخليا 43%، مقابل 57% للأصول المدارة خارجيا من حجم شركة الاستثمار الصينية.
- توزعت محفظة شركة الاستثمار الصينية نهاية 2011 بامتلاكها أسهم عامة بنسبة حوالي 25%، أدوات الدخل الثابت 21% أما النقد احتل 11% فقط.
- وفي إطار الجهود الدولية الرامية لتنسيق أعمال صناديق الثروة السادية، تم استضافة الاجتماع السنوي الثالث للمنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية في بكين في ماي 2011. وقد شارك أعضاء المنتدى والبلدان المتلقية الرئيسية والمؤسسات المالية الإقليمية والعالمية والمؤسسات الاستثمارية. كان للمشاركين تبادلات جيدة وساهموا بأفكارهم حول كيفية بناء بيئة استثمار مفتوحة ومستقرة ومواضيع أخرى ذات صلة بالمؤسسات الاستثمارية.
- كما عملت شركة الاستثمار الصينية على إقامة شراكات عالمية، في إطار سعيها لتحقيق التنويع وكذا مساندة التطورات العالمية المضطربة، منها:
- في 28 ديسمبر 2011، استحوزت الشركة على حصة 25.8% في مجموعة Shanduka Group مقابل 247 مليار دولار أمريكي، مما يمثل دخولها إلى إفريقيا. Shanduka Group هي شركة استثمارية قابضة في جنوب أفريقيا، مع شركات تغطي التعدين، التمويل، السلع الاستهلاكية. وقال سيريل رامابوسا الرئيس التنفيذي لمجموعة Shanduka: "إننا سعداء للغاية بالاستثمار من قبل شركة الاستثمار الصينية في Shanduka"، سوف تسمح هذه الشراكة في استكشاف فرص الاستثمار المستقبلية في جنوب إفريقيا وأجزاء أخرى من إفريقيا. وبصفتها ثاني أكبر مساهم، تحافظ شركة الاستثمار الصينية على التزامها الوثيق مع Shanduka وستستفيد منها لتوسيع الاستثمارات في إفريقيا.
  - في عام 2011، أنشأت الشركة "صندوق الاستثمار الروسي-الصيني" مع كل من: Vnesheconombank "VEB"، بنك التنمية الحكومي الروسي، وصندوق الاستثمار المباشر

الروسي (RDIF)، بمبلغ 3 مليارات دولار، بتخصيص 1 مليار دولار أمريكي من قبل شركة الاستثمار الصينية.

➤ في أوائل سنة 2012، قام مجلس الإدارة بمراجعة واعتماد خطة التنمية الإستراتيجية 2012 - 2016، التي تحدد الخطوط العريضة لتنمية استثمار شركة الاستثمار الصينية في الخارج.

**2-3- أهم ماميز سلوك شركة الاستثمار الصينية سنة 2015 هي:**<sup>1</sup>

➤ **هيكل الاستثمار:** تم إنشاء ذراع للاستثمار المباشر وواصلت الشركة تبسيط هيكل استثماراتها وتحديد إطار الإدارة الداخلية. ففي سنة 2015، تم إطلاق منصة الاستثمار المباشر المتخصصة شركة الاستثمار الصينية لأرس المال "CIC Capital"، وتتولى مع شركة الاستثمار الدولي الأعمال الاستثمارية لشركة الاستثمار الصينية في الخارج، في حين أن شركة هيوجين يقوم باستثمارات في رأس المال في المؤسسات المالية الحكومية الرئيسية في الصين على النحو المسموح به. وقد تم بناء نظم داخلية مستقلة لصنع القرار والإدارة داخل الشركات الفرعية الثلاثة لضمان تقسيم العمل بشكل أكثر وضوحاً.

➤ **إدارة الاستثمار:** تم العمل على تعديل نموذج تخصيص الأصول لشركة الاستثمار الصينية، وبناء على ذلك تحول إطار تخصيص الموارد من التركيز على "التخصيص الاستراتيجي، محفظة السياسات، التخصيص التكتيكي والتوزيع الفعلي" إلى التركيز على "المحفظة المرجعية ومحفظة السياسات التي تمتد على ثلاث سنوات، محفظة السياسات السنوية والمحفظة الفعلية"، مما يوفر توجيهات أوضح لبناء المحفظة.

➤ **دعم الاستثمار:** من خلال تحسين نظام إدارة الاستثمار، تعميق السيطرة الشاملة على المخاطر، وتعزيز إدارة الشركات.

➤ **التعاون في مجال الاستثمار:** تم تعزيز الشراكة الاستثمارية من خلال تعزيز التعاون بين الاقتصاد الحقيقي والقطاع المالي وبين الكيانات المحلية والدولية. فقد استعانت شركة الاستثمار الصينية بشبكتها العالمية ومنصاتها المهنية لتوسيع التعاون الاستثماري. كما أقامت اتصالات مع أكثر من 100 شركة محلية وخارجية، علاوة على ذلك، تم تنفيذ أكثر من 10 مشاريع تعاون مع شركات رائدة في الصناعات الرئيسية.

يتضح من خلال العرض أعلاه أن بداية انطلاق نشاط شركة الاستثمار الصينية تزامن مع الأزمة المالية العالمية 2008، وهو ما أثر سلباً على أدائها، من خلال تعرضها الكبير للأصول المالية الأمريكية، التي تعثرت فترة الأزمة. عملت الشركة بعد ذلك على تعزيز أدائها خاصة في ظل الظروف السوقية العالمية غير المستقرة، من خلال العمل على تطوير هيكل حوكمتها وتقسيم واضح للأدوات والمسؤوليات، بإنشاء شركات فرعية لإدارة الموارد خارجياً، وكذا دعم شركتها المحلية هيوجين. تعزيز التعاون والشراكة مع جهات عالمية فاعلة، لاكتشاف فرص الاستثمار وكذا تطوير خبرتها وكفاءتها، كما عملت على تنويع قاعدتها الاستثمارية بإضافة أصول بديلة لمحفزتها الاستثمارية، وزيادة تعرضها

<sup>1</sup> China Investment Corporation, Annual report 2015, Ibid, p p 4, 5.

للأسهم العامة والسندات، واعتماد آفاق استثمارية تمتد إلى 10 سنوات. وعليه حتى وإن حققت الشركة أداء سلمي على المدى القصير فترة الازمات المالية، تم تعويضه بعوائد أعلى على المدى الطويل.

### المطلب الثاني: دراسة تجربة "شركة استثمار حكومة سنغافورة"

تعتبر سنغافورة من الدول الآسيوية التي كان لها السبق في إنشاء صناديق الثروة السيادية، وذلك لحماية وتعزيز احتياطياتها من النقد الأجنبي، وتصنف ضمن أكبر الصناديق السيادية غير السلعية في العالم، وفيما يلي سيتم دراسة تجربة شركة استثمار حكومة سنغافورة مع التركيز على أدائها وسلوكها فترة الأزمات المالية.

### أولا/ نشأة وتنظيم شركة استثمار حكومة سنغافورة

تمتلك سنغافورة صندوقين سياديين لهما مكانة هامة بين الصناديق السيادية العالمية، وفيما يلي سنحدد نشأة الصندوقين، مع التركيز على شركة استثمار حكومة سنغافورة كعينة للدراسة.

### 1- نشأة "شركة استثمار حكومة سنغافورة"

تعتبر صناديق سنغافورة تيماسيك "Temasek" وشركة استثمار حكومة سنغافورة (Government of Singapore Investment Corporation) "GIC" أقدم وأبرز صناديق الثروة السيادية الآسيوية. وكلاهما مملوك بالكامل للحكومة ولكنهما لا يؤديان نفس المهام، ويتصرفان بشكل مستقل تماما عن بعضهما البعض. يعتبر "تيماسيك" صندوق تنمية يركز بشكل أساسي على آسيا وهو مالك لأصوله، بينما تدير الشركة الحكومية احتياطيات النقد الأجنبي التي تمتلكها الدولة.<sup>1</sup>

تم إنشاء تيماسيك القابضة (Temasek) بموجب قانون الشركات السنغافورية في سنة 1974، لامتلاك وإدارة الاستثمارات والأصول التي كانت تحتفظ بها حكومة سنغافورة منذ الاستقلال في عام 1965 على أساس تجاري، وكان الهدف من نقل هذه الأصول إلى شركة تجارية هو لتركيز وزارة المالية على دورها الأساسي في وضع السياسات واللوائح، في حين أن "تيماسيك" تمتلك وتدير هذه الاستثمارات على أساس تجاري.<sup>2</sup> ففي السنوات التي أعقبت استقلال سنغافورة، استحوذت الحكومة على نحو 30 مساهمة في الشركات المحلية المنشأة حديثا للمساعدة في تطوير الاقتصاد، وقد تم إنشاء "تيماسيك" في وقت الأزمة الاقتصادية بسبب ارتفاع أسعار النفط والمواد الغذائية، لإدارة هذه الحيازات والسماح للحكومة للتركيز على وظيفتها التنظيمية. ثم قامت "تيماسيك" بعد ذلك ببيع معظم هذه الحيازات وتنوعت محافظتها تدريجيا. ولا تعتبر شركة تيماسيك نفسها صندوقا سياديا: فهي لا تمول من فوائض التجارة أو الميزانية، ولكنها يجب أن تبيع أصولا أو تقترض لتنفيذ استثماراتها. ومع ذلك، يتم إدراجها على هذا النحو من قبل صندوق النقد الدولي ومعظم الهيئات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Caroline Bertin Delacour, op.cit, p p197, 198.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لصندوق "تيماسك" على الرابط: <http://www.temasek.com.sg/abouttemasek/faqs>, تاريخ الاطلاع: 2018/01/15.

<sup>3</sup> Caroline Bertin Delacour, op.cit, p 198.

أما الصندوق الثاني فهو شركة استثمار حكومة سنغافورة "GIC" (Government of Singapore Investment Corporation) الذي أنشئ في 1981. وهو ما سوف نركز عليه في هذه الدراسة.

## 2- تنظيم شركة استثمار حكومة سنغافورة "GIC"

تأسست شركة استثمار حكومة سنغافورة في عام 1981 بموجب قانون الشركات السنغافورية وهي مملوكة بالكامل من قبل حكومة سنغافورة. وقد أنشئت بهدف إدارة احتياطات النقد الأجنبي في سنغافورة، وتستثمر حالياً أكثر من 100\* مليار دولار أمريكي عالمياً في مجموعة واسعة من فئات الأصول. وكقاعدة عامة تستثمر الشركة خارج سنغافورة.<sup>1</sup> تمتلك شركة حكومة سنغافورة ثلاث مؤسسات سيادية هي:<sup>2</sup>

➤ شركة حكومة سنغافورة لإدارة الأصول "GIC Asset Management": تضم عدة إدارات بما في ذلك إدارة مسؤولة عن إدارة المديرين الخارجيين للشركة، تتضمن أهداف "GIC Asset Management" في التفوق على مؤشرات الأداء العالمية (MSCI Morgan Stanley Capital International و Lehman Aggregate Bond Index). بعض فئات الأصول التي تستثمر فيها تضم: الأسهم، أدوات الدخل الثابت، العملات الأجنبية، والاستثمارات البديلة.

➤ شركة حكومة سنغافورة للعقارات "GIC Real Estate": تعد الشركة العقارية من بين أفضل 10 شركات عالمية للاستثمار العقاري في العالم. مع أكثر من 200 من الاستثمارات في أكثر من 30 دولة، تستثمر محفظة بمليارات الدولارات الأمريكية. وتشمل الاستثمارات العقارية المباشرة: كالمكاتب، ومحلات البيع بالتجزئة، والسكن، والفنادق، والمرافق الرياضية والطبية. والاستثمارات العقارية غير المباشرة: كصناديق الاستثمار العقاري (REITs)، والديون العقارية.

➤ شركة حكومة سنغافورة للاستثمارات الخاصة "GIC Special Investments": تم تأسيسها بعد عام من تأسيس شركة استثمار حكومة سنغافورة. وتعد الشركة الاستثمارات الخاصة التي تدير محفظة بمليارات الدولارات الأمريكية، واحدة من أكبر شركات الأسهم الخاصة في العالم. تتكون من سبع مجموعات تشمل: وحدة خدمات الشركات، مجموعة الأسهم الخاصة لأمريكا الشمالية، مجموعة الأسهم الخاصة لأوروبا، مجموعة التكنولوجيا العالمية، مجموعة آسيا للأسهم الخاصة، مجموعة البنية التحتية العالمية، ومجموعة الاستراتيجية والاستثمار العالمية. تدير شركة سنغافورة الصندوق للحكومة، ولا تملك الأصول التي تديرها. وتشمل مصادر أصول الحكومة التي تديرها الشركة كما ذكرت وزارة المالية: العائدات المتأتية من إصدار الأوراق المالية الحكومية سنغافورة "SGS"

\* لا تكشف حكومة سنغافورة عن حجم الشركة، ولكن تقول أنها تدير "أكثر من 100 مليار دولار من الأصول". ووفقاً لمعهد صناديق الثروة السيادية فإن هذه الأصول يمكن أن تصل إلى 359 مليار دولار أمريكي حسب آخر تقديراته. انظر: موقع معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>، تاريخ الاطلاع: 2018/01/15.

<sup>1</sup> GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2016/17, p 34.

<sup>2</sup> معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط: <https://www.swfinstitute.org/fund/gic.php>، تاريخ الاطلاع: 2018/01/15.

(Singapore Government Securities) والأوراق المالية الخاصة لحكومة سنغافورة "SSGS" (Special Singapore Government Securities)، وفوائض الميزانية الحكومية وعوائد مبيعات الأراضي الحكومية، ولا تحدد الحكومة نسبة الأصول من كل مصدر إلى الشركة.<sup>1</sup>

تحمل حكومة سنغافورة مجلس إدارة شركة الاستثمار مسؤولية أداء محفظة، ولكنها لا تتدخل في القرارات الاستثمارية للشركة. مجلس الإدارة بدوره مع أخذ المسؤولية الشاملة عن الأداء، يترك قرارات استثمارية محددة لإدارة الشركة، ويقدم المراجع العام للحسابات الذي يعينه رئيس سنغافورة تقريراً سنوياً إلى الرئيس والبرلمان عن مراجعته للحسابات الحكومية والهيئات الأخرى التي تدير الأموال العامة. كما تقوم إدارة الشركة بإبلاغ وزارة المالية عن مخاطر وأداء المحفظة.<sup>2</sup> يتحدد الهيكل التنظيمي لشركة حكومة سنغافورة على النحو التالي:

الشكل رقم (4-4): الهيكل التنظيمي الخاص بشركة استثمار حكومة سنغافورة

المسؤوليات	الهيئة
مسؤول عن محفظة السياسات* للشركة التي تحدد استراتيجية توزيع الموجودات على المدى الطويل والأداء الكلي لمحفظة الشركة.	مجلس الإدارة (GIC Board)
توفر وجهات النظر حول تطورات السوق بشكل عام، خاصة التوقعات المتوسطة والطويلة الأجل لفرص الاستثمار في جميع أنحاء العالم.	المجلس الاستشاري الدولي (International Advisory Board)
الإشراف على أداء ومخاطر الشركة وتقديم التوصيات المناسبة إلى مجلس الإدارة بشأن سياسة الاستثمار. كما تقوم بمراجعة وتقييم أداء المحافظ المدارة من قبل مجموعة الشركة	لجنة استراتيجيات الاستثمار
يساعد مجلس إدارة الشركة في الإشراف على عملية الاستثمار.	المجلس الاستثماري
يشرف على فعالية سياسات وممارسات إدارة المخاطر في مجموعة الشركة.	لجنة المخاطر
النظر في فعالية أنظمة الرقابة الداخلية لحماية أصول الشركة. مراجعة نزاهة عملية إعداد التقارير المالية، انتهاكات كبيرة للأخلاق، الامتثال للمتطلبات التنظيمية والقانونية، وقضايا الاحتيال والخسائر المالية.	لجنة المراجعة
الإشراف على المسائل التنظيمية في الشركة، بما في ذلك سياسات التعويض، وتطوير المواهب، والتطوير التنظيمي.	لجنة الموارد البشرية والتنظيم
صياغة وتنفيذ استراتيجيات الاستثمار. انشاء المحفظة النشطة.	إدارة GIC (GIC Management)

المصدر: GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2016/2017, op.cit, p37.

<sup>1</sup> GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2016/2017, Ibid, p34.

<sup>2</sup> موقع شركة استثمار حكومة سنغافورة على الرابط: <http://www.gic.com.sg/about-gic/corporate-governance>، تاريخ الاطلاع: 2018/01/15.

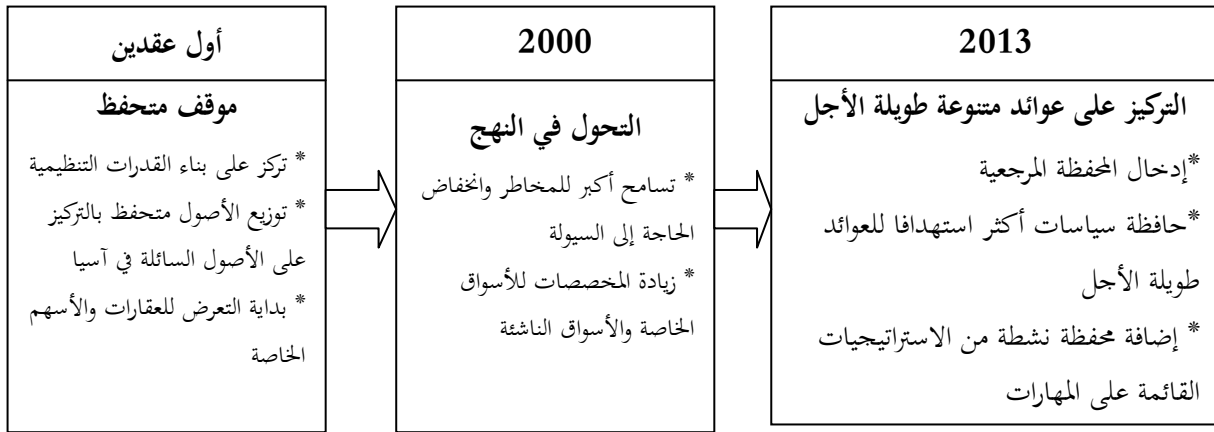
\* تعتبر محفظة السياسات والمحفظة النشطة إضافة إلى المحفظة المرجعية من التحديتات التي أجريت على الاطار الاستثماري الخاص بـ "GIC" في سنة 2012، وهو ما سنتناوله في الفرع الموالي.

يتضح مما سبق أن برلمان وحكومة سنغافورة يعتبران هيئات مشرفة ومراقبة لشركة الاستثمار، مع تفويض قرارات الاستثمار لمجلس إدارة الشركة، الذي يحدد ويشرف على الاستراتيجية العامة، كما يفوض عملية تنفيذ الاستراتيجية لإدارة الشركة، كما يستعين مجلس الإدارة الشركة بمجلس استشاري ولجان متخصصة

### ثانيا/ الاستراتيجية الاستثمارية لشركة استثمار حكومة سنغافورة

في عام 2012 أطلقت الشركة مراجعة شاملة لنهجها الاستثماري، وكانت هذه هي المراجعة الرئيسية الثانية منذ تأسيس الشركة في عام 1981. وكان الهدف هو إعداد محفظة لمواجهة بيئة استثمارية أكثر تعقيدا، حتى تتمكن الشركة من تحقيق عوائد حقيقية جيدة على المدى الطويل. وقد تم تطبيق الإطار الاستثماري الجديد في 1 أبريل 2013.<sup>1</sup> والشكل الموالي يوضح التطورات التي شهدتها النهج الاستثماري المتبع من قبل الشركة:

الشكل رقم (4-10): تطور النهج الاستثماري لشركة استثمار حكومة سنغافورة



المصدر: GIC's new investment framework, Report on the Management of the Government's Portfolio for the year 2012/13, p20.

كانت أولوية الشركة في العقدين الأولين هي بناء منظمة استثمارية يمكن أن تحافظ على القوة الشرائية للأموال التي تديرها. وعندما بدأت عملياتها تحصلت على محفظة مورثة من البنك المركزي، والتي تتألف بشكل أساسي من سندات الخزينة والسندات قصيرة الأجل والذهب. تتماشى هذه الأصول لحاجة البنك المركزي للأمان والسيولة. ثم اعتبرت الاحتياطيات التي تديرها في المقام الأول صندوقا لمواجهة الحالات غير متوقعة "صندوق طوارئ"، كما تم التنبيه أيضا إلى الضغوط غير العادية في الأسواق المالية العالمية في السنوات الأولى من عمر الشركة. وبالإضافة إلى ذلك كانت خبرتها قليلة في مجال إدارة الاستثمار محليا، وقد تم التعاقد مع عدد قليل من مديري الاستثمار العالميين ذوي الخبرة ومكلفين بإدارة الحافظة الأولية وتوجيه موظفيها. ومع تطور القدرات الاستثمارية للشركة، توسعت تدريجيا لتغطي مزيدا من الأصول.

كانت محفظة السياسات الأولية للشركة، والتي ظلت قائمة حتى نهاية التسعينات مكونة من 30% أسهم، و 40% سندات، و 30% نقدا ("30:40:30")، وكانت متحفظة تماما. وكان لديها مخصص أكبر للنقد،

<sup>1</sup> موقع شركة استثمار حكومة سنغافورة على الرابط: <http://www.gic.com.sg/our-business/overview>، تاريخ الاطلاع: 2018/01/15.



والسندات من المستثمرين المؤسسيين الآخرين مثل صناديق المعاشات التقاعدية الأمريكية. وفي التسعينيات بدأت في تخفيف تركيزها على الأسواق الأمريكية والمملكة المتحدة، حيث شكلت 60% إلى 70% من المحفظة، ووسعت نطاق محافظتها للاستفادة من الفرص الاستثمارية الجديدة في أوروبا وآسيا الناشئة بعد انتهاء الحرب الباردة.

وفي مطلع العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، شرعت الشركة ووزارة المالية في مراجعة للأهداف الاستثمارية لـ " وسياسة تخصيص الأصول، وقررت وزارة المالية أنها يمكن أن تقبل مخاطر أعلى وعدم السيولة في المحفظة، وكانت النتيجة محفظة سياسات مع تخصيص أكبر للأسهم العامة، لا سيما في الأسواق الناشئة، وفئات الأصول البديلة مثل العقارات والأسهم الخاصة والبنية التحتية.

وفي عام 2012 تمت مراجعة رئيسية للشركة، وقد تم التركيز على نقاط القوة والقدرات الأساسية التي تتمتع بها والتي من شأنها أن تتمكن من الحفاظ على أداء عالٍ في بيئة استثمارية ذات تحديات وتعقيد على نحو متزايد. كما أوضحت الأهداف الاستثمارية طويلة الأجل للشركة ومسؤوليات مجلس إدارة الشركة وإدارتها. وجاءت المراجعة بعد تعديل الدستور في عام 2008 الذي سمح للحكومة بإنفاق صافي عائدات الاستثمار على الأصول المدارة من قبل الشركة والبنك المركزي على أساس عوائد حقيقية طويلة الأجل المتوقعة بدلا من دخل الاستثمار السنوي الفعلي الذي قد يتقلب بشكل كبير تبعا لدورات السوق.

يوجد حاليا محفظة مرجعية، محفظة سياسات ومحفظة نشطة، موضحة على النحو التالي:

➤ **محفظة مرجعية (Reference Portfolio):** تمثل 65% من الأسهم العالمية ( MSCI All Country World Equity Index) و 35% من السندات العالمية (Barclays Global Aggregate Fixed Income Index) التي تعكس حجم المخاطر التي تحددها الحكومة للشركة لاتخاذها في استراتيجياتها الاستثمارية طويلة الأجل. إن المحفظة المرجعية ليست معيار أداء قصير الأجل للشركة، كما أن الاستراتيجية الاستثمارية للشركة لا تتبع المحفظة المرجعية، ولكن الاستثمار في فئات الأصول التي يمكن أن تحقق عائدات جيدة على المدى الطويل في حدود المخاطر الملتزم بها. ويؤدي هذا النهج بالضرورة إلى حدوث انحرافات بين محفظة الشركة والمحفظة المرجعية ويمكن أن يؤدي إلى اختلافات كبيرة في الأداء من وقت لآخر.

➤ **محفظة سياسات (Policy Portfolio):** هي العنصر الأساسي في الإطار الاستثماري، تهدف محفظة السياسات إلى تحقيق عوائد أعلى من خلال التنوع وبناء محفظة بعناية تأخذ في الاعتبار الطريقة التي تستجيب بها فئات الأصول المختلفة للبيئة الاقتصادية المحتملة، غير أن التنوع في محفظة السياسات السابقة أدى إلى اعتماد 13 فئة من فئات الأصول، وقد تم تبسيطها بالتركيز على ستة فئات أساسية من الأصول، يتم اعتمادها من قبل مجلس الإدارة من شأنها أن تدفع عائدات الشركة على المدى الطويل. وتضم: أسهم الأسواق المتقدمة "20-30%"، أسهم الأسواق الناشئة "15-20%"، السندات الإسمية والنقدية "25-30%"، السندات المرتبطة بالتضخم "4-6%"، الأسهم الخاصة "11-15%"، العقارات "9-13%".

➤ **محفظة نشطة (Active Portfolio):** تضم مجموعة من الاستراتيجيات القائمة على المهارات التي تسعى إلى إضافة قيمة إلى محفظة السياسات ضمن حدود المخاطر التي حددها مجلس إدارة الشركة. يعتبر ألفا العائد الإضافي الذي تحققه الاستراتيجيات النشطة بالمقارنة مع محفظة السياسات.

### ثالثا/ دراسة أداء وسلوك شركة استثمار حكومة سنغافورة في ظل الأزمات المالية

سيتم دراسة أداء وسلوك شركة استثمار حكومة سنغافورة من خلال تطور حجم أصولها، العائد المحقق، وكذا أهم التعديلات التي أجرتها على استراتيجياتها الاستثمارية فترة الأزمات المالية.

#### 1-دراسة أداء شركة استثمار حكومة سنغافورة في ظل الأزمات المالية

لا تمتاز شركة استثمار حكومة سنغافورة بمستويات عالية من الشفافية (علامة 10/6 حسب مؤشر لينابرغ-مادول)، ولا تفصح عن حجم أصولها المدارة (أول تقرير عن إدارة محفظتها صدر سنة 2008)، وبالاعتماد على تقديرات هيئات مختصة بصناديق الثروة السيادية يمكن تقديم الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-5): حجم الأصول المدارة من قبل شركة استثمار حكومة سنغافورة

2016	2011	2008	
353.58	220	85	حجم الأصول (مليار دولار)

-William Miracky, Bernardo Bortolotti, **Weathering the Storm: Sovereign Wealth Fund in the global : Economic crisis of 2008**, op.cit, p9.

-Bocconi University, **Follow the Money: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011**, op.cit, p7.

-Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, op.cit, p8.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن الأصول المقدرة لشركة نمت بمعدلات سريعة، إذ حققت معدل نمو 158% من 2008 إلى 2011، أما من الفترة 2011 إلى 2016 نمت بمعدل 60% فقط، إذ عرفت الفترة الأخيرة العديد من الاضطرابات المالية، التي أثرت على الأصول المالية العالمية، وبالتالي على نمو حجم الأصول الشركة. بالنظر إلى توزيع أصول محفظة الشركة لسنة 2016 من حيث فئات الأصول نجد أنها تتكون أساسا من الأسهم 45% (26% أسهم أسواق متقدمة، 19% أسهم أسواق ناشئة)، 39% سندات (34% سندات اسمية، 5% سندات مرتبطة بالتضخم)، 16% أصول بديلة (7% عقارات، 9% أسهم خاصة). أما من حيث تواجدها الجغرافية، نجد 34% في الولايات المتحدة الأمريكية، 20% آسيا من دون اليابان، 12% دول منطقة اليورو، 11% اليابان، أما النسبة المتبقية تتوزع على مناطق أخرى.<sup>1</sup> وبالتالي تستثمر الشركة بنسبة أكبر في الأسهم، كما يخصص نسبة أيضا مهمة من أصولها في السندات، وتتجه الاستثمارات بنسبة متعادلة تقريبا بين الو.م.أ وآسيا (بما فيها اليابان).

تعتمد شركة استثمار حكومة سنغافورة على استعادة 50% من صافي الأرباح لإعادة استثمارها، بينما يتم دفع النصف الآخر للحكومة في شكل أرباح.<sup>2</sup> وبالتالي تتمثل مهمة الشركة في تحقيق عوائد جيدة على المدى الطويل

<sup>1</sup> GIC, **Report On The Management Of The Government's Portfolio**, 2015/2016, p13.

<sup>2</sup> Caroline Bertin Delacour, op.cit, p 202.

تفوق معدل التضخم العالمي. يعتبر معدل العائد الحقيقي المتداول لـ 20 عاما المقياس الأساسي "Rolling 20-Year Real Rate of Return" لتقييم الأداء الاستثماري للشركة، وهو متوسط عائد المحفظة المرجح على مدار تلك الفترة. ما يعني أن عائد سنة 2015 الذي استمر 20 عاما يغطي العائدات من عام 1996 إلى عام 2015، وتغطي عوائد سنة 2016 التي تمتد لعشرين عاما عام من 1997 حتى عام 2016، أي لكل سنة جديدة تضاف، يتم إسقاط السنة الأقدم (تم اعتماد معدلات العائد الإسمية بالدولار الأمريكي منذ تقرير 2009 حيث أن الدولار هو العملة الأكثر اعتمادا في تحديد عائدات الاستثمار العالمية).<sup>1</sup> والجدول الموالي يوضح معدلات العائد الإسمية للشركة على النحو المالي:

الجدول رقم (4-6): العائد الاسمي والتقلبات السنوية لمحفظة شركة استثمار حكومة سنغافورة والمحفظة المرجعية

التقلبات السنوية للفترة 31 مارس 2016**		العائد الإسمي* السنوي للفترة 31 مارس 2016 (بالدولار الأمريكي)		مدة الفترة
المحفظة المرجعية**	محفظة GIC	المحفظة المرجعية	محفظة GIC	
11%	9.2%	6%	5.7%	20 سنة
12.1%	10.2%	4.8%	5%	10 سنوات
9.6%	8.2%	4.6%	3.7%	5 سنوات

المصدر: GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2015/2016, op.cit, p14.

يوضح الجدول أعلاه أداء محفظة شركة حكومة سنغافورة إلى جانب المحفظة المرجعية، استنادا إلى المخاطر السنوية المعبر عنها بالتقلبات السنوية، تتحدد العوائد المحققة وفقا للمخاطر وكذا مقارنة بالمحفظة المرجعية على النحو الموالي:

➤ بلغ العائد الاسمي لمحفظة الشركة لعشرين سنة نسبة 5.7% بالدولار الأمريكي، وفي المقابل كان العائد على المحفظة المرجعية 6%، المقارنة بين العائدين ليس دقيقة تماما، ويعكس ذلك التوجه الأقل للمخاطر في محفظة الشركة خلال السنوات الأولى من الفترة، مع ما يصل إلى 30% نقدا حتى نهاية التسعينات، وهو مما أدى إلى انخفاض العوائد عن المحفظة المرجعية. ويشير انخفاض معدل المخاطر في الشركة على مدى 20 عاما ككل إلى انخفاض معدل التذبذب في المحفظة بنسبة 9.2%، في حين كانت النسبة المرجحة للمحفظة المرجعية 11%.

➤ بلغ العائد الإسمي لمحفظة الشركة لعشر سنوات نسبة 5% بالدولار الأمريكي، بينما عائد المحفظة المرجعية بنسبة 4.8%. في العقد الماضي قامت الشركة بزيادة كبيرة في فئات الأصول البديلة مثل العقارات والأسهم الخاصة. بالإضافة إلى ذلك، من جويلية 2007 إلى سبتمبر 2008، قامت بتخفيض نسبة تعرضها للأسهم العامة

<sup>1</sup> GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2015/2016, Ibid, p11.

\* يتم احتساب معدلات العائد على محفظة GIC على أساس زمني محدد، بعد خصم التكاليف والرسوم المترتبة على إدارة المحفظة. وتجدر الإشارة بأن تقييم الأداء يعتمد على العائد المتداول لـ 20 سنة، يتم الإبلاغ أيضا عن العوائد الحقيقية لـ 5 سنوات و 10 سنوات كعلامات وسيطة، وليس كقياس الأداء.

\*\* تجدر الإشارة أن السنة المالية تنتهي في 31 مارس، من ناحية أخرى تم اعتماد المحفظة المرجعية فقط اعتبارا من 1 أبريل 2013، لذا فإن المقارنة التاريخية تقدم سوى غرض توضيحي لأن GIC لم تكن تعمل بها في السنوات السابقة.

بأكثر من 10%<sup>1</sup>، حيث كانت قلقة من أن الأسهم قد أصبحت مقيمة بأكثر من قيمتها في ظل ازدهار بيئة السوق أوائل عام 2007، وقد ساهم ذلك إيجاباً في أداء محفظة الشركة.

➤ بلغ العائد الاسمي لمحفظة الشركة لخمس سنوات نسبة 3.7% بالدولار الأمريكي، أي أقل من المحفظة المرجعية. ففي ظل السنوات الخمس الأخيرة، حققت أسهم أسواق الدول المتقدمة (خاصة أسهم الولايات المتحدة) أداء جيداً بشكل خاص. لكن محفظة الشركة كانت تمتلك حصة قليلة من أسهم أسواق الدول المتقدمة، في مقابل زيادة أسهم الأسواق الناشئة، وبالتالي كانت عائداتها أقل من المحفظة المرجعية خلال فترة الخمس سنوات، إذ تعتقد الشركة كمستثمر طويل الأجل أن أسهم الأسواق الناشئة ستستفيد من التحسينات الهيكلية المستمرة في الاقتصادات الناشئة، هذا على الرغم من حقيقة أن الأسهم في الأسواق الناشئة قد خففت من أداء أسواق الأسهم المتقدمة خلال السنوات القليلة الماضية<sup>2</sup>.

وعليه تحدد أداء شركة حكومة سنغافورة فترة الأزمات المالية على النحو الموالي:

➤ **الأزمة المالية العالمية 2008:** في نهاية مارس 2009، تعرضت محفظة الشركة لخسارة بأكثر من 20% (مقومة الدولار السنغافوري) مقارنة مع نهاية مارس 2008. وقد أدت هذه الخسارة إلى انخفاض معدل العائد السنوي الاسمي لعشرين سنة بالدولار السنغافوري من 5.8% إلى 4.4%. انخفض معدل العائد الحقيقي، الذي تجاوز التضخم العالمي من 4.5% إلى 2.6%. ومع تعافي أسواق الأسهم العالمية في الأشهر الأخيرة من 2009، استردت محفظة الشركة أكثر من نصف الخسائر لسنة 2008. وقد تم اعتبار أن التوجه الطويل الأجل للشركة الذي يبلغ 20 سنة ساهم بنجاحها في مواجهة العديد من الأزمات، وكذا تركيزها وعدم التششت نتيجة للتحركات القصيرة الأجل المتقلبة<sup>3</sup>.

➤ **أزمة الديون السيادية 2011:** في 31 مارس 2012 بلغ معدل العائد السنوي المتداول لعشرين 3.9%، وهو نفس المعدل المحقق في 31 مارس 2011. بدءاً من تقرير 2011، تم تقديم معدلات عائد اسمي بالدولار الأمريكي على مدى 5 و 10 سنوات، بالإضافة إلى معدلات العائد الحقيقية والاسمية لـ 20 عاماً، لكن يبقى معدل العائد لـ 20 سنة هو المقياس الأساسي لتقييم الأداء الاستثماري. إلا أن نتائج الاستثمار الممتدة على 5 سنوات و 10 سنوات تعطي إدراكاً بالأداء المتواصل للمحفظة، ويمكن أن تكون بمثابة أدوات وسيطة لتتبع كيفية تطوير نتائج الشركة على المدى الطويل. وفي 31 مارس 2012، قدرت المحفظة معدل عائد اسمي سنوي بالدولار الأمريكي بنسبة 3.4% خلال 5 سنوات، و 7.6% خلال 10 سنوات، و 6.8% خلال 20 عاماً<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2015/2016, op.cit, p14.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 14.

<sup>3</sup> GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2008/2009, p 10.

<sup>4</sup> GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2011/2012, p6.

## 2- دراسة سلوك شركة استثمار حكومة سنغافورة في ظل الأزمات المالية

تحدد سلوك شركة استثمار حكومة سنغافورة فترة الأزمات المالية على النحو التالي:

## 2-1- الأزمة المالية العالمية 2008

اعتبرت شركة حكومة سنغافورة من بين أنشط الصناديق السيادية فترة الأزمة المالية العالمية 2008، نظرا لعدد وحجم الصفقات التي أجرتها (36 صفقة بلغت قيمتها 41.8 مليار دولار اعتبرت الأكثر انفاقا لسنة 2008<sup>1</sup>)، وأهم ما ميز فترة الأزمة ما يلي:<sup>2</sup>

- بحلول منتصف 2007، أدت المخاوف بشأن احتمالية حدوث اضطرابات في السوق إلى اتخاذ إجراء من شأنه تقليل المخاطر الإجمالية للمحفظة. وقد تم إقرار خفض تعرض الشركة للأسهم العامة بأكثر من 10% من جويلية 2007 إلى سبتمبر 2008. كانت مثل هذه الإجراءات غير طبيعية بالنسبة لمستثمر طويل الأجل موجه نحو الأسهم مثل الشركة السنغافورية. ساعدت هذه الاستراتيجية الاحترازية المحفظة في تجنب خسارة أكبر في السوق التي تلت ذلك. لكن في أوائل 2009 قررت الشركة أن هذا الموقف الدفاعي لم يعد له ما يبرره.
- قامت الشركة بزيادة تعرضها للاستثمارات في العقارات والاستثمارات الخاصة، كما قامت بتنويع الأسهم العامة لتشمل الأسواق الناشئة وبدأت الاستثمار في صناديق التحوط والموارد الطبيعية والبنية التحتية. تم تخفيض استثمارات الدخل الثابت بشكل ملحوظ من أكثر من ثلاثة أرباع المحفظة قبل 25 عاما، إلى حوالي الربع، ومع ذلك كان التنويع غير فعال في سنة 2008.
- توزعت محفظة الشركة في 31 مارس 2009 من حيث فئات الأصول إلى 38% أسهم عامة، مقابل 44% لسنة 2008، من خلال تخفيض حصة أسهم الأسواق المتقدمة (من 34% إلى 28%)، و 24% سندات مقابل 26% لسنة 2008، أما الأصول البديلة ارتفعت إلى 30% مقارنة بـ 23% لسنة 2008، واحتل النقد 8% فقط، أما جغرافيا زادت الاستثمارات في الأمريكتين من 40% إلى 45%، انخفضت في أوروبا من 35% إلى 29%، بينما ارتفعت في آسيا قليلاً من 23% إلى 24%. وقد نتجت هذه التغييرات عن الاختيار الطبيعي لفرص الاستثمار، وليس السعي للأهداف الجغرافية.
- خلال المراحل الأولى من سنة 2008 وبهدف استغلال الشركة لفرص الاستثمار الناتجة عن الاضطراب، أجرت استثمار بشكل مباشر في الأوراق المالية القابلة للتحويل في بنوك كل من "UBS" و "Citigroup"، كما شاركت في العديد من الصناديق الخارجية التي استثمرت في الأوراق المالية المرتبطة بالرهون العقارية والقروض الممنوحة للشركات، وقد أدى تفاقم الأزمة إلى تعرض كل من "UBS" و "Citigroup" لخسائر ائتمانية، الأمر الذي تطلب في نهاية المطاف دعم مالي من حكومات كل منهما. وقد مكن تحويل حيازات الأسهم الممتازة

<sup>1</sup> William Miracky, Bernardo Bortolotti, **Weathering the Storm: Sovereign Wealth Fund in the global Economic crisis of 2008**, op.cit, p24.

<sup>2</sup> GIC, **Report On The Management Of The Government's Portfolio**, 2008/2009, Ibid, p p10, 11.

للشركة في "Citigroup" إلى أسهم عادية بسعر تحويل يبلغ 3.25 دولار أمريكي للسهم الواحد من استعادة الخسارة المبدئية على الاستثمار، وسيستغرق استثمار "UBS" وقتاً أطول لاستعادتها. وقد تحددت مبالغ الاستثمار في البنكين على النحو التالي:<sup>1</sup>

- 28 جانفي 2008: استثمرت الشركة 6.8 مليار دولار في "Citigroup" في الولايات المتحدة.
  - 02 فيفري 2008: تستثمر الشركة مرة أخرى 14.4 مليار دولار على بنك "UBS" السويسري المتعثر. وقد تم أيضا في 05 مارس 2008 استثمار 9.7 مليار دولار في نفس البنك.
- شاركت الشركة في تطوير مبادئ سانتياغو التي تم نشرها في أكتوبر 2008. وواصلت دعم أهداف مبادئ سانتياغو من خلال المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية، كعضو في اللجنة الفرعية التي تعمل في مجال علاقات البلدان المتلقية للحفاظ على بيئة مالية دولية مفتوحة للاستثمارات عبر الحدود.

## 2-2- أزمة الديون السيادية 2011

احتلت شركة حكومة سنغافورة المرتبة الأولى من حيث عدد الصفقات المنجزة خلال سنتي 2011 و2012، إذ قدرت بـ 45 صفقة و62 صفة على التوالي، في حين أن قيمتها ظلت في حدود 5 مليار دولار (5.89 مليار دولار، 5.24 مليار دولار على التوالي)،<sup>2</sup> وأهم ما ميز هذه الفترة مايلي:<sup>3</sup>

- تم إنشاء لجنتين جديدتين لمجلس الإدارة في 1 يناير 2012، تماشيا مع الظروف العالمية المعقدة، لتكميل لجان مجلس الإدارة الجارية التي تبحث في استراتيجيات الاستثمار والمخاطر. الأول هو لجنة مراجعة الاستثمار، ويستعرض عملية الاستثمار في الشركة، مع اهتمام خاصة بالاستثمارات الكبيرة. والثاني هو لجنة التدقيق التي تعزز الرقابة على الضوابط الداخلية في الشركة فيما يتعلق بالامتثال وعملية الإبلاغ والإفصاح المالي.
- أنشأت المجلس الاستشاري الدولي في 1 أكتوبر 2011 برئاسة المستشار لي كوان يو، مع مدير مجلس الإدارة السيد Teo Chee Hean كنائب لرئيس مجلس الإدارة. يقدم المجلس الاستشاري وجهات نظر حول المستقبل، وعلى وجه الخصوص، اتجاهات الاستثمار العالمية، وفتات الأصول الناشئة وفرص النمو الجديدة.
- بهدف وضع نتائج الشركة في منظورها الصحيح، تم تضمين بيانات الأداء في حقيبتين مركبتين. تشمل الأولى 60% من الأسهم العالمية و 40% من السندات العالمية ("60:40 محفظة عالمية")، والثانية تضم 70% من الأسهم العالمية و 30% من السندات العالمية ("70:30 محفظة عالمية"). تحسب المعدلات الاسمية لعوائد المحافظ المركبة من مؤشرين للسوق - مؤشر "MSCI" الإجمالي لعائدات الأسهم العالمية ومؤشر Bonds Global Bond الإجمالي للسندات العالمية. يتم قبول هذه المحافظ المركبة بصفة عامة باعتبارها تمثل توزيع

<sup>1</sup> GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2008/2009, op.cit, p69.

<sup>2</sup> انظر:

-Bocconi University, Follow the Money: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011, op.cit, p p 20, 21.

-2012, p p 28, 29.

<sup>3</sup> GIC, Report On The Management Of The Government's Portfolio, 2011/2012, Ibid, p p 6,8.

الأصول الاستراتيجية للمستثمرين المؤسسين العالميين الكبار مثل صناديق التقاعد وصناديق الثروة السيادية. ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن معدلات العائدات الاسمية في المحافظ العالمية 60:40 و 70.30 ليست معايير قياسية تقود استثمارات الشركة، كما ينبغي النظر إلى عوائد الاستثمار في سياق المخاطر.

➤ حققت محفظة الشركة بالنسبة للفترتين 5 و 10 سنوات، عائد أعلى (3.4%، 7.6% على التوالي) و مخاطر أقل مقارنة (12.9%، 10.4% على التوالي) مع كل من المحفظتين المركبتين. وبالنسبة لفترة 20 سنة، كانت محفظة الشركة ذات عائد أقل (6.8%) ومخاطر أقل (9%). وذلك لأنه في العقد الأول من فترة العشرين عاما، تم استثمار المحفظة بشكل أكثر تحفظ مع المزيد من النقد والسندات. وقد حدث تنويع في فئات الأصول البديلة والخاصة خلال السنوات العشر الماضية.

➤ من 2011 إلى 2012 ارتفعت حصة النقدية في محفظة الشركة من 3% إلى 11%، نظرا لارتفاع حالة عدم اليقين في الأسواق العالمية، سمح تدفق النقد من إيرادات الاستثمار وإيداع الأموال تراكم النقدية خلال العام استعدادا لفرص استثمارية أفضل. وبالتالي، وانخفضت حصة الأسهم العامة في المحفظة من 49% إلى 45%. كما تم تخفيض مخصصات السندات من 22% إلى 17%، لأن عوائد السندات في الأسواق المتقدمة انخفضت بشكل كبير، بسبب اللجوء إلى الأصول الآمنة وتدخل البنك المركزي.

➤ من 2011 إلى 2012 لم يتغير التوزيع الجغرافي لأصول محفظة الشركة بشكل كبير. داخل أوروبا، بلغ معدل التعرض لأسواق PIIGS\* 1.4% في 31 مارس 2012، وتم استثماره بشكل كبير في العقارات وأسهم مختارة في إيطاليا وإسبانيا.

يتضح من خلال العرض أعلاه أن شركة حكومة سنغافورة تسعى لإدارة احتياطات الدولة، من خلال سعيها لتحقيق عائد أعلى لمدة 20 سنة يفوق معدل التضخم العالمي في حدود مخاطر مقبولة، ولتحقيق هذا الغرض تعمل على استغلال الفرص الاستثمارية في الخارج، خاصة الو.م.أ وأوروبا. تعرضت هذه الدول للعديد من الاضطرابات المالية، وهو ما شكل تحدي للشركة حول كيفية التعامل واستغلال هذه الظروف لصالحها، ومن الملاحظ أنه حتى وإن حققت الشركة أداء ضعيف على المدى القصير فترة الأزمات المالية، نظرا لانخفاض عائدات الأصول خاصة الأسهم باعتبارها النسبة الأكبر للمستثمر فيها، استطاعت تحقيق أداء أفضل على المدى الطويل، بفضل استغلال خبرتها في مجال إدارة الأصول على مدى أكثر من 30 سنة، وكذا القيام بتعديلات على مستوى إطارها التنظيمي من خلال تدعيم عملها بإضافة العديد من الهيئات المختصة في مجال الاشراف والتخطيط وإدارة المخاطر، وكذا تعديل إطارها الاستثماري من خلال تبني نموذج المحفظة المرجعية ابتداء من 2013 لقياس أدائها، وكذا محفظة السياسات التي يعتمد عليها في مجال تخصيص الأصول. وكل هذه عوامل تساعد الشركة في التخفيف من حدة الأزمات المالية سواء محليا، أو عالميا.

\* تضم PIIGS الدول التالية: البرتغال وإيرلندا وإيطاليا واليونان وإسبانيا.

## المبحث الثالث: دراسة تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات

خصص هذا المبحث لدراسة تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات، بالتركيز على سلوكه فترة الأزمات المالية، وإجراء مقارنة بين مختلف صناديق الثروة السيادية للعينة من حيث أدائها وسلوكها فترة الأزمات المالية.

## المطلب الأول: نشأة وتطور صندوق ضبط الإيرادات

سيتناول هذا المطلب عرض لتجربة صندوق ضبط الإيرادات من خلال تحديد أهم العوامل التي ساهمت في نشأته، إطاره القانوني وكذا تقييم لأدائه فترة الأزمات المالية.

## أولا/ نشأة صندوق ضبط الإيرادات

تعتبر الجزائر من الدول الغنية بالموارد الطبيعية وعلى رأسها النفط والغاز\*، إذ تمتلك 12.2 مليار برميل من النفط كاحتياطيات مؤكدة، وهو ما يجعلها تحتل المرتبة السابعة ضمن الدول "أوبك"، وتقدر نسبة مساهمتها بـ 0.95% ضمن احتياط النفط العالمي، و 1.21% ضمن دول أوبك، أما احتياطاتها من الغاز الطبيعي التي تقدر بـ 4.5 ترليون م<sup>3</sup> تحتل بها المرتبة الرابعة لدول "أوبك" بعد كل من قطر، السعودية والإمارات، وبنسبة مساهمة 2.3% عالميا، و 4.73% كحصة من احتياطيات دول "أوبك"، أما بخصوص الإنتاج فتحتل المرتبة الخامسة والثالثة ضمن "أوبك" للنفط الخام والغاز الطبيعي على التوالي.<sup>1</sup> يرتبط الاقتصاد الوطني بقطاع المحروقات بنسبة كبيرة، إذ يمثل حوالي 30% من الناتج المحلي الخام، 60% من الإيرادات العامة، ونسبة تفوق 90% من الصادرات الوطنية.<sup>2</sup> عملت الجزائر على استغلال الفوائض المترتبة من ارتفاع أسعار المحروقات خلال سنوات 2000 (الطفرة النفطية الثالثة) في عدة نواحي:<sup>3</sup>

➤ **التسديد المسبق للمديونية:** وهذا انطلاقا من كون المديونية مثلت في التسعينات من القرن العشرين عبئا كبيرا على الاقتصاد الجزائري، فلقد كادت أن تمتص خدمات المديونية مجمل عوائد الصادرات، لذا قررت السلطات الجزائرية سنة 2004 التسديد المسبق للديون الخارجية، بالإضافة إلى الديون التي بلغت آجال استحقاقها، إذ كان محزون المديونية الخارجية في نهاية 2003 في حدود 23.4 مليار دولار منها 12.2 مليار دولار تمت

\* يعود اكتشاف المحروقات في الجزائر إلى منتصف الخمسينات من القرن العشرين، في حين أن البداية الفعلية كانت في عام 1958، وعقب الاستقلال تم تأسيس شركة النفط الوطنية "سوناطراك" في نهاية عام 1963 لتتولى الاشراف على إدارة المحروقات، وفي عام 1971 قررت الجزائر تأمين ثروتها النفطية كلها بعد ان ظلت بين العامين 1962 و 1971 رهينة بنود اتفاقية إيفيان التي تنص على السيادة الجزئية للجزائر على حقولها من المحروقات، وفي عام 1986 تم إصدار قانون المحروقات الذي ينظم صناعة النفط والغاز في الجزائر، وتم تعديله بعد ذلك خلال 2005، 2006 وأخيرا 2013. انظر:

عبد الحميد مرغيث، مراد بونس، واقع ومستقبل قطاع الغاز الجزائري في ظل التحولات الكبرى في أسواق الغاز العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 72-73، خريف 2015-شتاء 2016، ص 145.

<sup>1</sup> منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو (أوبك)، التقرير الاحصائي السنوي 2017، مرجع سبق ذكره، ص ص 8-12-14-18.

<sup>2</sup> بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر لسنوات 2007 إلى 2016، لكن تجدر الإشارة أن نسبة مساهمة قطاع المحروقات في الناتج المحلي الخام انخفضت إلى أقل من 30% وكذا مساهمته في الإيرادات العامة إلى ما دون 60% سنة 2015، نظرا لتدهور أسعار المحروقات العالمية، وكذا انخفاض في حجم الانتاج.

<sup>3</sup> قدي عبد المجيد، الاقتصاد الجزائري والنفط: فرص أم تهديدات، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول "التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة"، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، يومي 7 و8 أبريل 2008، ص ص 5، 6.



إعادة جدولتها مع نادي باريس ولندن، وفي الفترة بين 2004-2005 تم تسديد بشكل مسبق 3.3 مليار دولار.

➤ **تطوير القطاع النفطي:** يتطلب القطاع النفطي ضخ رؤوس أموال كبيرة على أساس منتظم قصد الاستثمار في عمليات التطوير، الانتاج، الصيانة لإحلال النفط المنتج والمحافظة على سلامة الآبار، صحيح أن جزءا من هذه الموارد يتأتى من الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن شركات النفط الوطنية تعتبر هي الفاعل الأساسي في المجال، ولقد ساهم الانفاق على هذا القطاع في تطور حصة إنتاج الجزائر ضمن منظمة الأوبك وتعزيز قدراتها التنافسية.

➤ **تكوين صندوق ضبط الإيرادات:** يعتبر صندوق ضبط الإيرادات إحدى الآليات المستحدثة بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000، وكان الهدف منه ضمان تمويل النفقات العامة في حال حدوث تقلبات في الإيرادات العامة، والتي تنتج في الغالب عن تقلبات أسعار النفط.

➤ **استعمالات أخرى:** تميزت الاستخدامات الأخرى لموارد النفط بطابع الاسراف والهدر، ومن أهمها: كثرة الالغاءات وإعادة شراء الديون المستحقة على بعض فئات الفلاحين وعلى المؤسسات غير الناجعة، مما سمح بنمو المديونية الداخلية التي تحملتها الخزينة العمومية بدلا من أصحابها. عدم اختيار أسواق الاستيراد بشكل متناسب مع العملة التي يتم بها تسعير البترول، ذلك أن البترول يسعر بالدولار، بينما الاستيراد يتم من خلال الأسواق الأوروبية التي تتعامل باليورو، ويعني ذلك أنه كلما تحسنت قيمة اليورو أمام الدولار كلما كام الاقتصاد الجزائري في حاجة إلى دولارت أكبر للمحافظة على نفس مستوى الواردات.

وعليه يمكن القول أن أهم دافع وراء انشاء صندوق ضبط الإيرادات هو إيجاد آلية لادخار الموارد المالية الفائضة عن الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، واستخدامها عند الحاجة، في ظل الحساسية الشديدة للاقتصاد الوطني اتجاه تقلبات أسعار المحروقات، وبالتالي التخفيف من أثر "الصدمات" الخارجية على إدارة السياسة المالية.

#### ثانيا/ الإطار القانوني لصندوق ضبط الإيرادات

أنشئ صندوق ضبط الموارد بموجب المادة 10 من القانون رقم 02-2000 المؤرخ في 27 يونيو 2000 الذي يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، وهو حساب خاص تابع للحسابات الخاصة للخزينة\*.

وقد جاء نص المادة 10 من هذا القانون على النحو التالي:<sup>1</sup>

\* الحسابات الخاصة للخزينة هي حسابات مفتوحة في كتابات الخزينة تقيد فيها عمليات الإيرادات وعمليات النفقات لصالح الدولة، التي تجريها تنفيذا لأحكام قانون المالية، ولكن خارج الميزانية العامة للدولة، وبالتالي فهي تمثل تعديلا لقاعدة وحدة الميزانية العامة، وتضم الحسابات الخاصة للخزينة في الجزائر الأصناف التالية: الحسابات التجارية، حسابات التخصيص الخاص، حسابات التسيقات، حسابات القروض، حسابات التسوية مع الحكومات الأجنبية وحسابات المشاركة أو المساهمة. انظر: جمال لعمامرة، علاقة الحسابات الخاصة للخزينة بالميزانية العامة للدولة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، العدد 4، 2005، ص 99.

<sup>1</sup> قانون رقم 02-2000 مؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق ل 27 جوان 2000، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، ص 7.

يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان "صندوق ضبط الموارد"، يقيد في هذا الحساب:

#### ➤ من حيث الإيرادات

- القيمة الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية.
- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق.

#### ➤ من حيث النفقات

- ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي.
- تخفيض الدين العمومي.

#### ➤ من حيث التسيير

وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الحساب.

وتنفيذا لهذا النص صدر المرسوم التنفيذي رقم 02-67 المؤرخ في 6 جوان 2002 وكذا القرار الوزاري رقم 122 المؤرخ في 16 جوان 2002 لتحديد كيفية سير الحساب وكذا قائمة إيرادات ونفقات هذا الحساب.<sup>1</sup>

أجريت عدة تعديلات على صندوق ضبط الموارد منذ 2004 من حيث موارد واستخداماته، على النحو التالي:

➤ في سنة 2004 ضمن المادة 66 من قانون المالية لسنة 2004،<sup>2</sup> بحيث أضيفت تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية لإيرادات الصندوق.

➤ وكذا في سنة 2006 ضمن المادة 25 من القانون المالي التكميلي لسنة 2006،<sup>3</sup> فقد مست نفقات الصندوق، فبدلا من تحقيق التوازن للميزانية العامة تم توجيهها لتغطية العجز في الخزينة العمومية بصفة أشمل، بحيث لا يقل رصيد الصندوق عن القيمة المحددة وهي 740 مليار دج، كشرط لتغطية العجز.

➤ وأخيرا في سنة 2017 ضمن المادة 121 من قانون المالية لسنة 2017،<sup>4</sup> بحيث مست نفقات الصندوق، وتم حذف الشرط المتعلق برصيد الصندوق الذي لا يجب أن يقل عن 740 مليار دج في تمويل عجز الخزينة. والجدول الموالي يقدم نظرة عامة حول معلومات صندوق ضبط الإيرادات على النحو التالي:

<sup>1</sup> بولفيج نبيل، صندوق ضبط الموارد في الجزائر أداة لضبط وتعديل الميزانية العامة في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الأول، جامعة شلف، ص242.

<sup>2</sup> قانون رقم 03-22 مؤرخ في 4 ذي القعدة عام 1424 الموافق لـ 28 ديسمبر 2003، المتضمن قانون المالية لسنة 2004، ص28.

<sup>3</sup> أمر رقم 06-04 مؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق لـ 15 جويلية 2006، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006، ص8.

<sup>4</sup> قانون رقم 16-14 مؤرخ في 28 ربيع الأول سنة 1438، الموافق لـ 28 ديسمبر سنة 2016 المتضمن لقانون المالية لسنة 2017.

الجدول رقم (4-7): أهم المعلومات حول صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

الموضوع	البيانات
سنة الانشاء	2000
هدف الصندوق	تمويل عجز الخزينة العمومية، وتخفيض الدين العمومي
تمويل الصندوق	الإيرادات النفطية التي تفوق ما تم تقديره في قانون المالية
تصنيف الصندوق	من حيث مصدر التمويل: صندوق سلمي من حيث الهدف: صندوق استقرار
الإطار المؤسسي	ليس لديه شخصية معنوية مستقلة وإنما يمثل حساب خاص من حسابات الخزينة العمومية
ملكية الصندوق	الحكومة الجزائرية
تسيير الصندوق	وزارة المالية
هيئة الرقابة والإشراف	لا تخضع عمليات الصندوق لرقابة البرلمان (خارج الميزانية) وبالتالي لا يوجد هيئات رقابة ولا اشراف.
تخصيص الأصول وسياسات الاستثمار	يتم ادخار موارد الصندوق وليس لديه استثمارات محلية وخارجية.

المصدر: من إعداد الطالبة

بالنظر إلى الخصائص المميزة لصناديق الثروة السيادية (انظر الفصل الأول) وإسقاطها على صندوق ضبط الإيرادات نجد:

- خاصية السيادية متوفر باعتبار أنه مملوك من قبل للدولة الجزائرية.
  - خاصية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بطريقة مستقلة عن السلطات النقدية ووزارة المالية هي غير متوفرة، باعتبار أن صندوق ضبط الموارد هو حساب من حسابات الخزينة يتم تسييره من قبل وزير المالية\*.
  - خاصية تحقيق أهداف اقتصادية كلية متوفرة من خلال هدف الصندوق في تمويل عجز الخزينة العمومية وتخفيض الدين العمومي.
  - خاصية الاستثمار (محلي، دولي) في تشكيلة متنوعة من الأصول وإتباع استراتيجيات طويلة الأجل مع تحمل مخاطر غير متوفرة، باعتبار أن موارد الصندوق تعتمد على الفوائض المتأتية من الفرق في الأسعار البترول، وفي المقابل ليس لديه استثمارات سواء محليا أو دوليا.
  - خاصية عدم وجود التزامات دورية واجبة السداد متوفرة.
- يتضح أن صندوق ضبط الإيرادات لا تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين لاعتباره صندوق ثروة سيادي، وبناء على ذلك هناك هيئات تدرج ضمن دراساتها وتقاريرها صندوق ضبط الإيرادات على غرار معهد صناديق الثروة السيادية، من خلال تصنيف حجم أصوله العالمية وكذا مؤشر الشفافية لينابورغ-مادول، وكذا أعمال إدوين ترومان، من ناحية أخرى توجد هيئات متخصصة بصناديق الثروة السيادية لا تدرج ضمن تقاريرها صندوق ضبط الإيرادات مثل:

\* تجدر الإشارة إلى ان صندوق ضبط الإيرادات تابع لميزانية البنك المركزي من جانب الخصوم كصندوق تعقيم للحماية البترولية الفائضة. انظر: بوكريد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص210.

Sovereign Investment Lab التابع لجامعة Bocconi، Monitor-FEEM، The prequin، وضمن أعمال سفين بيرنت. وعليه يمكن اعتبار صندوق ضبط الإيرادات صندوق استقرار محلي، يهدف إلى سداد الدين العمومي وتمويل عجز الخزينة العمومية (حسب تعديل قانون المالية في 2006). والجدول الموالي يوضح تصنيف مؤشرات الأداء العالمية لصندوق ضبط الإيرادات على النحو التالي:

الجدول رقم (4-8): تصنيف صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمؤشر لينابورغ-مادول ومؤشر ترومان

ترومان			لينابورغ-مادويل		المؤشر المعتمد
2015	2012	2008	Q4 2016	Q4 2008	
%26	%29	%27	10/1	10/1	قيمة المؤشر

المصدر: تم اعداد الجدول بالاعتماد على معهد صناديق الثروة السيادية، على الرابط: <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index>

تاريخ الاطلاع: 2017/01/01.

-Edwin M.Truman, **A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices**, Policy Brief, Peterson Institute for international Economics, April 2008, p7.

-Allie E.Bagnall and Edwin M.Truman, **Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard**, Policy Brief, Peterson Institute for international Economics, August 2013, P5.

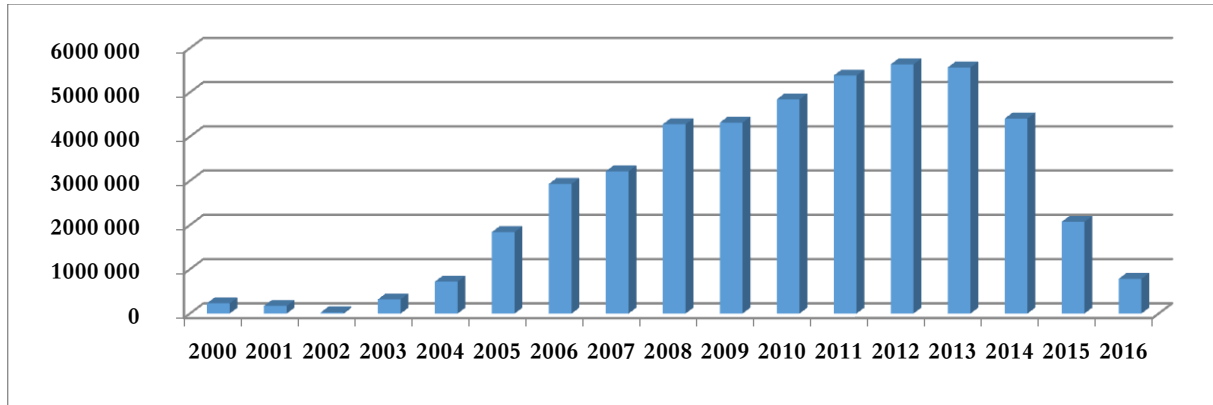
-Sara E. Stone and Edwin M. Truman, **Unven progress on Sovereign wealth Fund transparency and Accountability**, op.cit, p09.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن صندوق ضبط الإيرادات تحصل على معدلات متدنية من الشفافية والأداء، فبالاعتماد على مؤشر لينابورغ-مادول تحصل على أقل علامة منذ 2008، وهو نفس الشيء بالنسبة لمؤشر ترومان.

### ثالثا/ تطور رصيد صندوق ضبط الإيرادات من 2000 إلى غاية 2016

يعتبر صندوق ضبط الإيرادات حساب من جانبين موجودات أو متاحات، مسحوبات أو استخدامات، وللوقوف على رصيد الصندوق منذ سنة تأسيسه نقدم الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-11): تطور رصيد صندوق ضبط الإيرادات من 2000 إلى 2016 (مليون دج)



المصدر: تم اعداد الشكل بالاعتماد على المخلوق رقم 4

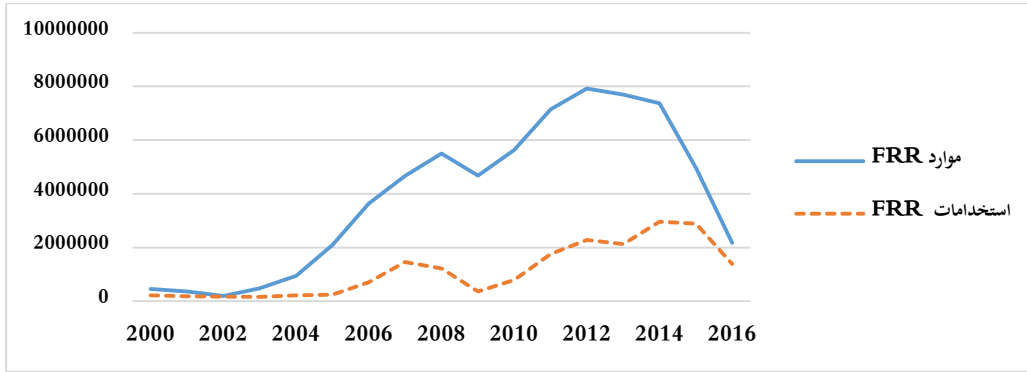
يتضح من خلال الشكل أعلاه أن تطور رصيد صندوق ضبط الموارد اتخذ شكل هرمي، أي عرف زيادة في الرصيد تقريبا من 2004، ليصل إلى أعلى مستويات له فاقت 5 مليار دج في سنة 2012 وهي تمثل قمة الهرم، لينخفض

بعد ذلك إلى أقل من مليار دج سنة 2016، وهي أقل قيمة منذ سنة 2004، فخلال أربع سنوات فقط من 2012 إلى 2016 أنخفض بمعدل 86%، وهو ما يعبر عن تآكل مستمر في أصول صندوق ضبط الإيرادات، وبالتالي تحقيقه معدلات نمو سلبية.

#### المطلب الثاني: دراسة سلوك صندوق ضبط الإيرادات فترة الأزمات المالية

مرت 17 سنة تقريبا على إنشاء صندوق ضبط الإيرادات بالجزائر، وهي فترة عرفت فيها أسعار النفط ارتفاعا، لكن مع نهاية 2014 انخفضت الأسعار، واستمر هذا الانخفاض الذي بدوره أثر على موارد الصندوق ومن ثمة استخداماته، والشكل الموالي يوضح تطور موارد واستخدامات صندوق ضبط الإيرادات على النحو التالي:

الشكل رقم (4-12): تطور موارد واستخدامات صندوق ضبط الموارد من 2000 إلى 2016 (مليون دج)

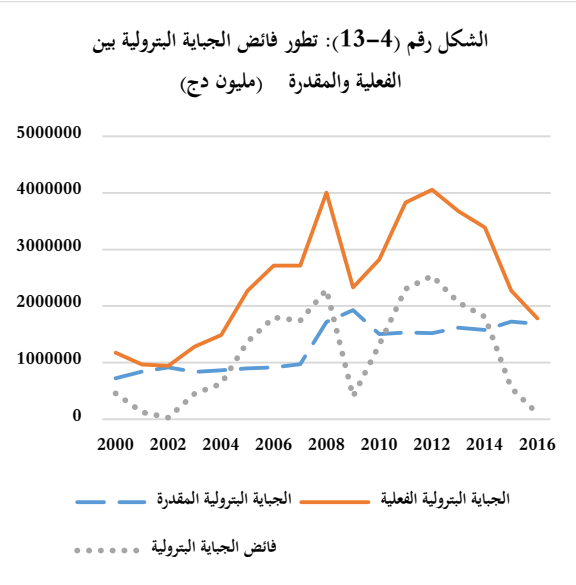
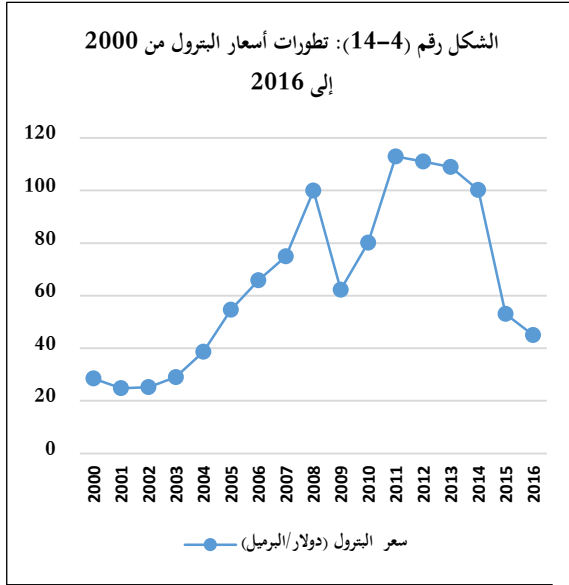


المصدر: تم اعداد الشكل بالاعتماد على الملحق رقم 4

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن هناك العديد من التطورات التي شهدتها كل من موارد واستخدامات الصندوق، خاصة خلال الفترة 2007 إلى غاية 2016، أين عرفت فترات من النمو والانخفاض، ففي نهاية 2016 انخفضت الموارد إلى تقريبا 2000 مليار دج، مقابل حوالي 1300 مليار دج كاستخدامات، وفيما يلي سنقوم بدراسة سلوك صندوق ضبط الإيرادات من خلال تحديد أهم العمليات التي تولدها.

#### أولا/ سلوك صندوق ضبط الإيرادات من حيث موارده (إيراداته)

اعتمادا على معطيات الملحق رقم 4 يتضح أن دراسة سلوك صندوق ضبط الإيرادات تعتمد أساسا على دراسة استخداماته (الالتزامات) وموارده (الإيرادات)، والتي يتم تحديدهما من قبل السلطة التشريعية في إطار القوانين المالية. بالنسبة لموارد الصندوق نجد أنها تتحدد أساسا من فوائض الحماية البترولية بين المقدرة الفعلية، وبخصوص تسبيقات البنك المركزي التي أقرت من خلال قانون المالية لسنة 2004 فلم تخصص لها مبالغ، وعليه فموارد الصندوق ترتفع كلما ازداد الفارق بين سعر المرجعي للموازنة العامة والسعر الفعلي، ولتوضيح تطورات الحماية الفعلية والمقدرة بدلالة تطورات أسعار البترول نقدم الشكلين المواليين:



المصدر: تم اعداد الشكل بالاعتماد على المخلق رقم 4

المصدر: تقارير البنك الجزائر لسنوات 2004، 2008، 2015، 2016

يتضح من خلال الشكلين أعلاه الحساسية الكبيرة لموارد الصندوق اتجاه تغيرات أسعار البترول العالمية، من خلال التطابق الشبه التام لفائض الجباية البترولية مع تطورات أسعار البترول، ففي الفترة من 2000 إلى 2007 شهدت تراكم كبير في موارد الصندوق، بفعل تحسن أسعار البترول (ارتفعت بحوالي 46 دولار للبرميل). تجدر الإشارة بأن السعر المرجعي الذي اعتمد في 2000 هو 19 دولار للبرميل بينما كانت الأسعار الفعلية 28 دولار للبرميل، والفارق يوجه لتمويل الصندوق.

يعتبر اعتماد السعر المرجعي في إعداد الموازنة العامة 19 دولار للبرميل في الوقت التي يتجاوز فيه السعر الفعلي عتبة 100 دولار للبرميل، بمثابة صرف الجباية المترتبة بما يفوق 81 دولار لكل برميل خارج الرقابة البرلمانية، بمعنى أن البرلمان لا يراقب إلى 20% من الجباية البترولية، في الوقت الذي يبقى فيه ما يزيد عن 80% خاضعا لتقديرات السلطة التنفيذية وخارج رقابة البرلمان، وهذا ما جعل صندوق النقد الدولي يوصي بضرورة إدراج هذا الصندوق ضمن الميزانية العامة للدولة.<sup>1</sup>

لكن الفترة من 2008 إلى غاية 2016 شهدت العديد من التغيرات وعدم الاستقرار، من حيث فائض الجباية البترولية، وابتداء من 2008 ارتفعت الجباية البترولية المقدرة باعتماد 37 دولار للبرميل كسعر مرجعي للموازنة العامة، وفي المقابل انخفضت الجباية البترولية الفعلية في نفس السنة. ويمكن تقسيم هذه المرحلة على النحو الموالي:

➤ **الفترة 2008-2009:** انخفض فائض الجباية البترولية بحوالي 82%، متأثرا بانخفاض الجباية الفعلية بحوالي 42%، نتيجة لانخفاض أسعار البترولي إلى 62 دولار للبرميل بعدما اقتربت من عتبة 100 دولار للبرميل سنة 2008، ويمكن تفسير ذلك بتطور تبعات الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية والدول

<sup>1</sup> قدي عبد المجيد، الاقتصاد الجزائري والنفط: فرص أم تهديدات، مرجع سبق ذكره، ص6.

المتقدمة وانتقال تأثيرها من دائرة القطاع المالي إلى دائرة القطاع الحقيقي، مما أثر على الطلب العالمي للبتروول، وبالتالي انخفاض أسعاره، وتأثرت نتيجة لذلك موارد الصندوق بتبعات الأزمة المالية العالمية 2008.

➤ **في الفترة 2010-2013:** شهدت تحسن كبير في فائض الجباية البترولية، بحيث انتقل بحوالي 917635 مليون دج من 2009 إلى 2010، إذ شهدت هذه الفترة وبالتحديد خلال 2011 دخول منطقة اليورو في حالة ركود خاصة اليونان إيطاليا اسبانيا وهولندا، الذي ساهم إلى حد ما في تباطؤ نمو الاقتصادات المتقدمة، وهو ما أثر على الطلب، لكن ما حقق التوازن النسبي للأسعار هو الطلب المتزايد من قبل البلدان الناشئة، وكذا الظروف الجيوسياسية السائدة في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

➤ **الفترة من 2014-2016:** شهدت تراجع كبير في فائض الجباية البترولية، إذ انخفضت بحوالي 94% من قيمتها، واقترابها إلى حد كبير من الجباية المقدرة والمعتمدة على 37 دولار للبرميل كسعر مرجعي، في مقابل انخفاض أسعار البترول العالمية بمعدل 55%، نتيجة لأسباب اقتصادية تتعلق بفائض العرض العالمي عن الطلب العالمي، واعتبارات جيوسياسية أخرى (يمكن الرجوع إليها من خلال الفصل الثاني)، شكل ذلك في مجموعه تحديا أمام الدول النفطية فيما يتعلق خاصة بماليتها العامة وتوازنها الخارجية. وهو أيضا ما شكل تحديا كبيرا أمام استمرارية صندوق ضبط الإيرادات في حصوله على الموارد اللازمة لتحقيق أهدافه.

ومن خلال الجزء الموالي سنقوم بتحديد أهم استخدامات موارد صندوق ضبط الإيرادات.

**ثانيا/ سلوك صندوق ضبط الإيرادات من حيث استخداماته (نفقاته)**

حددت قوانين المالية استخدامات صندوق ضبط الإيرادات أساسا في تغطية عجز الخزينة العمومية وسداد الدين العمومي، وفيما يلي نقدم نظرة عامة حول استخدامات موارد صندوق ضبط الإيرادات منذ 2000، بالتركيز على فترة 2007 إلى 2016، التي تميزت بحدوث العديد من الأزمات المالية العالمية، وهي الفترة المحددة للدراسة.

الجدول الموالي يلخص مجموع استخدامات صندوق ضبط الإيرادات منذ تأسيسه سنة 2000 على النحو التالي:

الجدول رقم (4-9): استخدامات موارد صندوق ضبط الإيرادات من 2000 إلى غاية 2016 (مليون دج)

سنة	سداد الدين	تمويل الخزينة	سداد التسبيقات	سنة	سداد الدين	تمويل الخزينة	سداد التسبيقات
2000	221100	0	0	2009	0	364282	0
2001	184467	0	0	2010	0	791938	0
2002	170060	0	0	2011	0	1761455	0
2003	156000	0	0	2012	0	2283260	0
2004	222703	0	0	2013	0	2132471	0
2005	247838	0	0	2014	0	2965672	0
2006	618111	91530	0	2015	0	2886505	0
2007	314455	531952	607956	2016	0	1387938	0
2008	465437	758180	0	المجموع	2600171	15955183	607956

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على الملحق رقم 4

بالاعتماد على الجدول أعلاه يتضح أن 14% من مجموع استخدامات الصندوق (باستثناء التسبيقات) تمت لسداد الدين العمومي، في حين أن حوالي 86% اتجهت لتغطية عجز الخزينة العمومية. تتحدد على النحو التالي:

### 1- استخدامات صندوق ضبط الإيرادات لسداد الدين العمومي

عرفت الجزائر فترة طويلة من المشاشة الخارجية وذلك اعتباراً من 1986-1987، والتي تجسدت بهبوط إيرادات صادرات المحروقات بنسبة 39%، أدت إلى أزمة دين خارجي، إذ بلغ عبء المديونية الخارجية مستويات حادة في بداية 1990. تجاوزت نسبة خدمة الدين الخارجي 100% في الثلاثي الأول من 1994، وبلغ خلالها حجم الدين الخارجي 70% من إجمالي الناتج المحلي الخام، وهو ما دفع بالجزائر إلى اللجوء إلى إعادة جدولة دينها الخارجي لدى نادي باريس ونادي لندن، التي اندرجت في إطار برامج التعديل مع صندوق النقد الدولي (1994-1998).<sup>1</sup> وقد سمحت عملية إعادة الجدولة مع تحسن الوضعية المالية الخارجية ابتداء من 2000 (في ظل الطفرة النفطية الثالثة) إلى انخفاض في مستويات الدين الخارجي، في إطار انتهاج الجزائر استراتيجية التسديد المسبق للمديونية، خاصة بين عامي 2004 و2006. والجدول الموالي يوضح تطور حجم المديونية الخارجية من 2000 إلى 2006 على النحو الموالي:

الجدول رقم (4-10): تطور حجم الدين الخارجي من 2000 إلى 2008

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
5,586	5,606	5,612	17,192	21,821	23,353	22,642	22,571	25,261	الدين الخارجي (مليار دولار أمريكي)
3.3	4.1	4.8	16.7	25.6	34.4	39.9	41.5	46.1	الدين الخارجي/PIB (%)

المصدر: تقارير بنك الجزائر لسنوات 2002-2004-2008

La Direction Générale de la Prévision et des Politiques, **Principaux indicateurs de l'économie Algérienne 2000-2016**, p2.

يوضح الجدول أعلاه انخفاض حجم الدين الخارجي بشكل عام (بلغ سنة 1996 مقدار 33 مليار دولار أمريكي)، بحيث انتقل من 25.261 مليار دولار سنة 2000 إلى 5.586 مليار دولار سنة 2008، أي انخفاض بمعدل 78%، هذا الانخفاض مر بمراحل، فقبل سنة 2004 كان الانخفاض تدريجي، وابتداء من 2004 انخفض الدين الخارجي بشكل كبير، نظراً لعمليات السداد المسبق الذي تمت.

عمل صندوق ضبط الموارد على تسديد الدين العمومي منذ سنة 2000، إذ بلغ حجم المبلغ المسدد مبلغ 2600171 مليون دج (بالإضافة إلى تسبيقات بنك الجزائر 607956 مليون دج)، ومن الملاحظ أن تخفيض الدين الخارجي إلى أدنى مستوياته كان سنة 2006، أي حدث سنة قبل حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد ساهم كل من تراكم احتياطات أجنبية معتبرة إلى جانب دين خارجي منخفض في تعزيز ولو بشكل نسبي استقرار الاقتصاد المحلي فترة الأزمة المالية العالمية 2008.

<sup>1</sup> انظر: تقارير البنك الجزائري لسنوات 2008، 2009، 2010.



## 2- استخدامات صندوق ضبط الإيرادات لتمويل عجز الخزينة العمومية

نظرا لانخفاض حجم المديونية الخارجية إلى أقل مستوياتها مقارنة بفترة التسعينات، أضيف تمويل عجز الخزينة العمومية ضمن استخدامات صندوق ضبط الإيرادات وفقا لتعديل 2006، والجدول الموالي يظهر تطور رصيد الخزينة العمومية من 2006 إلى 2016 وكذا نسبة تغطية العجز من قبل صندوق ضبط الإيرادات على النحو التالي:

الجدول رقم (4-11): مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تغطية عجز الخزينة العمومية من 2006 إلى 2016 (مليون دج)

السنة	رصيد الخزينة العمومية	تغطية العجز من FRR	النسبة %	السنة	رصيد الخزينة العمومية	تغطية العجز من FRR	النسبة %
2006	-647310	91530	14.14	2012	-3246197	2283260	70.34
2007	-1281954	531952	41.50	2013	-2205945	2132471	96.67
2008	-1381158	758180	54.89	2014	-3185994	2965672	93.08
2009	-1113701	364282	32.71	2015	-3172340	2886505	90.99
2010	-1496476	791938	52.92	2016	-2343735	1387938	59.22
2011	-2468847	1761455	71.35	المجموع		15955183	

المصدر: تم اعداد الجدول بالاعتماد على الملحق رقم 4

#### La Direction Générale de la Prévision et des Politiques, **Situation Résumée des Opérations du Trésor SROT 2000-2016.**

يتضح من خلال الجدول أعلاه وبالتركيز على نسب تغطية صندوق ضبط الإيرادات لعجز الخزينة العمومية يتضح أنها تتباين من سنة لأخرى، فمن 2006 إلى 2010 لم تتجاوز النسبة 50%، أما من 2011 إلى 2012 انتقلت نسبة التغطية في حدود 70%، كما نلاحظ اعتماد شبه كلي على موارد الصندوق من 2013 إلى 2015. ومع تراجع موارد الصندوق سنة 2016 تمت تغطية العجز بحوالي 59% فقط، واللجوء إلى الاقتراض المحلي (557828 مليون دج<sup>1</sup>). أدى الاعتماد الشبه التام في تمويل عجز الخزينة العمومية إلى تآكل موارد صندوق ضبط الإيرادات، وهو ما شكل تحديا أمام السلطات العمومية في توفير مصادر أخرى لتمويل العجز المتفاقم. ويمكن تلخيص وضعيتهم صندوق ضبط الإيرادات فترة الأزمات المالية على النحو الموالي:

- في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، وأزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو 2011: تميز صندوق ضبط الإيرادات بوضعية متينة اتجاه الأوضاع الاقتصادية العالمية، بفضل تراكم معتبر للموارد منذ 2000، وكذا انخفاض حجم المديونية الخارجية، الذي ساهم بشكل غير مباشر في تغطية عجز الخزينة العمومية.
- في ظل الصدمة النفطية نهاية 2014: تميزت هذه الفترة باستنفاد صندوق ضبط الإيرادات لموارده نهاية 2016، من خلال اعتماد شبه كلي على موارده في تمويل عجز الخزينة العمومية، في ظل سنتين من الانخفاض المستمر في أسعار النفط، ساهم ذلك في تآكل موارد الصندوق واقترب رصيده إلى 750 مليار دج، الذي اعتبر سنة 2006 كحد أدنى لتمويل عجز الخزينة.

<sup>1</sup> La Direction Générale de la Prévision et des Politiques, **Situation Résumée des Opérations du Trésor SROT 2000-2016.**

عمل صندوق ضبط الإيرادات على تغطية الدين العمومي وعجز الميزانية العمومية، وقد حقق فعلا تخفيض في مستوى الأول وتغطية شبه تامة في الثانية، لكن السحب المتكرر للموارد بدون قواعد واضحة تضبط عملية السحب هذه، أدت إلى تآكل رأس ماله، في ظل تدهور مداخيله، المتأتية أساسا من صادرات البترول، ولم تتخذ السلطات الوطنية أية قرار بشأنه في إطار قانون المالية الخاص بسنة 2018، وضمن تصنيفات معهد صناديق الثروة السيادية نهاية 2017 نجد أنه احتل المرتبة 41 بحجم أصول مقدرة بـ 7.6 مليار دولار فقط.

ثالثا/ مميزات تجربة صندوق ضبط الإيرادات وأهم تحديات التي تواجه تفعيل صندوق سيادي بالجزائر سيتم تحديد أهم المزايا والنقائص التي تم استخلاصها من تجربة صندوق ضبط الإيرادات، وكذا الوقوف على أهم التحديات التي تحول دون تفعيل صندوق ثروة سيادي بالجزائر.

### 1- مزايا ونقائص تجربة صندوق ضبط الإيرادات

تحدد أهم مزايا ونقائص صندوق ضبط الإيرادات على النحو الموالي:

#### 1-1- مزايا تجربة صندوق ضبط الإيرادات

حقيقة لا يمكن غض الطرف عن المزايا التي حققها صندوق ضبط الإيرادات للاقتصاد الوطني، من خلال امتصاص الفوائض المالية الناتجة عن فرق سعر النفط بين المقدر والفعلي، ودعم استقرار المالية العامة اتجاه الصدمات الخارجية، وذلك على النحو التالي:

➤ تخفيض المديونية الخارجية إلى أدنى مستوياتها: بحيث انتقلت من 25 مليار دولار سنة 2000 إلى حوالي 5.5 مليار دولار سنة 2008، وهو ما شكل حوالي 14% من استخدامات الصندوق الإجمالية، كما ساهم هذا الانخفاض في تمويل عجز الخزينة العمومية بطريقة غير مباشرة. من ناحية أخرى تحقق تخفيض المديونية الخارجية قبل سنتين من حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، وهو ما شكل حماية ولو نسبية للاقتصاد الوطني اتجاه هذه الأزمة.

➤ تمويل عجز الخزينة العمومية: توسعت استخدامات صندوق ضبط الإيرادات لتغطية عجز الخزينة العمومية بدلا من ضبط الموازنة منذ 2006، أي بعد تحقيق هدف تخفيض المديونية الخارجية، وقد شكلت حوالي 86% من الاستخدامات الإجمالية للصندوق. تميزت نسب تغطية العجز بالارتفاع منذ 2006، إذ بلغت نسبة 30%- 50% خلال "2006-2010"، نسبة 70% خلال "2011-2012"، وفاق 90% خلال "2013-2016"، أي اعتماد شبه كل على موارد صندوق ضبط الإيرادات، فمن ناحية شكل ذلك توفير مصدر تمويل داخلي لتغطية العجز وعدم اللجوء إلى استئانة خارجية، وتحقيق تصدي ولو نسبي للأزمة المالية العالمية 2008، لكن في المقابل أحدث ذلك ضغط على موارد الصندوق، ظهر جليا مع الصدمة النفطية نهاية 2014.

يتضح من خلال المزايا التي تحققت من صندوق ضبط الإيرادات أنها تميزت بمداهما قصير الأجل، حسب الأهداف المسطرة له من طرف السلطات العمومية، من خلال سداد الدين العمومي، وتغطية عجز الخزينة العمومية خاصة فترة

الأزمات المالية، وبالتحديد في سنوات 2015، 2016، وعدم لجوء الدولة للاستدانة من الخارج، بحيث قام الصندوق بتغطية عجز الخزينة خلال هذه الفترة بنسبة تفوق 90%.

## 1-2- نقائص تجربة صندوق ضبط الإيرادات

تميزت تجربة صندوق ضبط الإيرادات بالعديد من النقائص التي يمكن إرجاعها إلى السياسة المتبعة من قبل السلطات العمومية في تسيير الصندوق، يمكن تحديدها على النحو الموالي:

➤ حساب خارج الرقابة البرلمانية: تتم عمليات صندوق ضبط الإيرادات خارج الموازنة العامة، أي لا يتم الكشف عن عملياته، وبالتالي فهي غير خاضعة للرقابة البرلمانية، ففارق الجباية البترولية بين المقدرة الفعلية يبقى تحت تصرف وزارة المالية، فهي سلطة تشريعية وتنفيذية في نفس الوقت. فبدون رقابة على الأموال العامة تعتبر مثل هذه الصناديق بمثابة ثغرات لهدر المال العام، وتفشي ظاهرة الفساد المالي، وسوء التسيير. فعدم وجود رقابة صارمة وأطر قانونية ثابتة وواضحة لتسيير الصندوق من شأنها التأثير على استمرارية الصندوق، فقد استطاع صندوق ضبط الإيرادات أن يراكم رؤوس أموال ضخمة على مر سنواته 15 سنة، كانت خارج الرقابة، تأكلت على مدى سنتين فقط من الانخفاض المستمر في أسعار النفط، ومن الملاحظ أن الصناديق السيادية العربية لا تمتاز بدرجة عالية من الشفافية، على غرار جهاز قطر للاستثمار، حتى وإن كان للصندوق إطار مؤسسي واضح، وأهداف محددة طويلة الأجل، لا يفصح الجهاز عن قيمة أصوله الحقيقية، وكذا توزيع محفظته الاستثمارية قطاعيا وجغرافيا، وكذا معدلات عوائده السنوية.

➤ تكلفة الفرصة البديلة: يعتبر صندوق ضبط الإيرادات منذ نشأته بمثابة حساب ادخار ميزانياتي ناتج عن فائض الجباية البترولية بين المقدرة والفعلية، ولم يتم اتخاذ أي قرار بشأن تفعيله، وتطويره إلى صندوق استقرار/ادخار، من خلال استغلال رؤوس الأموال هذه في أي استثمارات محلية، أو دولية، أو أي شراكات مع أطراف سيادية أخرى، من شأنها أن تحقق التنوع في مصادر تمويله. واعتبر قرار الحكومة برفض تأسيس صندوق ثروة سيادي قبل فترة الأزمة المالية العالمية 2008 بمثابة إجراء سمح للاقتصاد الوطني بتجنب النتائج السلبية للأزمة وكذا حماية احتياطات الدولة. فحقيقة حتى ولو سمح ذلك بالإجراء بحماية خسارة جزء من احتياطات النقد الأجنبي فترة الأزمة المالية 2008، لم يستطع حماية موارد صندوق ضبط الإيرادات من انخفاض أسعار النفط، وبالتالي كان من المفيد دراسة تكلفة الفرصة البديلة فيما لو بقيت الأصول سائلة أو استثمارها على المدى الطويل.

➤ عدم المرونة في عمليات السحب والإيداع لدى صندوق ضبط الإيرادات: تتحدد موارد الصندوق من خلال فائض الجباية بين المقدرة (37 دولار للبرميل) والفعلية، في حين أن عمليات السحب المحددة وفق قوانين مالية، متعددة شملت تسديد الدين العمومي وتغطية عجز الخزينة، بدون أي قواعد تحكم هذه العمليات (تم في سنة 2006 وضع شرط ألا يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج لتغطية العجز، تم التخلي عنه ضمن قانون المالية لسنة 2017)، ففي ظل محدودية موارد الصندوق نظرا لانخفاض أسعار النفط منذ نهاية 2014، كانت

نسبة تغطية العجز تتجاوز 90% من موارد الصندوق، وبالتالي لا يوجد تنسيق ومرونة بين عمليات السحب والإيداع، وهو ما أدى إلى تآكل موارد الصندوق، وبالنظر إلى تجربة صندوق المعاشات الحكومي العالمي تتمثل إيراداته في مداخيل الدولة من النفط إضافة إلى عوائد استثماراته، أما استخداماته تتجه نحو تغطية العجز الموازنة غير النفطية بما لا يتجاوز 3% من العائد المتوقع على الصندوق على المدى الطويل، وقد تم تخفيض هذه النسبة من 4% تماشياً مع الظروف الاقتصادية وتوقعات انخفاض العوائد، وبالتالي حماية أصول الصندوق من التآكل، وإدخالها للأجيال القادمة.

## 2- أهم التحديات التي تواجه تفعيل صندوق ثروة سيادي بالجزائر

يوجد العديد من التحديات التي تمتاز بها طبيعة الاقتصاد الوطني عن غيره من الاقتصادات، والتي يمكن أن تشكل عائقاً أمام فكرة إنشاء صندوق ثروة سيادي للجزائر، نورد أهمها على النحو الموالي:

**2-1- عدم وجود قاعدة اقتصادية متينة ومتنوعة:** يعتبر الاقتصاد الوطني اقتصاد ريعي، بحيث أثر ارتباطه الشديد بقطاع المحروقات، على ضعف وهشاشة قطاعات المنتجة الأخرى كالزراعة والصناعة (في حدود 5% و 11% من PIB على التوالي)، ونتيجة لذلك عدم وجود مؤسسات اقتصادية منتجة لدعم التنوع الاقتصادي، رغم العديد من البرامج التنموية التي رصدت لها مبالغ كبيرة خاصة خلال فترة 2000-2014، إذ أظهرت فشل الحكومة في إدارة الفوائض النفطية، وبقاء قطاع النفط هو القطاع المهيمن في الاقتصاد الوطني. فبالنظر إلى التجربة النرويجية لا يعد صندوقها السيادي هو العامل الوحيد لنجاح التجربة النرويجية، فمن الملاحظ أن النرويج تعتبر دولة صناعية قبل اكتشاف النفط وحتى بعد اكتشافه والعمل به في أوائل السبعينات من القرن العشرين، وتم إنشاء الصندوق فترة التسعينات فقط، أي بعد عشرين سنة من اكتشاف النفط، وقد كانت تلك المرحلة مخصصة لدعم الاقتصاد المحلي وزيادة تنافسيته، وتوفير مناخ استثماري جذاب، وتجنب آثار المرض الهولندي، وكذا البحث عن طرق فعالة لإدارة الإيرادات النفطية، وتقرر بداية 1990 إنشاء صندوق النفط الحكومي الذي يفصل عائداً النفط عن الانفاق العام. وبالتالي يعتبر دعم الاقتصاد المحلي وتنميته بالنسبة للدول النفطية أمر ذو أولوية، قبل الشروع في إنشاء صندوق ثروة سيادي، وبالتالي فإن نجاح الخطط التنموية على مستوى الاقتصاد ككل يعتبر مساهم في نجاح عمل صندوق الثروة السيادي.

**2-2- ضعف جاذبية المناخ الاستثماري:** يعتبر توفر مناخ استثماري جذاب عامل مهم لنجاح آلية صناديق الثروة السيادية، من خلال تكوين كفاءات محلية قادرة على إدارة الاستثمارات محلياً ودولياً، والحصول على القدرات التقنية والإدارية وأنظمة التكنولوجيا والمعرفة اللازمة لتنميتها، لكن بالنظر إلى المناخ الاستثماري في الجزائر نجد أنه لا يتمتع بدرجة كبيرة من الانفتاح العالمي، بسبب القيود التنظيمية، كما أنه لا يتميز بالتنوع محلياً، فمثلاً تعتبر السوق المالي في الجزائر سوق غير متطورة وغير مفعلة، وكذا مديروا الاستثمار المحليون لا يتمتعون بدرجة كافية من الخبرة

دولياً تسمح لهم باتخاذ قرارات مناسبة وحاسمة، على عكس دول نفطية أخرى كقطر التي تمتلك اقتصاد أكثر انفتاحاً، وخبرة متراكمة على مر سنوات في مجال إدارة الاستثمارات المباشرة وتوظيف الأصول محلياً وأجنبياً، عبر استثمارات وشركات عالمية في كل من الو.م.أ، روسيا، المملكة المتحدة ودول ناشئة أخرى.

**2-3- غياب تبني نظرة استراتيجية طويلة الأجل:** تعتبر عملية إدارة العوائد النفطية بما فيما صندوق الثروة السيادي ضمن استراتيجية طويلة الأجل مسألة غاية في الأهمية، فقد اعتمدت العديد من الدول ذات الفوائض النفطية أو احتياطات النقد الأجنبي على تبني استراتيجية طويلة الأجل من شأنها تحقيق الإدخار للأجيال القادمة وتنمية احتياطات النقد الأجنبي، إذ تساهم هذه الإستراتيجية في رسم الاتجاهات المستقبلية للصندوق والتصدي للتحولات المالية القصيرة، كما أظهرت كل من تجربة النرويج وكذا التجربة الصينية والسنغافورية، بحيث استطاعت تحقيق أداء إيجابي على المدى الطويل، رغم حدوث العديد من الأزمات المالية. وبالنظر إلى تجربة الجزائر نجد أن استغلال موارد صندوق ضبط الإيرادات تمت في إطار قصير الأجل خدمة لأهداف السياسة المالية، ساهمت هذه السياسة إلى حد ما في التأثير على استمرارية الصندوق.

**2-4- ضعف الشفافية:** تتمثل في غياب فصل وتقسيم واضح للأدوار والمسؤوليات بين السلطات العمومية المسؤولة عن إدارة الفوائض المالية في الجزائر، مما يعيق عملية تقييم الأداء وكذا المساءلة، فلا يمكن أن تكون وزارة المالية هي المالكة والمسيرة في نفس الوقت لصندوق الثروة السيادي، إذ لا بد من تفويض المهام التنفيذية لهيئة أكثر استقلالية وخبرة، وهو ما عملت به الحكومة السنغافورية عندما أنشأت شركة استثمار حكومة سنغافورة بهدف إدارة احتياطات النقد الأجنبي، بحيث تم فصل وظيفة التوجيه وإصدار اللوائح التنظيمية لوزارة المالية، أما القرارات الاستثمارية تم تفويضها لمجلس الإدارة الشركة، وهو ما نجده أيضاً في التجربة النرويجية إذ نجد أن وزارة المالية هي مالكة صندوق المعاشات العالمي بقرار من البرلمان النرويجي، وقيام وزارة المالية بتفويض الإدارة التشغيلية للبنك المركزي النرويجي.

**المطلب الثالث: مقارنة أداء وسلوك العينة المعتمدة في الدراسة من الصناديق السيادية فترة الأزمات المالية**  
يتناول هذا المطلب مقارنة أداء وسلوك كل من عينة الصناديق السيادية السلعية من خلال صندوق المعاشات العالمي النرويجي، جهاز قطر للاستثمار، وكذا الصناديق السيادية غير سلعية من خلال شركة الاستثمار الصينية وشركة استثمار حكومة سنغافورة، بالإضافة إلى صندوق ضبط الإيرادات.

**أولاً/ عرض أداء وسلوك عينة الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية فترة الأزمات المالية**  
يمكن عرض أداء وسلوك عينة صناديق الثروة السيادية فترة الأزمة المالية العالمية 2008، وأزمة الديون السيادية 2011، وكذا الصدمة النفطية نهاية 2014 من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-12): مقارنة أداء وسلوك عينة صناديق الثروة السيادية فترة الأزمات المالية

طبيعة الصندوق	التسمية	الأزمة المالية العالمية 2008	أزمة الديون السيادية 2011	الصدمة النفطية نهاية 2014*
صناديق سيادية	صندوق المعاشات الحكومي العالمي	* معدل نمو محفظة الصندوق بـ 12.68% ومعدل عائد اسمي بـ 23.31%. * زيادة مخصصات الأسهم في محفظة الصندوق إلى 60% بدلا من 40%. * السماح بجائزة ما يصل إلى 10% من أسهم الشركة المستثمر فيها، مقارنة بـ 5% فقط سابقا. * تم اقرار العقارات ضمن استثمارات العالمية للصندوق. * المساهمة في إعادة رسمية المؤسسات المالية بحوالي 5.2 مليار كرونة نرويجي.	* معدل نمو محفظة الصندوق بـ 7.64% ومعدل عائد اسمي بـ 2.54%. * قيام الصندوق بأول استثمارات العقارية. * تحددت المحفظة المرجعية للصندوق من خلال : 60% أسهم، 35%-40% أدوات دخل ثابت، 5% عقارات. * خفض الاستثمارات في السندات الحكومية الأوروبية لبعض الدول المثقلة بالديون، بالإضافة إلى زيادة عدد العملات والبلدان في المحفظة المرجعية للسندات. * شراء أكثر من 150 مليار كرونة نرويجي من الأسهم الأوروبية.	* معدل نمو محفظة الصندوق بـ 16.23% سنة 2015 مقابل 0.47% سنة 2016، ومعدل عائد اسمي بـ 2.74% مقارنة بـ 6.92% خلال نفس الفترة. * حقق معدل عائد اسمي تراكمي منذ نشأة الصندوق 5.7% * أول عملية سحب من رأس المال الصندوق بقيمة 101 مليار كرونة نرويجي. * التوصية بزيادة حصة الأسهم في المحفظة المرجعية إلى 75% مقارنة بـ 60%. * إدراج الاستثمارات العقارية كجزء من محفظة الأسهم بدلا من المحفظة العقارية. * خفض القاعدة المالية إلى 3% بدلا من 4%.
سلعية	جهاز قطر للاستثمار	* حجم أصول بلغ 58 مليار دولار. * حجم خسارة مقدرة بـ 27 مليار دولار بمعدل 41% من حجم محفظة الجهاز نهاية 2007. * تنفيذ 24 صفقة بقيمة 14.8 مليار دولار. * إعادة رسمية مؤسسات مالية غربية كبنك كريدي سويس بـ 3 مليار دولار، وباركليز بـ 3.4 مليار دولار * اطلاق خطة انقاذ محلية بقيمة 5.3 مليار دولار تتضمن شراء أسهم مصرفية قطرية.	* حجم أصول مقدرة بـ 135 مليار دولار. * احتل الجهاز المرتبة الثالثة عالميا من حيث حجم الاستثمارات المباشرة والتي بلغت 11.98 مليار دولار من خلال 26 صفقة. * اتباع استراتيجية الاستثمارات المشتركة مع أطراف عالمية كصفقة توتال مع شركة الاستثمار الصينية بقيمة 6.39 مليار دولار، وصفقة اكستراتا مع شركة استثمار حكومة سنغافورة بقيمة 5.17 مليار دولار.	* بلغت حجم الأصول 335 مليار دولار * احتل الجهاز المرتبة الأولى من حيث قيمة الاستثمارات المباشرة والتي بلغت 12 مليار دولار من خلال 16 صفقة. * توزعت استثمارات الجهاز عبر قطاعات مختلفة كالقاعات، المطاعم والفنادق، القطاع المالي، إذ استحوذ الجهاز على "Turkish Finansbank" وهو فرع لبنك يوناني في تركيا بقيمة 2.9 مليار دولار. * القيام بعمليتين لتصفية الاستثمارات الأولى لشركتي بناء والثانية بيع عقارات في لندن تجاوزت 1.5 مليار دولار. * تركيز الجهاز على كل من آسيا والولايات المتحدة لاستكمال قاعدة استثماراته في قطاع العقارات الأوروبي والشركات الكبرى.

\* تجدر الإشارة ان دراسة أداء وسلوك الصناديق السيادية السلعية في ظل الصدمة النفطية نهاية 2014 تتم من خلال مقارنة بين سنتي 2015 و2016.

<p>* حقق رصيد الصندوق معدل نمو سلبي بلغ حوالي 62- % من 2015 إلى 2016، إذ مثل الرصيد سنة 2016 مانسبته 4.5% فقط من الناتج المحلي الخام.</p> <p>* انخفض فائض الجباية البترولية بحوالي 82- % من 2015 إلى 2016.</p> <p>* تغطية عجز الخزينة العمومية بنسبة 90.9% سنة 2015 مقابل 59.22% سنة 2016.</p>	<p>* بلغ معدل نمو رصيد الصندوق حوالي 11%، ويمثل الرصيد ما نسبته 36.9 من الناتج المحلي الخام</p> <p>* ارتفاع فائض الجباية البترولية بحوالي 74% من 2010 إلى 2011.</p> <p>* تغطية عجز الخزينة العمومية بنسبة 71.35%.</p>	<p>* بلغ نمو رصيد الصندوق حوالي 33%، ويمثل الرصيد حوالي 38.8% من الناتج المحلي الخام.</p> <p>* ارتفاع فائض الجباية البترولية بحوالي 31% من 2007 إلى 2008.</p> <p>* اعتماد 37 دولار للبرميل كسعر مرجعي للموازنة العامة.</p> <p>* تغطية عجز الخزينة العمومية بنسبة حوالي 54.8%.</p> <p>* تخفيض حجم الدين العمومي إلى حوالي 5.5 مليار دولار.</p>	<p>صندوق ضبط الإيرادات</p>
<p>* بلغ معدل نمو الأصول بحوالي 17% سنة 2011.</p> <p>* معدل عائد سلبي 4.3- % لسنة 2011 مقابل عائد تراكمي موجب بـ 3.8%.</p> <p>* احتلت الأسهم العامة نسبة 25% من المحفظة، أدوات الدخل الثابت 21% أما النقد احتل 11% فقط.</p> <p>* تمديد الآفاق الاستثمارية إلى 10 سنوات، واعتماد العائد السنوي المتداول كمقياس لتقييم الأداء، مع الأخذ بمحصول الأقلية في الشركات.</p> <p>* تأسيس شركة الصين الدولية للاستثمار للاستثمار بتفويض خاص للاستثمار خارجيا وتمويلها بـ 30 مليار دولار.</p> <p>* إقامة شراكات عملية لتحقيق التنوع كاستحوادها على حصة 25.8% من مجموعة Shanduka الافريقية مقابل 247 مليار دولار، وإنشاء صندوق استثمار مشترك بين روسيا والصين.</p> <p>* بداية 2012 تم اعتماد خطة التنمية الاستراتيجية 2012-2016.</p>	<p>* بلغ معدل نمو الأصول بحوالي 11% من 2008 إلى 2009.</p> <p>* معدل عائد سلبي 2.1- % سنة 2008.</p> <p>* تخصيص 50% من رأس المال المبدئي (200 مليار دولار) للاستثمار الخارجي والباقي محليا.</p> <p>* تركيز الاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة في القطاع المالية، كاستثمار 3 مليار دولار في مجموعة بلاكستون، 5.6 مليار في مورقان ستانلي.</p> <p>* احتل النقد في محفظة الشركة 87.4% مقابل 3.2% أسهم و9% أدوات دخل ثابت.</p> <p>* الاهتمام بتعزيز القدرات الداخلية للشركة، وتخفيض حجم استثماراتها العالمية.</p> <p>* ضخ رؤوس أموال محليا من طرف شركة هيوجين على مستوى بنوك تجارية رئيسية، كاستثمار 20 مليار دولار أمريكي في البنك الزراعي الصيني.</p>	<p>شركة الاستثمار الصينية</p>	<p>صناديق سيادية غير سلعية</p>

	<p>* بلغ حجم الأصول 220 مليار دولار.</p> <p>* بلغ معدل العائد لـ 20 سنة 3.9% سنة 2012 وهو نفس المعدل لسنة 2011.</p> <p>* تقدم معدلات العائد لخمس وعشر سنوات كأدوات وسيطية لتتبع كيفية تطوير نتائج الشركة على المدى الطويل.</p> <p>* احتلت المرتبة الأولى من حيث عدد الصفقات بـ 45 صفقة بقيمة حوالي 5.89 مليار دولار.</p> <p>* تم تضمين بيانات الأداء في حقيقتين مركبتين. تشمل الأولى 60% من الأسهم العالمية و 40% من السندات العالمية والثانية تضم 70% من الأسهم العالمية و 30% من السندات العالمية.</p> <p>* حققت محفظة الشركة بالنسبة للفترتين 5 و 10 سنوات، عائد أعلى (3.4%، 7.6% على التوالي) و مخاطر أقل (12.9%، 10.4% على التوالي) مقارنة مع كل من المحفظتين المركبتين.</p> <p>* انشاء المجلس الاستشاري الدولي برئاسة المستشار لي كوان يو، كما تم إنشاء لجنة مراجعة الاستثمار، ولجنة التدقيق.</p> <p>* من 2011 إلى 2012 ارتفعت حصة النقدية في محفظة الشركة من 3% إلى 11%، وانخفضت حصة الأسهم العامة في المحفظة من 49% إلى 45%. وتم تخفيض مخصصات السندات من 22% إلى 17%.</p> <p>كما أنه لم يتغير التوزيع الجغرافي لأصول محفظة الشركة بشكل كبير.</p>	<p>* بلغ حجم الاصول 85 مليار دولار.</p> <p>* حققت المحفظة خسارة بأكثر من 20% نهاية 2009 مقارنة بـ 2008.</p> <p>* انخفاض معدل العائد السنوي لـ 20 سنة من 5.8% سنة 2008 إلى 4.4% سنة 2009، وانخفاض معدل العائد الحقيقي من 4.5% إلى 2.6% لنفس الفترة.</p> <p>* اعتبرت الشركة الأكبر انفاقاً سنة 2008 من خلال 36 صفقة بقيمة 41.8 مليار دولار.</p> <p>* قرار خفض حصة الاسهم العامة بأكثر من 10% من جويلية 2007 إلى سبتمبر 2008.</p> <p>* تخفيض استثمارات الدخل الثابت إلى حوالي الربع.</p> <p>* توزعت محفظة الشركة سنة 2008 إلى 44% أسهم عامة، 26% سندات، أصول بديلة 23% أما النسبة المتبقية فهي نقدا.</p> <p>* ساهمت الشركة في رزمة المؤسسات المالية المتأثرة كاستثمار 6.8 مليار دولار في سيتي قروب و 14.4 مليار دولار في "UBS" واستثمار إضافي بقيمة 9.7 مليار دولار في نفس البنك الثاني.</p> <p>* ساهم تحويل حيازات الأسهم الممتازة في سيتي قروب إلى أسهم عادية في استعادة الخسارة المبدئية للاستثمار.</p>	<p>شركة استثمار حكومة سنغافورة</p>
--	--	---	--

المصدر: من إعداد الطالبة



يتضح من خلال الجدول أعلاه أنه حتى وإن حققت معظم صناديق العينة أداء سلبى فترة الأزمات المالية فإن السلوك المعتمد يختلف من صندوق لآخر، حسب رؤية كل منها وتكيفها مع الظروف المالية السائدة، وتجدد الإشارة أن شركة الاستثمار الصينية حققت أداء سلبى سنة 2015 مع ثبات نسبي في أصولها لسنتي 2015 و2016 نظرا للظروف المضطربة السائدة في الأسواق الناشئة وكذا تراجع أهم مؤشراتهما، واضطرابات على مستوى الاقتصاد الصيني، كما أن العائد المحقق لخمس سنوات سنة 2016 من قبل شركة استثمار حكومة سنغافورة كان 3.7% وهو أقل مقارنة بمعدل المحفظة المرجعية 4.6%، نظرا لتعرض الشركة الكبير لأسهم الأسواق الناشئة التي حققت أداء ضعيف مقارنة بأسهم الأسواق المتقدمة التي تحسن أداؤها بشكل كبير (خاصة أسهم الولايات المتحدة).

### ثانيا/ مقارنة أداء وسلوك عينة الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية فترة الأزمات المالية

بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 4-12 يمكن تقديم مقارنة أداء وسلوك عينة الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية على النحو الموالي:

**1-مقارنة الأداء:** بالتركيز على معدل العائد المحقق فترة الأزمات المالية، نجد أن معظم الصناديق السيادية حققت أداء سلبى فترة الأزمات المالية سواء سلعية أو غير سلعية خاصة لفترتي 2008 و 2011 على النحو الموالي:

➤ **أزمة 2008:** حقق صندوق المعاشات العالمي معدل عائد سالب يعد الأضعف خلال فترة الدراسة (23.3%)، انخفضت أيضا محفظة أصول جهاز قطر للاستثمار بنحو 41%، كما حققت شركة استثمار الصينية عائد سلبى بعد سنة من انطلاق نشاطها (2%)، وحققت محفظة شركة استثمار حكومة سنغافورة خسارة بحوالي 20% أثرت على معدل العائد السنوي لعشرين عاما.

➤ **أزمة الديون السيادية 2011:** حقق صندوق المعاشات العالمي عائد سلبى (2.5%) لكن بنسبة أقل مقارنة بأزمة 2008، كما أن شركة الاستثمار الصينية حققت أداء سلبى (3.4%) يعد أكبر مقارنة بأزمة 2008، أما معدل العائد لعشرين سنة الخاص بشركة استثمار حكومة سنغافورة عرف ثبات من 2011 إلى 2012، في حين حقق معدل العائد لخمس وعشر سنوات معدل أعلى ومخاطر أقل مقارنة بالأداء المرجعي.

➤ **الصدمة النفطية نهاية 2014:** انخفض معدل عائد صندوق المعاشات الحكومي العالمي سنة 2015 لكن بالمقابل ارتفع سنة 2016 (من 2.74% إلى 6.92%)، كما أنه لايمكن الوقوف على حجم عوائد أو خسائر جهاز قطر للاستثمار.

**2-مقارنة السلوك:** باعتبارها مستثمر طويل الأجل عملت عينة الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية على التكيف مع ظروف الأزمات المالية، من خلال اعتماد استراتيجيات استثمارية تتوافق مع هذه الظروف، لكن دون الحاق خسائر مالمكيها، وأهم ما ميز سلوك هذه الصناديق فترة الأزمات المالية مايلي:

- **صندوق المعاشات العالمي للنرويج:** امتاز الصندوق باتباع سلوك توسعي عالمي فترة الأزمة المالية العالمية 2008، من خلال زيادة تعرض محفظة الصندوق للأسهم العامة، ومساهمته في إعادة رسملة المؤسسات المالية العالمية المتضررة من الأزمة، وهو نفس السلوك الذي اتبعه فترة أزمة الديون السيادية 2011، من خلال إضافة العقارات لمحفظته الاستثمارية مقابل خفض نسبة أدوات الدخل الثابت، وشراء ما يقارب 150 مليار كرونة من الأسهم الأوروبية، أما في ظل الصدمة النفطية نلاحظ أن الصندوق اتبع سلوك متحفظ محليا من خلال تخفيض نسبة تغطيته لعجز الموازنة غير النفطية إلى 3%، مقابل سلوك توسعي عالمي من خلال سعيه إلى زيادة تعرضه للأسهم بنسبة تفوق 60%.
- **جهاز قطر للاستثمار:** اعتبر الجهاز من أنشط الصناديق السيادية فترة الأزمة المالية العالمية 2008، باتباعه سلوك توسعي عالمي، من خلال إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة من الأزمة والاستفادة من انخفاض أسعار الأصول، لكن مع تزايد التأثيرات السلبية للأزمة اتجه نحو دعم أسواقه المحلية، وعرف توسعا فترة أزمة الديون السيادية والصدمة النفطية من خلال القيام بشراكات عالمية، واستغلال الفرص الاستثمارية في الدول الناشئة.
- **شركة الاستثمار الصينية:** اتبعت الشركة سلوك متحفظ فترة الأزمة المالية العالمية 2008، من خلال تخفيض حجم استثماراتها العالمية، ودعم مؤسساتها المحلية، لكنها امتازت بسلوك توسعي عالمي فترة 2011، من خلال زيادة تعرض محفظتها للأسهم العامة، وتمديد آفاقها الاستثمارية لعشر سنوات، وتأسيسها لفروع بتفويض خاص للاستثمار نحو الخارج، وكذا إقامتها لشراكات عالمية.
- **شركة استثمار حكومة سنغافورة:** امتازت الشركة باتباع سلوك دفاعي فترة الأزمة المالية العالمية 2008، من خلال تخفيضها لحجم حيازاتها من الأسهم، وفي المقابل عملت على استغلال ظروف الأزمة بإجراء استثمارات مباشرة في مؤسسات مالية عالمية (UBS و Citigroup)، واتبعت سلوك متحفظ خلال أزمة 2011 من خلال ارتفاع حصة النقد في محفظتها الاستثمارية إلى 11%، مقابل تخفيض حصة الأسهم العامة والسندات.
- **تجربة صندوق ضبط الإيرادات:** امتازت وضعية صندوق ضبط الإيرادات بالمتينة فترة الأزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية 2011، إذ اتجهت موارده لتمويل عجز الخزينة العمومية، في ظل ظروف امتازت بتحسين أسعار النفط، أما في ظل الصدمة النفطية نهاية 2014 تأثرت موارد الصندوق، بحيث اتجهت فوائض الجباية البترولية نحو الإنخفاض في مقابل تغطية تفوق 90% لعجز الخزينة العمومية، وهو ما أثر على وضعية الصندوق سلبا.

## خلاصة

تناول هذا الفصل دراسة أداء وسلوك عينة من صناديق سيادية سلعية متمثلة في صندوق المعاشات العالمي للنرويج، وجهاز قطر للاستثمار، وصناديق سيادية غير سلعية متمثلة في شركة الاستثمار الصينية وشركة استثمار حكومة سنغافورة خلال فترات الأزمات المالية، بالإضافة إلى عرض تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات وقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

- تمتلك النرويج أكبر الصناديق السيادية عالمياً، كما احتل نسب عالية في مجال الشفافية والحوكمة، تمتاز استثماراته باتجاهها نحو الخارج ومداها الطويل، يتم استغلال خصائص الصندوق لتجاوز التقلبات المالية قصيرة الأجل، فقد إمتاز أداء الصندوق بتحقيق معدلات عائد سلبية على المدى القصير، عوضت بمعدلات عائد موجبة على المدى الطويل، كما إمتاز الصندوق بسلوك توسعي عالمي خلال فترة الأزمات المالية، وفي المقابل في ظل الصدمة النفطية اتبع الصندوق سلوك متحفز محلياً، من خلال تخفيض نسبة القاعدة المالية من 4% إلى 3%.
- يمتاز جهاز قطر للاستثمار بدرجة شفافية أقل، بحيث لا يقدم معلومات حول أدائه أو استراتيجياته الاستثمارية، تتجه استثماراته محلياً ودولياً، عمل فترة الأزمة المالية العالمية 2008 على إعادة رسملة المؤسسات المالية الغربية المتعثرة، من خلال اتباع سلوك توسعي، انخفض هذا السلوك مع اتجاهه لدعم اقتصاده المحلي في ظل تزايد التبعات السلبية للأزمة، كما إمتاز سلوك الصندوق بالتوسعي أيضاً خلال أزمة الديون السيادية والصدمة النفطية، من خلال إقامته لشراكات عالمية وتعزيز استثماراته في الدول المتقدمة مع التوجه نحو الاقتصادات الناشئة.
- تزامن انطلاق نشاط شركة الاستثمار الصينية مع حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، ومن خلال تعرضها الكبير للاستثمارات الأمريكية، حققت أداء سلبياً، الأمر الذي دفع بإدارة الشركة إلى الاهتمام أكثر بتنظيمها الداخلي، وتخفيض حجم الاستثمارات، ودعم اقتصادها المحلي وبالتالي اتباعها سلوك متحفز، لكن عملت بعد ذلك على تعزيز استثماراتها الخارجية من خلال فروعها الاستثمارية وكذا إقامة شراكات مع أطراف عالمية لاستغلال الفرض الاستثمارية، وهو ما ميز السلوك التوسعي للصندوق فترة 2011.
- تتجه استثمارات شركة استثمار حكومة سنغافورة نحو الخارج وتتماز بمداها الطويل، تتنوع استثماراتها بما يحقق أداة لمواجهة الأزمات المالية، ومن خلال قرارها بخفض حيازاتها من الأسهم العامة بنحو 10% نهاية 2007 تمكنت من تخفيف حدة الأزمة، على الرغم من تحقيقها أداء سلبياً، كما إمتاز سلوك الشركة بالمتحفز سنة 2011 من خلال زيادة حصة النقد مقابل تخفيض حصة الأسهم والسندات.
- إمتازت وضعية صندوق ضبط الإيرادات بالمتينة اتجاه الصدمات الخارجية فترة 2008 و 2011 نظراً لارتفاع فائض الجباية البترولية، كما اتجهت استخداماته نحو تخفيض الدين العمومي وتغطية عجز الخزينة العمومية، لكن مع الصدمة النفطية تأثرت موارد الصندوق في مقابل تغطيته شبه التامة لعجز الخزينة، وهو ما أثر سلباً على استمرارية الصندوق في تحقيق أهدافه.

# الغائبة

## الخاتمة

تناولت الدراسة موضوع صناديق الثروة السيادية ودورها في الحد من آثار الأزمات المالية العالمية، من خلال دراسة أدائها وسلوكها محليا وعالميا فترة الأزمات المالية، ومن أجل ذلك تم الاعتماد على عينة مكونة من أربع نماذج لصناديق سيادية عالمية، تتميز فيما بينها من حيث مصادر تمويلها إلى سلعية، متمثلة أساسا بصندوق المعاشات العالمي النرويجي، جهاز قطر للاستثمار، وغير سلعية متمثلة أساسا في شركة الاستثمار الصينية وشركة استثمار حكومة سنغافورة، كما تختلف فيما بينها من حيث درجة شفافيتها، إضافة إلى موقعها الجغرافي، إضافة إلى دراسة تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات وأهم ما ميز هذه التجربة.

**1- اختبار صحة الفرضيات:** تمحورت إشكالية البحث حول الكيفية التي تساهم بها صناديق الثروة السيادية في الحد من آثار الأزمات المالية العالمية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، وتحديد إمكانية استدامتها في ظل استمرار الأزمات المالية، وقد تم طرح أسئلة فرعية قدمت لها إجاباتها مبدئية في شكل فرضيات، وفيما يلي اختبار صحة هذه الفرضيات بناء على ما جاء في موضوع الدراسة:

أثبتت الدراسة صحة **الفرضية الأولى** فمن خلال معطيات الفصل الثالث، تبين أن الاتجاه العام للاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية لم تتجاوز 34% محليا فترة 2008 و2011، واحتلت 5% فقط سنة 2015، فمن خلال اتجاهات استثمارها نحو الخارج، يعتبر استقرار البيئة العالمية في مصلحة صناديق الثروة السيادية، لكن يجب الإشارة إلى أن هذا الاتجاه يتوقف على حسب حدة الأزمة المالية ونطاق تأثيرها، فخلال أزمة 2008 و2011 نجد أن الاستثمارات المحلية مرتفعة مقارنة بالصدمة النفطية نهاية 2014 التي مست الدول النفطية فقط.

بينت الدراسة عدم صحة **الفرضية الثانية** فمن خلال دراسة أداء عينة الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية تبين أنها حققت أداء سلبى فترة الأزمات المالية، على الرغم من اختلافها من حيث خصائصها وتعرضها للاقتصاد العالمي، لكن اختلفت حجم الخسائر المحققة من صندوق لآخر، إذ حقق صندوق المعاشات العالمي أضعف أداء له سنة 2008، أما على المدى الطويل نجد أنها حققت أداء إيجابى.

أما **الفرضية الثالثة** فهي ليس صحيحة على جميع عينة الدراسة وخلال جميع فترات الأزمات المالية، بمعنى أنه قد نجد صناديق سيادية اتبعت سلوك توسعي فترة الأزمة 2008 على غرار صندوق المعاشات العالمي وجهاز قطر للاستثمار، أما شركة الاستثمار الصينية وشركة استثمار حكومة سنغافورة اتخذت موقف متحفظ، من خلال تخفيض حجم الاستثمارات العالمية بالنسبة للأولى، وكذا تخفيض نسبة الأسهم العامة في الثانية، وقد تغير سلوك شركة الاستثمار الصينية مع أزمة 2011 من خلال زيادة تعرضها للأسهم العامة إلى نحو 25%، أما صندوق المعاشات

العالمي اتخذ موقف متحفظ محليا مع الصدمة النفطية نهاية 2014 وتوقع انخفاض عوائد الصندوق على المدى الطويل، بتخفيض نسبة مساهمته في تغطية عجز الموازنة غير النفطية إلى 3% مقارنة بـ4%، كما رفعت شركة الاستثمار حكومة سنغافورة نسبة النقد في محفظتها من 3% إلى 11% خلال الفترة من 2011 إلى 2012 مقابل تخفيض حصة الأسهم العامة والسندات وهو ما يعكس الموقف المتحفظ.

أثبتت الدراسة صحة الفرضية الرابعة إذ يعتبر محافظة عينة الصناديق السيادية على نمو حجم أصولها، إذا بلغ لدى صندوق المعاشات العالمي 12.68% فترة أزمة 2008 وحوالي 11% لدى شركة الاستثمار الصينية، وكذا تنوع استثماراتها لدليل على قدرتها في تجاوز الأزمات المالية، وبالتالي دعم اقتصادياتها المحلية من خلال حماية الثروة، التي يمكن اعتبارها كتأمين ذاتي ضد الأزمات المالية، وكذا قدرتها على دعم الاقتصاد العالمي من خلال شرائها للأصول المالية المنخفضة فترة الأزمة المالية على أمل ارتفاع أسعارها على المدى الطويل، إذ ساهم صندوق المعاشات العالمي بشراء نحو 150 مليار كرونة من الأسهم الأوروبية فترة 2011، وبالتالي حتى ولو لم يتم الحد من آثار الأزمة المالية على الأقل يمكن التخفيف من حدتها.

أما بخصوص الفرضية الخامسة فهي صحيحة لكن تتوقف على مدى خبرة صندوق الثروة السيادي ووجود هيئات متخصصة وكفاءة في إدارة المخاطر وكذا إدارة الاستثمارات، إذ نجد أن عينة صناديق الثروة السيادية عملت على تطوير هياكل إدارتها وتحسين حوكمتها في ظل الأزمات المالية، على غرار شركة استثمار حكومة سنغافورة التي أنشأت لجنة خاصة بمراجعة الاستثمار ولجنة للتدقيق، وكذا إنشاء مجلس استشاري، وقد مكنتها خبرتها لأكثر من 30 سنة من تجاوز العديد من الأزمات المالية.

بينت الدراسة أن الفرضية السادسة ليست صحيحة بالحكم المطلق على فشل التجربة، إذ استطاع صندوق ضبط الإيرادات أن يوفر تغطية لعجز الخزينة العمومية مكنت الاقتصاد الوطني من عدم اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، خاصة فترة 2008 و2011، إضافة إلى تخفيض حجم المديونية الخارجية، وقد عمل الصندوق في إطار قصير الأجل ولم يستطع الصمود أم الصدمة النفطية نهاية 2014، إذ تجاوزت نسبة تغطيته للعجز 90% سنة 2015، وفي المقابل امتازت التجربة بمجموعة من النقائص أثرت على استمرارية الصندوق في تحقيق أهدافه.

## 2- نتائج الدراسة: تلخص أهم النتائج المتوصل إليها على النحو التالي:

- تعتبر صناديق الثروة السيادة آلية حكومية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، بطريقة منفصلة عن السلطات النقدية، بهدف تنويع الاقتصاد المحلي للدولة المالكة لها، وكذا تحقيق عوائد مالية مرتفعة، بطريقة تستفيد بها الأجيال الحالية وحماية لحقوق الأجيال القادمة، تمتاز باستثماراتها طويلة الأجل التي تتجه في أغلبها نحو الخارج.
- تبنت الدول النفطية منذ خمسينات القرن العشرين فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية لكن بمسميات مختلفة، كما اعتمدها بعد ذلك دول غير نفطية بهدف إدارة فوائضها من النقد الأجنبي، يصنف النوع الأول على أنه صناديق سيادية سلعية في حين يصنف النوع الثاني على أنه صناديق سيادية غير سلعية، يحتل النوع الأول ما نسبته 57% من حجم الأصول لسنة 2016.
- توسعت صناديق الثروة السيادية من حيث عددها وحجمها وكذا نطاق تأثيرها، وقد تم اعتبارها أحد المتعاملين المؤسسين الفاعلين على مستوى الاقتصاد العالمي، خاصة مع الأزمة المالية العالمية 2008، بفضل مساهمتها في إعادة رسملة المؤسسات المالية الغربية المتعثرة، وفي المقابل أثار ذلك مخاوف الدول الغربية خاصة حول الأهداف الجيوسياسية لاستثماراتها، وكذا افتقارها للشفافية.
- تدخل صندوق النقد الدول في إطار أعماله الداعمة للاستقرار المالي العالمي، مع ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادي في محاولة لإيجاد إطار موحد لصناديق الثروة السيادية، وقد تم الانفاق على 24 مبدأ طوعي نهاية 2008، عرفت بـ"مبادئ سنتياغو"، كما تم انشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية التي تحولت فيما بعد إلى المنتدى العالمي لصناديق الثروة السيادية.
- تركز مبادئ سنتياغو على وجود أطر قانونية واضحة وسليمة لصناديق الثروة السيادية، وأهداف محددة تتسق مع السياسات الاقتصادية الكلية، إضافة إلى وجود أطر مؤسسية وهياكل حوكمة واضحة، وسياسات استثمار محددة تتفق مع أهداف الصندوق، وإطار فعال لإدارة المخاطر، وتساعد هذه المبادئ في الأداء الفعال لصناديق الثروة السيادية في ظل بيئة استثمارية معقدة وغير مستقرة، لكن في المقابل تمتاز هذه المبادئ بعدم إلزاميتها بين دول أعضاء المنتدى الدولي.
- تساهم صناديق الثروة السيادية في دعم الاقتصاد المحلي من خلال التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية كدعم السياسة المالية، سعر الصرف، السياسة النقدية، وهي تعتبر كتأمين مالي ذاتي ضد الأزمات، أما على المستوى

- العالمي فتساهم الصناديق السيادية من خلال استثماراتها طويلة الأجل، تنوعها سواء جغرافيا أو قطاعيا، وكذا حجم السيولة التي توفرها من خلال كبر حجم أصولها.
- عرفت الاقتصاد الأمريكي سنة 2008 أزمة مالية مست قطاع الرهن العقاري بسبب السياسات الأمريكية المتبعة داخل القطاع، وكذا تطور ابتكارات مالية ذات درجة عالية من المخاطر يصعب مراقبتها، صنفت على أنها ذات درجة كبيرة من الأمان، وبمجرد توالي ظهور تخلف عن سداد ديون الرهن العقاري، وانحيار أسعار العقارات شكل ذلك أزمة ثقة داخل القطاع، تحولت إلى أزمة مست القطاع المالي ثم إنتقلت إلى القطاع الحقيقي، وتجاوز نطاق تأثيرها الاقتصاد الأمريكي.
- تطلب احتواء أزمة 2008 سيولة ضخمة لإعادة رسملة المؤسسات المالية المتضررة، وقد تدخلت الحكومات في عمليات الإنقاذ، كما ساهمت الصناديق السيادية بجزء من هذا الإنقاذ.
- ساهمت تداعيات أزمة 2008 في ظهور بوادر أزمة داخل منطقة اليورو لا تقل أهمية عنها، بسبب تفاقم نسبة الديون السيادية خاصة لدى دول الجنوب (اليونان، اسبانيا والبرتغال) في مقابل عجز الخزينة العمومية إلى مستويات تفوق النسب المتفق عليها داخل الاتحاد. وقد تعرضت هذه الدول لمخاطر الإفلاس، والخروج من الاتحاد، وقد تطلب احتواء هذه الأزمة تدخل الحكومات كفرنسا وألمانيا لدعم اقتصادات الدول المتضررة، من خلال ضمان ديونها، إضافة إلى آليات دائمة لدعم الاستقرار داخل هذه الدول كآلية الأوروبية للاستقرار.
- عرفت أسعار النفط نهاية 2014 انخفاض بلغ حوالي النصف مع بداية 2015 واستمر الانخفاض إلى 2016، وقد أرجعت أسباب التدهور إلى اقتصادية نتيجة زيادة العرض مقابل الطلب خاصة مع تدهور الأوضاع الاقتصادية داخل منطقة اليورو، وانكماش الاقتصاد في الدول الناشئة، إضافة إلى أسباب جيوسياسية من شأنها التأثير على أسعار النفط، وقد أثر هذا التدهور على أداء اقتصادات الدول النفطية.
- حققت الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية نمو معتبر بعد 2008، وقد امتازت باتجاهها نحو خارج اقتصاديات الدول المالكة لها، كما تنوعت جغرافيا إلا أن تركيزها لا يزال أكثر في الدول المتقدمة، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية، وبنسبة أقل إلى أوروبا، إضافة ذلك وسعت استثماراتها نحو الدول الناشئة، أما حسب فئات الأصول فقد أصبحت محافظتها الاستثمارية تضم الأصول البديلة، بالإضافة إلى الاستثمارات في الأسهم والسندات، وتحدد تركيبة هذه الأصول حسب هدف صندوق الثروة السيادي.
- تمتلك النرويجي صندوق ثروة سيادي يعد الأكبر عالميا، ويمتاز بدرجة كبيرة من الشفافية، تتمثل موارده في إيرادات الدولة من النفط، إضافة إلى عوائد استثماراته، أما استخداماته تتجه نحو دعم الموازنة غير النفطية وذلك بموافقة



البرلمان في حدود 3% من العائد المحقق على المدى الطويل، يعمل على استثمار موارده خارجيا، وقد اعتبر الصندوق أن الاستثمار العالمي هو الوسيلة الوحيدة التي يمكن من خلالها حماية الثروة وتنميتها، وادخارها للأجيال القادمة.

➤ تأثر أداء صندوق المعاشات العالمي على المدى القصير بالأزمات المالية، وقد اعتمدت استراتيجيته الاستثمارية على تنوع قاعدة استثماراته من خلال إضافة العقارات إلى محفظته الاستثمارية، وزيادة التعرض للأسهم، مقابل تخفيض حيازته من أدوات الدخل الثابت، إضافة إلى زيادة التعرض للأسواق الناشئة.

➤ اتبع صندوق المعاشات النرويجي سلوك توسعي عالميا فترة أزمة 2008، من خلال زيادة تعرضه للأسهم العامة، وإعادة رصمة المؤسسات المالية العالمية المتضررة بحوالي 5.2 مليار كرونة نرويجي، وهو نفس السلوك الذي اتبعه خلال أزمة 2011، من خلال إضافة العقارات لمحفظته الاستثمارية مقابل خفض نسبة أدوات الدخل الثابت، وشراء ما يقارب 150 مليار كرونة من الأسهم الأوروبية.

➤ اتبع صندوق المعاشات النرويجي في ظل الصدمة النفطية سلوك متحفظ محليا من خلال تخفيض نسبة تغطيته لعجز الموازنة غير النفطية إلى 3%، مقابل سعيه إلى زيادة تعرضه للأسهم العالمية بنسبة تفوق 60%.

➤ تعتبر تجربة جهاز قطر للاستثمار حديثة نسبيا مقارنة مع دول نفطية أخرى (كالكويت مثلا)، لكنها استطاعت أن تكون ثروة سيادية كبيرة تصنف على أنها ضمن أكبر 10 صناديق سيادية عالميا، لكن يعاب عليه افتقاره للشفافية، بحيث لا يقدم تقارير دورية عن أدائه واستثماراته التي تتجه بنسبة أكبر عالميا، من خلال استثمارات مباشرة وإقامة شراكات عالمية.

➤ أظهر جهاز قطر للاستثمار نشاطا كبيرا فترة الأزمة المالية العالمية 2008 من خلال مساهمته في إعادة رصمة المؤسسات الغربية المتضررة، نتج عن هذا السلوك خسائر كبيرة نظرا لانخفاض أسعار الأصول المستثمر فيها، ومع تفاقم الأزمة اتجه الصندوق لدعم اقتصاده المحلي بخطة انقاذ بلغت قيمتها 5.3 مليار دولار، استمر الصندوق بعد ذلك في استثماراته العالمية ويعد من أولى الصناديق من حيث حجم الصفقات المبرمة عالميا.

➤ تعد شركة الاستثمار الصينية واحدة من أكبر الصناديق السيادية غير السلعية عالميا، تدير فوائض احتياطات النقد الأجنبي، بما يحقق أعلى العوائد في حدود مخاطر معينة، تزامن انطلاق نشاط الشركة مع حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، وقد حققت أداء سلبا، لكن مع تعزيز قدراتها الداخلية، وعمل الشركة على استغلال أذرعها الاستثمارية محليا ودوليا، وكذا إقامة شراكات مع أطراف عالمية لاستغلال الفرض الاستثمارية، عزز ذلك من أدائها الطويل الأجل وتجاوز الأزمات المالية.

- اتبعت شركة الاستثمار الصينية سلوك متحفظ فترة الأزمة 2008، من خلال تخفيض حجم استثماراتها العالمية، ودعم مؤسساتها المحلية، لكنها امتازت بسلوك توسعي عالميا فترة 2011، من خلال زيادة تعرض محافظتها للأسهم العامة، وتمديد آفاقها الاستثمارية لعشر سنوات، وكذا إقامتها لشراكات عالمية.
- تعتبر سنغافورة من أولى الدول الآسيوية التي أنشأت صناديق ثروة سيادية، وتحتل شركة استثمار حكومة سنغافورة مكانة مهمة من بين الصناديق السيادية العالمية، تعمل على إدارة الفوائض المتأتية من إحتياطات النقد الأجنبي، من خلال استثمارها نحو الخارج، وتساهم بنحو 50% من إيراداتها كأرباح للحكومة، وقد مكنتها الخبرة التي اكتسبتها من تجاوز الأزمات المالية وتحقيق عوائد إيجابية على المدى الطويل.
- قامت شركة استثمار حكومة سنغافورة فترة أزمة 2008، بتخفيض حجم حيازاتها من الأسهم بأكثر من 10%، كما قامت باستثمارات مباشرة في مؤسسات عالمية (UBS و Citigroup)، أما خلال أزمة 2011 رفعت حصة النقد في محافظتها الاستثمارية إلى 11%، مقابل تخفيض حصة الأسهم العامة والسندات.
- امتازت تجربة الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات على تحقيق مزايا تمثلت في تخفيض الدين العمومي إلى حوالي 5.5 مليار دولار، وتغطية عجز الخزينة العمومية (90% سنة 2015)، لكن في المقابل امتازت بالعديد من النقائص، كغياب الرقابة باعتبارها حسابات خارج الموازنة العامة لا تخضع لرقابة البرلمان، وعدم مرونة قواعد السحب والإيداع لدى الصندوق، إضافة إلى عدم وجود رغبة في تفعيل الصندوق وتحويله إلى صندوق ثروة سيادي في ظل الفترة التي امتازت بوفرة موارد الصندوق.
- تتمثل أهم التحديات التي تعيق نجاح تجربة صندوق ثروة سيادي بالجزائر إلى ضعف وهشاشة بنية الاقتصاد الوطني، الذي يعتمد في تمويله على قطاع المحروقات، رغم العديد من الإصلاحات وبرامج الإنعاش التي خصصت لها مبالغ ضخمة، إضافة إلى ضعف جاذبية الاستثمارات المحلية، وكذا عدم شفافية ووضوح أدوار الهيئات العمومية التي تعنى بإدارة الموارد النفطية إضافة إلى غياب تبني إستراتيجية طويلة الأجل لإدارة الموارد النفطية.

### 3- الاقتراحات

الاقتراحات الممكن تقديمها تتحدد على النحو التالي:

- ضرورة تبني صناديق الثروة السيادية لمبادئ حوكمة سليمة تحدد أدوار ومسؤوليات الهيئات المشرفة والمراقبة لها، لضمان شفافية وفعالية أداء الصناديق السيادية، خاصة بالنسبة للصناديق العربية النفطية التي تتدنى فيها مستويات الشفافية والحوكمة، من خلال تعزيز مبادئ سنتياغو، والحث على إلزامية تطبيقها بين دول الأعضاء.
- ضرورة تحقيق التكامل والتنسيق بين صناديق الثروة السيادية من خلال إقامة شراكات استثمارية، والعمل على تعزيز مبادرات عالمية كالمنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية، وإقامة ملتقيات وورشات عمل لتعزيز تبادل الخبرات والمعارف بين صناديق الثروة السيادية كالملتقيات التي ينظمها معهد صناديق الثروة السيادية.

➤ تعمل صناديق الثروة السيادية في ظل بيئة عالمية غير مستقرة، لذا عليها الاعتماد على مناهج متطورة في مجال الاستثمار وإدارة المخاطر، ويمكن تبادل الخبرات بين صناديق الثروة السيادية باعتبار أن لدى البعض خبرة واسعة في إدارة المخاطر، أو من خلال إنشاء جهة أو فرقة داخل المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية تعنى بإدارة المخاطر.

أما بالنسبة لتجربة الجزائر تتحدد على النحو التالي:

- وجود رؤية حكومية واضحة وطويلة الأجل لإدارة الموارد النفطية بما فيها صندوق الثروة السيادي، وتقسيم واضح للأدوار والمسؤوليات لهيئات الإدارة والإشراف داخل الصندوق مع تفويض واضح للمسؤوليات.
- ضرورة وجود أطر قانونية واضحة لتنظيم وتشغيل صندوق ثروة سيادي، مع وجود هيئات رقابية وإخضاعه للمساءلة.
- العمل على إقامة شراكات مع أطراف لها خبرة في مجال صناديق الثروة السيادة سواء عربية أو دولية.
- في ظل عدم استقرار أسعار النفط لا بد من اعتماد الجزائر على تنوع اقتصادها وتبني آليات لاستغلال الفوائض النفطية بكفاءة.

#### 4- آفاق البحث

يعتبر موضوع صناديق الثروة السيادية من النقاشات التي لاقت ولا تزال تلاقي قدر كبير من الاهتمام من قبل الباحثين، خاصة في ظل الظروف البيئية غير المستقرة، وتوالي الأزمات المالية العالمية، وفي هذا السياق هناك العديد من النقاط التي لم يتم التطرق إليها يمكن اعتمادها كبحوث، وعليه يمكن اقتراح المواضيع التالية:

- دراسة مخاطر الاستثمارات الدولية لصناديق الثروة السيادية في ظل عدم الاستقرار المالي.
- نماذج إدارة المخاطر المعتمدة لدى صناديق الثروة السيادية لمواجهة التحديات البيئية العالمية.
- مقارنة أداء صناديق الثروة السيادية السلعية في ظل الصدمة النفطية نهاية 2014.
- دور الشراكات العالمية (co-investments) بين صناديق الثروة السيادية في توزيع المخاطر وتحقيق التكامل بينها.
- دور المنتدى العالمي لصناديق الثروة السيادية في تعزيز أداء وتحقيق التكامل بين الصناديق السيادية.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا/ المراجع باللغة العربية

1-الكتب

1. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
2. أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان دهورن، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية "قضايا لصناع السياسات"، صندوق النقد الدولي، 2010.
3. جاسم السعدون، الأزمة المالية العالمية والنفط "توصيف الأزمة وقراءة انعكاساتها العامة وتأثيرها على النفط"، من كتاب: الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة العالمية حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربي، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، نوفمبر 2009.
4. حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، عمان، الأردن، 2011.
5. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
6. شيماء عبد الستار جبر الليلية، العولمة والمنظمات الدولية المالية "دراسة قانونية"، الطبعة الأولى، دار أيلة، عمان، الأردن، 2010.
7. صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي الدين المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، الطبعة الأولى، دار الأيام، عمان، الأردن، 2016.
8. صندوق النقد الدولي، الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية: المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، واشنطن، 2013.
9. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
10. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، عدوى الأزمات المالية "العولمة المالية وإمكانيات التحكم"، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، 2012.
11. عبد السلام جمعة زاغود، إدارة الأزمات الدولية في ظل النظام العالمي الجديد، الطبعة الأولى، دار زهران، عمان، الأردن، 2013.
12. عمر يوسف عبد الله عبابنة، الأزمة المالية المعاصرة "تقدير اقتصادي إسلامي"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديثة، إربد، الأردن، 2011.
13. فيديريكو شتاينبرغ، نحو حوكمة اقتصادية جديدة "دول الاتحاد الأوروبي المتوسطة في مواجهة أزمة اليورو"، الكتاب السنوي IEMed. للبحر الأبيض المتوسط: المتوسطي 2012، دار فضاءات، عمان، الأردن.

14. قحطان السيوفي، الأزمة الاقتصادية العالمية -أسبابها، وتداعياتها على الاقتصاد العالمي "المرحلة الأولى 2008، 2011"-، دراسات اقتصادية (17)، الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، 2012.
15. ماجد المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الإيرادات النفطية، من كتاب: الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية والعالمية "حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 2009.
16. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، الأردن، 2013.
17. محمد محمود المكاوي، الأزمات الاقتصادية العالمية "المفهوم-النظريات التي تفسر الأزمات-دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات"، الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2012.
18. ممدوح سلامة، أسباب الهبوط الحاد في أسعار النفط الخام: فائض الإنتاج أم السياسة الدولية؟، الطبعة الأولى، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، بيروت، لبنان، سبتمبر 2015.

## 2-رسائل جامعية

1. بوكريدي عبد القادر، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية -دراسة حالة بنك الجزائر-، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص علوم اقتصادية، جامعة حسينية بن بوعلي، شلف، 2015-2016.

## 3- البحوث، المقالات، المداخلات

1. أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
2. أحمد مهدي بلواني، هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد المسلمون من أفكاره؟، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 24، العدد الأول، 2011.
3. إدارة الدراسات المالية، الأزمة المالية العالمية "دروس مستفادة"، دائرة المالية، حكومة دبي، 2014.
4. أسامة نجوم، النفط مرة أخرى، عود على بدء، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الدوحة، سلسلة تقييم حالة، الدوحة، قطر، ديسمبر 2015.
5. أوكيل نسيم، بوكساني رشيد، مصييح أحمد، الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها، مجلة بحوث اقتصادية عربية، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية العددان 61-62، شتاء-ربيع 2013.
6. بدیعة لشهب، الأزمة المالية العالمية "محاولة في الفهم والتجاوز"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مجلة علمية فصلية تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 52، القاهرة، مصر، خريف 2010.

7. بسام حجازي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على المؤسسات المصرفية في العالم، مداخلة مقدمة ضمن مؤتمر حول "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13-14 آذار 2009.
8. بوفليح نبيل، صندوق ضبط الموارد في الجزائر أداة لضبط وتعديل الميزانية العامة في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الأول.
9. جاسم المناعي، ظاهرة صناديق الثروات السيادية مرة أخرى، صندوق النقد العربي، 25 فيفري 2008.
10. جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011.
11. جمال لعامرة، علاقة الحسابات الخاصة للخزينة بالميزانية العامة للدولة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، العدد 4، 2005.
12. حاج موسى نسيمة، علوي فاطمة الزهرة، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008، مجلة الباحث، العدد 8، 2010.
13. حمد بن محمد آل الشيخ، الآثار الاقتصادية المتوقعة للأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مداخلة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر لجمعية الاقتصاد السعودية حول "التكامل الاقتصادي الخليجي: الواقع والمأمول"، خلال الفترة 26-28 مايو 2009، الرياض، المملكة السعودية.
14. حمدي الطباع، أثر أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو على قطاع الأعمال العربي -المشكلة والمحلول المقترحة-، مداخلة مقدمة لمنتدى اتحاد رجال الأعمال العرب حول "أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو: الأبعاد والتداعيات والعبر المستخلصة للاقتصاد العربي"، بيروت، 29 مارس 2012.
15. خالد بن راشد الخاطر، تحديات انهيار النفط والتنويع الاقتصادي في دول مجلس التعاون، المركز العربي للأبحاث ودراسات السياسات، سلسلة دراسات، الدوحة، قطر، أغسطس 2015.
16. رابح أرزوقي وآخرون، صناديق الثروة السيادية في عصر النفط الجديد، منتدى صندوق النقد الدولي، النافذة الاقتصادية، تاريخ النشر: 26 أكتوبر 2015.
17. راندال دود، رهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007.
18. رضا عبد السلام علي، اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية "دراسة مقارنة وتطبيقية على المملكة العربية السعودية"، الطبعة الأولى، مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، العدد 138، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، 2008.
19. رضا مقدم، الطريق إلى التكامل في أوروبا، مجلة التمويل والتنمية، العدد 51، الرقم 1، مارس 2014.

20. زياد حافظ، الأزمة المالية العالمية "البحث عن نموذج جديد"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مجلة علمية فصلية تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 55-56، القاهرة، مصر، صيف-خريف 2011.
21. سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية (المشروع رقم 02-13)، 2012.
22. سفين برنت، حين يتكلم المال "صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة"، مؤسسة كارنيغي للشرق الأوسط، بيروت، لبنان، العدد 12، أكتوبر 2008.
23. عاطف لافي مرزوك، أزمة اليورو 2011: تحليل للسياسات العالمية وآثاره المتوقعة على بلدان الخليج، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 7، العدد 21، جامعة الكوفة، 2011.
24. عبد الحميد مرغيث، مراد يونس، واقع ومستقبل قطاع الغاز الجزائري في ظل التحولات الكبرى في أسواق الغاز العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 72-73، خريف 2015-شتاء 2016.
25. عبد الرحمن تومي، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة، دراسات اقتصادية، دورية فصلية محكمة تصدر عن مركز البصيرة، العدد 13، دار الخلدونية، القبة، الجزائر، سبتمبر 2009.
26. عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 46، القاهرة، مصر، ربيع 2009.
27. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مداخلة مقدمة ضمن مؤتمر حول "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13 و14 آذار 2009.
28. غريغوري غوس، هبوط أسعار النفط: الأسباب والتبعات الجيوسياسية، مركز بروكسجر الدوحة، قطر، موجز السياسة، أبريل 2015.
29. فرج شعبان، التوريق وأزمة الرهن العقاري والبدائل المطروحة في ظل أساليب التمويل الإسلامي، مجلة رؤى اقتصادية، العدد السادس، سبتمبر 2013.
30. قدي عبد المجيد، الاقتصاد الجزائري والنفط: فرص أم تهديدات، ورقة بحثية مقدمة ضمن المنتدى العلمي الدولي حول "التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة"، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، يومي 7 و8 أبريل 2008.



31. كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التحديات، الفرص، الآفاق"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الزرقاء، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
32. محمد العريان، صناديق الثروة السيادية وفق المعتاد الجديد، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2010، صندوق النقد الدولي.
33. محمد بن بوزيان، سمية زيرار، انتشار عدوى الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010.
34. محمد جلال، أحمد محمود، منطقة اليورو: نظرة تحليلية وتوقعات عام 2013، إعداد قسم التحليل الاقتصادي للأسواق العالمية على موقع "ICN.com"، ديسمبر 2012.
35. محمد حسين الجبوري، طالب حسين الكريطي ومحمد ناجي محمد الزبيدي، التجربة النفطية في الترويج وإمكانية تطبيقاتها في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، المجلد الثالث، العدد العاشر، جوان 2014.
36. محمد لكصاسي، تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، بنك الجزائر.
37. مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، إلى متى ستستمر تقلبات أسعار النفط العالمية؟، تاريخ النشر 3 ماي 2016.
38. مركز البحوث والدراسات، ضعف حوكمة الشركات وأثره في الأزمة المالية الراهنة، الغرفة التجارية والصناعية بالرياض، الإدارة العامة للبحوث والمعلومات، شوال 1430هـ.
39. مصطفى العبد الله الكفري، مجموعة العشرين الكبار وقمة سان بطرس 2013 "منتدى غير رسمي للدول الصناعية الكبرى"، مجلة المستقبل العربي، مجلة المستقل العربي، العدد 420، مركز دراسات الوحدة العربية، فبراير 2014.
40. هشام حنضل عبد الباقي، تحليل الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، مداخلة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر لجمعية الاقتصاد السعودية حول "التكامل الاقتصادي الخليجي: الواقع والمأمول"، خلال الفترة 26-28 مايو 2009، الرياض، المملكة السعودية.
41. هشام حنضل عبد الباقي، رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة "التعاون" وهي مجلة فكرية محكمة تصدر عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية للسنة الثالثة والعشرون، العدد 69، مارس 2010، الرياض.
42. وشاح رزاق وآخرون، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على دول الخليج، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة اجتماعات الخبراء، العدد رقم (32)، الكويت، ماي 2009.

43. وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، ورق عمل رقم API/WPS/0903، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009.
44. وليد خدوري، تدهور أسعار النفط: الأبعاد والتداعيات، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، تاريخ النشر 2014/12/7.
45. يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال والتحديات، الفرص، الآفاق"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الزرقاء، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
46. يوسف خليفة اليوسف، الاقتصاد السياسي للنفط: رؤية عربية لتطوراتها، مجلة المستقبل العربي، العدد 455، كانون الثاني 2017، مركز دراسات الوحدة العربية.
47. يوسفات علي، العيل المحاسبية ودورها في خلق الأزمات المالية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62، مجلة علمية فصلية تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، شتاء-ربيع 2013.

#### 4- تقارير

1. بنك الجزائر، التقرير السنوي 2013 "التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر"، نوفمبر 2014.
2. بنك الجزائر، التقرير السنوي 2015 "التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر"، نوفمبر 2016.
3. بنك الجزائر، التقرير السنوي 2010 "التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر"، جويلية 2011.
4. جون فرانسوا سيزنيك، صناديق الثروات السيادية في منطقة الخليج، تقرير موجز رقم 3 بعنوان: "الاقتصاد السياسي لمنطقة الخليج"، مركز الدراسات الدولية والإقليمية، كلية الشؤون الدولية بجامعة جورج تاون، قطر، 2012.
5. صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي "منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى"، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، 15 أكتوبر.
6. صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي "الاقتصاد العالمي يتعثر بسبب النمو شديد البطء لفترة طويلة المدى"، نشرة الصندوق الإلكترونية، 12 أبريل 2016.
7. صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2016 "إيجاد الحلول معنا".
8. صندوق النقد الدولي، بيان صحفي رقم 08/97، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 1 ماي 2008.
9. صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي يكتف عملها المعني بصناديق الثروة السيادية، نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، 4 مارس 2008.
10. صندوق النقد الدولي، مستجدات آفاق الاقتصاد الإقليمي "إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى"، أبريل 2016.

11. صندوق النقد الدولي، مستجدات آفاق الاقتصاد الإقليمي "إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى"، يناير 2015.
12. صندوق النقد العربي، أداء أسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2008، العدد السادس والخمسون.
13. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
14. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
15. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2016، أبو ظبي، الامارات.
16. مجلس الغرف السعودية، الديون اليونانية وأزمة اليورو: الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي، التقرير الاقتصادي، العدد التاسع عشر، يوليو 2010.
17. مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG)، بيان صحفي رقم 08/06، 11 أكتوبر 2008.
18. مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG)، بيان صحفي رقم 08/03، 10 يوليو 2008.
19. منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو "أوابك"، تقرير الأمين العام السنوي الثالث والأربعون، الكويت، 2016.
20. منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو (أوابك)، التقرير الاحصائي السنوي 2017، الكويت.
21. وزارة التخطيط التنموي والاحصاء، قطر في أرقام، العدد الثاني والثلاثون 2017، دولة قطر.
22. وكالة الخزينة الفرنسية، تقرير النشاط 2011، باريس، فرنسا.
23. وكالة الخزينة الفرنسية، تقرير النشاط لسنة 2010، باريس، فرنسا.

## 5-القوانين والمراسيم

1. قانون رقم 2000-02 مؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق ل 27 جوان 2000، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000.
2. قانون رقم 03-22 مؤرخ في 4 ذي القعدة عام 1424 الموافق ل 28 ديسمبر 2003، المتضمن قانون المالية لسنة 2004.
3. أمر رقم 06-04 مؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق ل 15 جويلية 2006، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006.
4. قانون رقم 16-14 مؤرخ في 28 ربيع الأول سنة 1438، الموافق ل 28 ديسمبر سنة 2016 المتضمن لقانون المالية لسنة 2017.

ثانيا/ المراجع باللغة الأجنبية

## 1-كتب

1. Caroline Bertin Delacour, **Les Fonds Souverains « ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale »**, édition les Echos, paris, France, 2009.

2. Edwin M. Truman, **Sovereign Wealth Funds ‘threat or salvation?’**, Peterson Institute for International Economics, Washington, September 2010.
3. Henry-louis Védie, **les Fonds souverains –Une puissance financière insensible aux crises-**, édition ESKA, Paris, France, 2010.
4. Hudson Matthew, **Funds: Private Equity, Hedge and all core structures**, Wiley finance series, USA, 2014.
5. Jean-Marc Puel, **Les Fonds souverains « Instruments financiers ou armes politique? »**, édition Autrement, paris, France, 2009.
6. Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, **Les Fonds Souverains**, Economica, paris, France, 2011.
7. Tomas N. Carson, William P. Litmann, **Sovereign wealth funds**, Nova Science Publishers, New York, USA, 2009.

2-بحوث، مقالات، مجالات

1. Abdullah Al-Hassan et al., **Sovereign Wealth Funds: Aspects of governance structures and investment management**, IMF Working Paper, Number 13-231, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, November 2013.
2. Adrian Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu, Juan Yermo, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**, Financial Market Trends, OCDE, N<sup>o</sup> 49, volume 2008/1.
3. Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, **Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard**, Policy Brief, Peterson Institute for international Economics, August 2013
4. Antonia Ficova, “**Analysis of sovereign funds: From assets allocations to growth**”, Global Journal of Management and Business Research: Finance, Volume 15, Issue 9, 2015, Version 1.
5. Arthuis Jean, **Rapport d’information sur le rôle des fonds souverains**, SENAT ‘session ordinaire de 2006-2007’.
6. Banque de France ,**La crise de la dette souveraine**, documents et débats N<sup>o</sup>4, Mai 2012, Eurosystem.
7. Brad Setser and Rachel Ziemba, **GCC Sovereign Funds: Reversal of fortune**, working paper, council on foreign relation, Center for Geoeconomic Studies, January 2009.
8. Caner Mehmet, Grennes Thomas, **le fonds souverain norvégien**, Revue d’économie financière, Hors-série, 2009, les fonds souverains : numéro hors-série 2009.
9. Cornelia Hammer et al., **Sovereign Wealth funds: Current institutional and operational practices**, IMF working paper, Number 08/245, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department November 2008.
10. Edwin M. Truman, **A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices**, Policy Brief, Peterson Institute for international Economics, April 2008.

11. Edwin M. Truman, **Sovereign Wealth Fund acquisitions and other foreign government investments in the United States: Assessing the economic and national security implications**, Testimony before the committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United State Senate, 14/11/2007.
12. Facilité euro-méditerranéenne d'investissement et de partenariat 'FEMIP', , **Mobiliser le potentiel des fonds souverains des pays du CCG au profit des pays partenaires méditerranéens**, Banque européenne d'investissement, 30 aout 2012.
13. International Monetary Fund (IMF), **Sovereign Wealth Fund-A Work Agenda**, prepared by Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments Approved by Mark Allen, Jaime Caruana, 29 February 2008.
14. Marin Yann, **Fonds souverains chinois : état des lieux**, Revue d'économie financière, numéro hors-série 2009.
15. Milan Brahmhatt, Otaviano Canuto, and Ekaterina Vostroknutova, **Dealing with Dutch Disease**, Economic Premise, Number 16, June 2010, The World Bank.
16. Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, **Fond souverains et stabilité financière internationale « nouveau acteurs, nouveau enjeux et nouvelle gouvernance »**, EAS- F.S.E.G. de Mahdia –université de Monastir- Tunisie.
17. Peter Kunzel et al., **“Investment objectives of sovereign wealth funds: A shifting paradigm”**, IMF Working Paper, Number 11-19, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, January, 2011.
18. Rober Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, **les Crise Financière**, La Documentation Française, Paris, 2004.
19. Sara E. Stone and Edwin M. Truman, **Unven progress on Sovereign wealth Fund transparency and Accountability**, Peterson Institute For International Economics “PIIE”, October 2016.
20. Stephen Jen, **Sovereign Wealth funds: What they are and what's happening**, Word economics, volume8, n<sup>o</sup>4, October-December 2007.
21. Sven Behrendt, **Norway's Government Pension Fund Global Rebalances Governance of Responsible Investment Policy**, Sovereign Wealth Funds Update Series April 2014, GeoEconomica.
22. Sven Behrendt, **Sovereign Wealth Fund and Santiago principles: Where do they stand?**, Carnegie Middle East Center, number 22, May 2010.
23. Sven Behrendt, **The Santiago Compliance Index 2013** 'rating governance standards of sovereign wealth funds', Benchmarking Series, GeoEconomica, Janury 2014.
24. Tamara Gomes, **The impact of sovereign wealth funds on international financial stability**, discussion paper N° 2008-14, Bank of Canada, September 2008.

25. Tamara Gomes, **The impact of sovereign wealth funds on international financial stability**, discussion paper N° 2008-14, Bank of Canada, September 2008.
26. Udaibir S. Das et al., **Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations**, IMF working paper, Number 09/179, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, August 2009.
27. Yael Salfin et al., **“The impact of sovereign wealth funds on economic success”**, Economic View, October 2011.

3-رسائل جامعية

- 1- Madj Salameh, **L’architecture du système bancaire comme source d’instabilité financière des économies émergentes : une proposition de régulation bancaire**, thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Nice Sophia Antipolis, 2013.

4-تقارير

1. Age Bakker, **Government Pension Fund Global ‘Norway’s Sovereign Wealth Fund’**, Norges Bank Investment, 26.05.2014.
2. Bocconi University, **Cautious change: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012**, Paolo Baffi Carefin Centre on international markets, banking, Finance and regulation, Milan.
3. Bocconi University, **Follow the Money: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011**, Paolo Baffi Carefin Centre on international markets, banking, Finance and regulation, Milan.
4. Bocconi University, **Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, Paolo Baffi Carefin Centre on international markets, banking, Finance and regulation, Milan.
5. Bocconi University, **The sky did not fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015**, Paolo Baffi Carefin Centre on international markets, banking, Finance and regulation, Milan.
6. China Investment Corporation, **Annual report 2008**, Beijing, China.
7. China Investment Corporation, **Annual report 2009**, Beijing, China.
8. China Investment Corporation, **Annual report 2011**, Beijing, China.
9. China Investment Corporation, **Annual report 2015**, Beijing, China.
10. China Investment Corporation, **Annual report 2016**, Beijing, China.
11. Démarolle Alain, **Rapport sur les Fonds souverains**, ministère de l’ économie de l’industrie et de l’emploi, Paris, France, 2008.
12. European Stability Mechanism (ESM), **Annual Report 2014**, Luxembourg, 2015.

13. European Stability Mechanism (ESM), **Annual Report 2015**, Luxembourg, 2016.
14. Eurostat , **Government finance statistics « Summary tables data 1995-2016 »**, 2/2016, publication of European Union, Luxembourg.
15. GIC, **Report On The Management Of The Government's Portfolio**, 2008/2009.
16. GIC, **Report On The Management Of The Government's Portfolio**, 2011/2012.
17. GIC, **Report On The Management Of The Government's Portfolio**, 2015/2016.
18. GIC, **Report On The Management Of The Government's Portfolio**, 2016/17.
19. GIC' s new investment framework, Report on the Management of the Government's Portfolio for the year 2012/13.
20. Government Pension Fund Global, **annual report 2008**, Norges Bank Investment Management.
21. Government Pension Fund Global, **annual report 2011**, Norges Bank Investment Management.
22. Government Pension Fund Global, **annual report 2014**, Norges Bank Investment Management.
23. Government Pension Fund Global, **annual report 2016**, Norges Bank Investment Management, No.19.
24. Javier Santinso et al, **Sovereign Wealth Funds 2016**.
25. La Direction Générale de la Prévision et des Politiques, **Principaux indicateurs de l'économie Algérienne 2000- 2016**.
26. La Direction Générale de la Prévision et des Politiques, **Situation Résumée des Opérations du Trésor SROT 2000-2016**.
27. Norwegian Ministry of Finance, **Adherence of the Government Pension Fund Global (GPFG) to the Santiago principles**, February 2017.
28. Norwegian Ministry of Finance, **The Management of the Government Pension Fund in 2015**, report n<sup>o</sup> 23 to the Storting (white paper) 2015-2016.
29. OCDE, **The 2018 Economic Survey of Norway**, OECD Economic Surveys, January 2018.
30. Preqin Ltd, **Special Report: Sovereign Wealth Funds 2013**.
31. Preqin Ltd, Special report: Sovereign Wealth Funds, August 2017.
32. Statistical Economic and Social Research and Training Centre for Islamic Countries (SESRIC) , **European Debt Crisis and Impacts on Developing Countries**, SESRIC Reports on the global financial crisis 11-09, July – December 2011.
33. Steffen Kern, **Sovereign Wealth Fund: State investments on the rise**, Deutsche Bank Research, 10 September, 2007.

34. The Sovereign Wealth Fund Initiative, **Government Pension Fund Global (Norway)**, the Center for Emerging Market Enterprises at the Fletcher School, July 2012.
35. TheCityUK, UK, **The leading Western Centre For sovereign wealth funds**, London, June 2015.
36. Victoria Barbary, Bernardo Bortolotti, **Braving the new world: Sovereign wealth Fund Investment in the uncertain times of 2010**, Monitor.
37. William Miracky, Bernardo Bortolotti, **Weathering the Storm: Sovereign Wealth Fund in the global Economic crisis of 2008**, Monitor-FEEM, annual report 2008-April 2009.

ثالثاً/ مواقع الانترنت

1. معهد صناديق الثروة السيادية: <http://www.swfinstitute.org/>
2. بنك النرويج لإدارة الاستثمار NBIM: <https://www.nbim.no/>
3. موقع وزارة المالية النرويجية: <https://www.regjeringen.no>
4. الموقع الرسمي لجهاز قطر للاستثمار: <http://www.qia.qa/>
5. الموقع الرسمي لشركة الاستثمار الصينية: <http://www.china-inv.cn/wps/portal>
6. الموقع الرسمي لصندوق "تيماسك": <http://www.temasek.com.sg/>
7. الموقع الرسمي لشركة استثمار حكومة سنغافورة: <http://www.gic.com.sg/>
8. كلير ميلنش، سلالة جديدة من صناديق الثروة السيادية تنشأ لكن دون ثروات، مقال منشور على موقع رويترز بتاريخ 17 مارس 2017، على الرابط: <https://ara.reuters.com/article/businessNews/idARAKBN16O2QZ>
9. رحيمة العبود، أزمة الديون الدولية أبعادها وآثارها على دول العالم، الحوار المتمدن، العدد 3476، 2011/9/3، مقال منشور على الرابط: <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=274131>
10. عبد اللطيف درويش، الأزمة المالية اليونانية: جذورها وتداعياتها، تقارير مركز الجزيرة للدراسات، الاثني 11 يونيو 2012، ص3، المقال متاح على الرابط: <http://studies.aljazeera.net/ar/reports/2012/06/2012611135511179908.html>
11. أشرف إبراهيم، القفز فوق الجغرافيا.. استثمارات قطر العالمية كأداة قوة، مقال منشور على موقع الجزيرة بتاريخ 2017/8/3 على الرابط: <http://midan.aljazeera.net/reality/economy/2017/8/3/%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%81%D8%B2-%D9%81%D9%88%D9%82-%D8%A7%D9%84%D8%AC%D8%BA%D8%B1%D8%A7%D9%81%D9%8A%D8%A7-%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1%D8%A7%D8%AA-%D9%82%D8%B7%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%8A%D8%A9-%D9%83%D8%A3%D8%AF%D8%A7%D8%A9-%D9%82%D9%88%D8%A9>
12. Vocabulaire politique, **mécanisme européen de stabilité Financière (MESF)**, centre recherche et d'informatique socio-politique CRISP, fédération Wallonie-Bruxelles. Available at: <http://www.vocabulairepolitique.be/mecanisme-europeen-de-stabilite-financiere-mesf-3/>.
13. Alexander Etemad, "Effectiveness of sovereign oil funds as instrument of macroeconomic stability", 2014, Available at: <https://ssrn.com/abstract=2435836>, Accessed at: 26/12/2016.
14. Bureau of economic and business affairs, **Qatar '2017 investment climate statements'**, U.S. Department of State, 29 June 2017. Available at : <https://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/2017/nea/269996.htm> .



15. Theodore Karasik, **Why is Qatar Investing so much in Russia?**, Middle East Institute, 8 Mars 2017. Available at: <http://www.mei.edu/content/article/why-qatar-investing-so-much-russia> .
16. Matthew Allen, **Qatari investments in Swiss firms start to look awkward**, Swissinfo.ch ,8 June 2017. Available at: [https://www.swissinfo.ch/eng/terrorist-funding-\\_qatari-investments-in-swiss-firms-start-to-look-awkward/43243124](https://www.swissinfo.ch/eng/terrorist-funding-_qatari-investments-in-swiss-firms-start-to-look-awkward/43243124).
17. Simeon Kerr, **Qatar's sovereign wealth fund looks to diversify in Asia and US**, 28 June 2015, Financial Times. available at : <https://www.ft.com/content/dd04201c-15bd-11e5-be54-00144feabdc0>.

# الملاحق

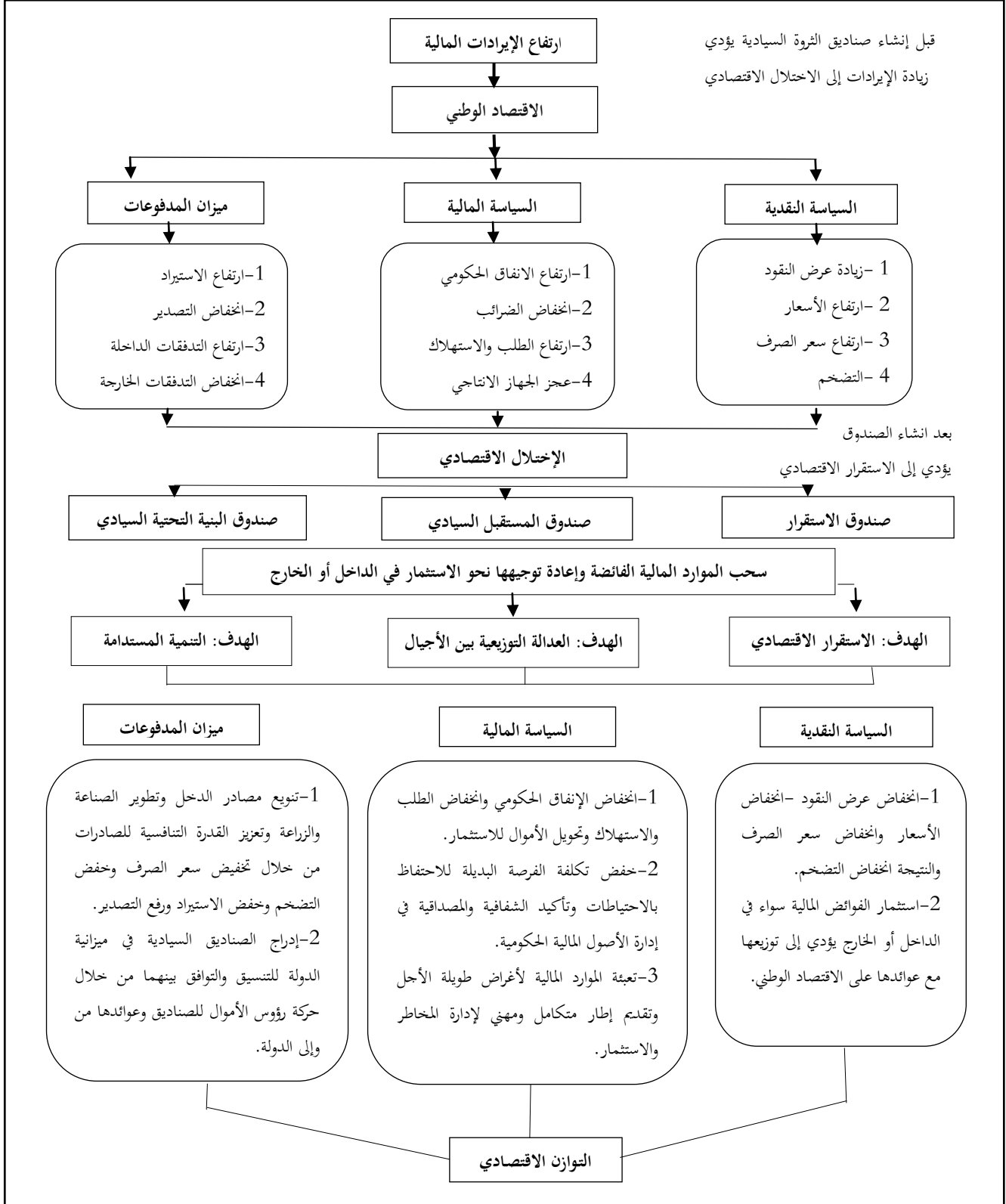
ملحق رقم (1): قائمة صناديق الثروة السيادية نهاية 2016

الترتيب	الدولة	اسم الصندوق	حجم الأصول مليار دولار	النشأة	مصدر التمويل
1	Norway	Government Pension Fund – Global	885,00	1990	Oil
2	China	China Investment Corporation	813,80	2007	Non-Commodity
3	UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	792,00	1976	Oil
4	Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	576,30	n/a	Oil
5	Kuwait	Kuwait Investment Authority	592,00	1953	Oil
6	China	SAFE Investment Company	474,00	1997	Non-Commodity
7	China – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456,60	1993	Non-Commodity
8	Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	350,00	1981	Non-Commodity
9	Qatar	Qatar Investment Authority	335,00	2005	Oil & Gas
10	China	National Social Security Fund	295,00	2000	Non-Commodity
11	UAE – Dubai	Investment Corporation of Dubai	200,50	2006	Non-Commodity
12	Singapore	Temasek Holdings	193,60	1974	Non-Commodity
13	Saudi Arabia	Public Investment Fund	160,00	2008	Oil
14	UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	110,00	2007	Oil
15	South Korea	Korea Investment Corporation	108,00	2005	Non-Commodity
16	Australia	Australian Future Fund	91,10	2006	Non-Commodity
17	Russia	National Welfare Fund	72,20	2008	Oil
18	Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	64,70	2000	Oil
19	Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	60,90	2008	Non-Commodity
20	UAE – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	66,30	1984	Oil
21	Libya	Libyan Investment Authority	66,00	2006	Oil
22	UAE – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	63,50	2002	Oil
23	Iran	National Development Fund of Iran	62,00	2011	Oil & Gas
24	US – Alaska	Alaska Permanent Fund	54,80	1976	Oil
25	Brunei	Brunei Investment Agency	40,00	1983	Oil
26	Russia	Reserve Fund	38,20	2008	Oil
27	US – Texas	Texas Permanent School Fund	37,70	1854	Oil & Other
28	Azerbaijan	State Oil Fund	35,10	1999	Oil
29	Malaysia	Khazanah Nasional	34,90	1993	Non-Commodity
30	Oman	State General Reserve Fund	34,00	1980	Oil & Gas
31	UAE – Federal	Emirates Investment Authority	34,00	2007	Oil
32	Algeria	Revenue Regulation Fund	27,20	2000	Oil & Gas
33	New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	21,50	2003	Non-Commodity
34	US – New Mexico	New Mexico State Investment Council	20,20	1958	Oil & Gas
35	US – Texas	Permanent University Fund	17,30	1876	Oil & Gas
36	East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	16,60	2005	Oil & Gas
37	Chile	Social and Economic Stabilization Fund	14,70	2007	Copper
38	Canada	Alberta's Heritage Fund	13,40	1976	Oil
39	Russia	Russian Direct Investment Fund	13,00	2011	Non-Commodity
40	Bahrain	Mumtalakat Holding Company	10,60	2006	Non-Commodity
41	Chile	Pension Reserve Fund	9,40	2006	Copper

42	Ireland	Ireland Strategic Investment Fund	8,50	2001	Non-Commodity
43	Peru	Fiscal Stabilization Fund	7,90	1999	Non-Commodity
44	US – Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	7,30	1974	Minerals
45	Mexico	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6,00	2000	Oil
46	Oman	Oman Investment Fund	6,00	2006	Oil
47	Botswana	Pula Fund	5,70	1994	Diamonds & Minerals
48	Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	5,50	2000	Oil
49	China	China-Africa Development Fund	5,00	2007	Non-Commodity
50	Angola	Fundo Soberano de Angola	4,60	2012	Oil
51	US – North Dakota	North Dakota Legacy Fund	3,20	2011	Oil & Gas
52	US – Alabama	Alabama Trust Fund	2,50	1985	Oil & Gas
53	Kazakhstan	National Investment Corporation	2,00	2012	Oil
54	US – Utah	Utah – SITFO	2,00	1896	Land and Mineral Royalties
55	Nigeria – Bayelsa	Bayelsa Development and Investment Corporation	1,50	2012	Non-Commodity
56	Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	1,40	2012	Oil
57	US – Louisiana	Louisiana Education Quality Trust Fund	1,30	1986	Oil & Gas
58	Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	1,20	2012	Non-Commodity
59	UAE – Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	1,20	2005	Oil
60	Bolivia	FINPRO	1,20	2012	Non-Commodity
61	Senegal	Senegal FONSI	1,00	2012	Non-Commodity
62	Iraq	Development Fund for Iraq	0,90	2003	Oil
63	Palestine	Palestine Investment Fund	0,80	2003	Non-Commodity
64	Venezuela	FEM	0,80	1998	Oil
65	Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0,60	1956	Phosphates
66	Vietnam	State Capital Investment Corporation	0,50	2006	Non-Commodity
67	Brazil	Sovereign Fund of Brazil	0,50	2008	Non-Commodity
68	Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0,40	1998	Oil
69	Ghana	Ghana Petroleum Funds	0,45	2011	Oil
70	Indonesia	Government Investment Unit	0,30	2006	Non-Commodity
71	Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0,30	2006	Oil & Gas
72	Australia	Western Australian Future Fund	0,30	2012	Minerals
73	Mongolia	Fiscal Stability Fund	0,30	2011	Minerals
74	Equatorial Guinea	Fund for Future Generations	0,08	2002	Oil
75	Papua New Guinea	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	n/a	2011	Gas
76	Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	n/a	2008	Oil & Gas
77	US – West Virginia	West Virginia Future Fund	n/a	2014	Oil & Gas
78	Mexico	Fondo Mexicano del Petroleo	n/a	2014	Oil & Gas
			Total Oil & Gas Related	4,250.13	
			Total Other	3,192.20	
			TOTAL	7,442.33	

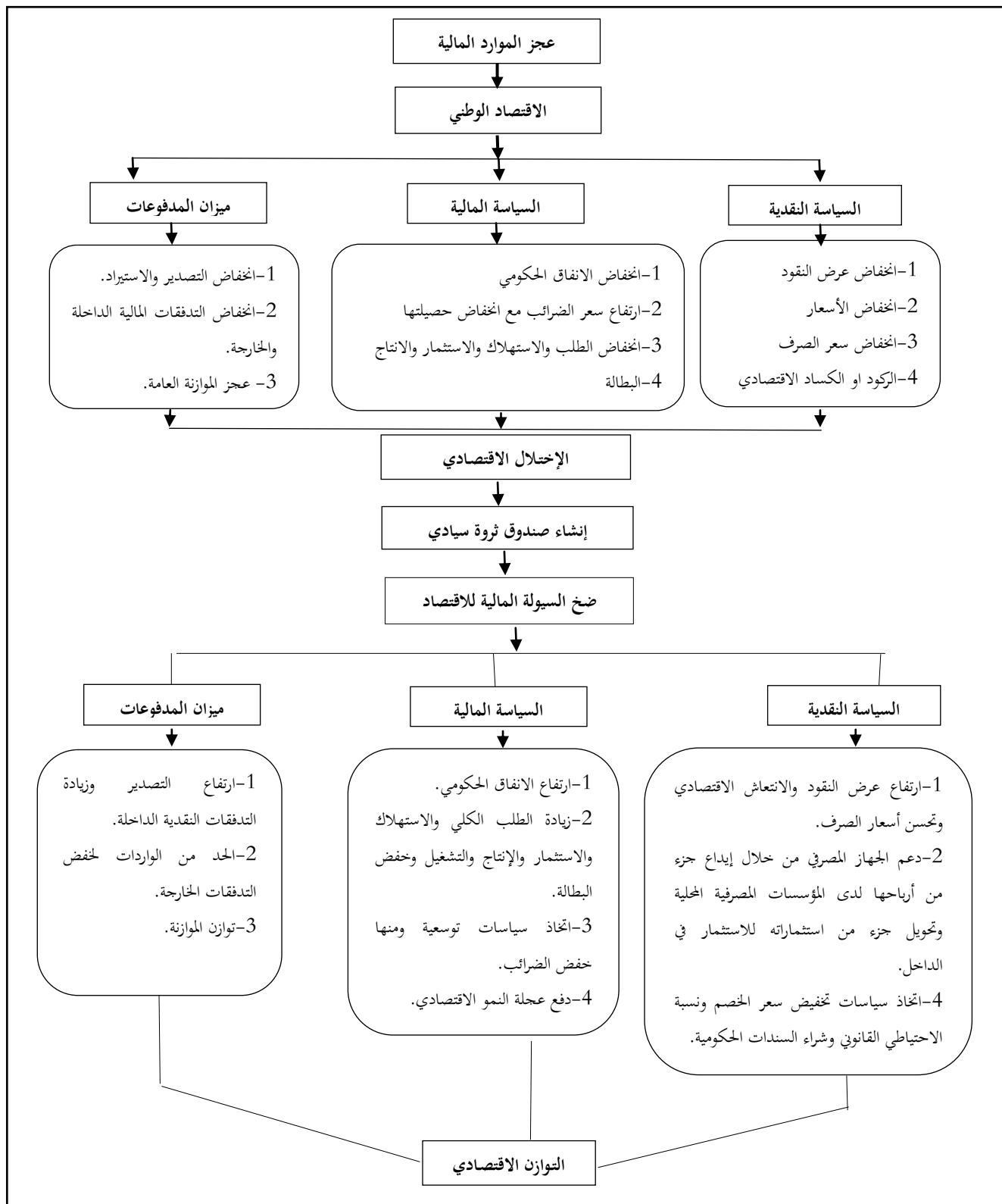
المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط: [/https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings](https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings)

الملحق رقم (2): دور صناديق الثروة السيادية في الدول المالكة لها في حالة ارتفاع الإيرادات



المصدر: صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 290.

الملحق رقم (3): دور صناديق الثروة السيادية في الدول المالكة لها في حالة انخفاض الإيرادات



المصدر: صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 291.

الملحق رقم (4): تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات من 2000 إلى 2016 (مليون دج)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
2073846	4408159	5563511	5633751	5381702	4842837	4316465	4280072	3215531	2931045	1842686	721688	320892	27978	171534	232137	0	رصيد السنة السابقة
98550	552192	1810320	2062231	2535309	2300320	1318310	400675	2288159	1738848	1798000	1368836	623499	448914	26504	123864	453237	فائض قيمة العجاية البترولية
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	تسيقات البنك المركزي
2172369	4960351	7373831	7695982	7917011	7143157	5634775	4680747	5503690	4669893	3640686	2090524	944391	476892	198038	356001	453237	مجموع الإيرادات
0	0	0	0	0	0	0	0	465437	314455	618111	247838	222703	156000	170060	184467	221100	سداد الدين العام
0	0	0	0	0	0	0	0	0	607956	0	0	0	0	0	0	0	سداد تسيقات البنك المركزي
1387938	2886505	2965672	2132471	2283260	1761455	791938	364282	758180	531952	91530	0	0	0	0	0	0	تمويل عجز الخزينة العمومية
1387938	2886505	2965672	2132471	2283260	1761455	791938	364282	1223617	1454363	709641	247838	222703	156000	170060	184467	221100	مجموع النفقات
<b>784458</b>	<b>2073846</b>	<b>4408159</b>	<b>5563511</b>	<b>5633751</b>	<b>5381702</b>	<b>4842837</b>	<b>4316465</b>	<b>4280073</b>	<b>3215530</b>	<b>2931045</b>	<b>1842686</b>	<b>721688</b>	<b>320892</b>	<b>27978</b>	<b>171534</b>	<b>232137</b>	<b>FRR</b> رصيد
<b>4,5</b>	<b>12,4</b>	<b>25,6</b>	<b>33,4</b>	<b>34,8</b>	<b>36,9</b>	<b>40,4</b>	<b>43,3</b>	<b>38,8</b>	<b>34,4</b>	<b>34,5</b>	<b>24,4</b>	<b>11,7</b>	<b>6,1</b>	<b>0,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,6</b>	رصيد PIB/FRR (%)

المصدر: La Direction Générale de la Prévision et des Politiques, **Situation du Fonds de Régulation des Recettes (FRR) 2000 – 2016.**