

صناديق الثروة السيادية  
ودورها في معالجة الأزمة المالية الحالية

أ. / ساخي بويكر \*

**Abstract:**

La crise financière actuelle est parmi les plus brutales qui ont jamais frappé l'économie mondiale. En effet, ses répercussions et ses retombés continuent de se faire ressentir d'autant qu'il est aujourd'hui impérieux de combiner les efforts de l'ensemble des économies. Cette crise financière a frappé de plein fouet nombre d'établissements financiers dont certains ont déposé le bilan alors que d'autres ne doivent leurs salut qu'aux plans de sauvetage adoptés par les Etats touchés par la crise, ainsi qu'à la faveur des fonds souverains qui ont joué un rôle primordial dans la recapitalisation de plusieurs banques américaines et européennes. A ce titre, ces fonds souverains focalisent désormais l'attention et suscitent un débat passionné quant à leur capacité à présenter une réelle source de financement de l'économie mondiale dans la mesure où la problématique de la crise financière réside dans le manque de liquidité.

**Les mots clés:** Fonds souverains, Crise des subprimes, Crise financière.

**ملخص:**

تعتبر الأزمة المالية الحالية، من أشد الأزمات التي عرفها الإقتصاد العالمي، وما تزال تداعياتها قائمة ومعالجة آثارها المالية والإقتصادية تحتاج إلى تكاتف جهود جميع إقتصاديات العالم، على إعتبار أن حجم هذه الأزمة المالية فاقت كل التوقعات والتقديرية. إن هذه الأزمة المالية كان وقعها كبيراً جداً، على العديد من المؤسسات المالية، التي أعلن الكثير منها إفلاسها، بينما إستمرت البعض الأخرى نشاطها بفضل خطط الإنقاذ المستعجلة التي أقرتها الدول المتضررة، هذا من جهة، والدور الذي لعبته صناديق الثروة السيادية بمساهمتها في إعادة رأسملة الكثير من البنوك الأوروبية والأمريكية، من جهة ثانية، هذه الصناديق أصبحت موضوع إهتمام بعد إنفجار أزمة الرهون العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية في 2007، والتي أصبحت تشكل مصدر تمويل للإقتصاد العالمي، خاصة إذا علمنا أن إشكال الأزمة المالية الحالية هو شح السيولة.

**الكلمات المفتاحية:** الصناديق السيادية، أزمة الرهون العقارية، الأزمة المالية.

## مقدمة:

تعد الأزمة المالية العالمية الحالية، التي كانت بدايتها في الولايات المتحدة الأمريكية في صيف 2007، في شكل أزمة الرهون العقارية، أعنف وأشد الأزمات المالية، التي تعرض لها الإقتصاد العالمي بعد أزمة الكساد الكبير (1929-1933)، ونستشف حدة هذه الأزمة، بالنظر إلى الجهود التي بُذلت للحد من تداعياتها منذ ظهورها في الولايات المتحدة الأمريكية وإلى الآن، والتي لم تفلح في الحيلولة دون إنتقالها وتوسعها من قطاع العقار، إلى باقي القطاعات، وتحولها إلى أزمة مالية عالمية، ثم إلى أزمة إقتصادية مسّت كل القطاعات الإقتصادية لتتحول في الأخير إلى أزمة ركود إقتصادي، مهددة بذلك الإقتصاد العالمي ككل بالإنهيار.

إن الأزمة المالية الحالية، كانت تداعياتها وأثارها سلبية على كل إقتصاديات الدول، سواء الإقتصاديات المتطورة أو الصاعدة والمتخلفة، مما استدعى تضافر الجهود للحد من نتائجها السلبية، وهذه الجهود ماتزال قائمة، علماً بأن هذه المساهمات والجهود المبذولة إختلفت وتباينت من بلد لآخر، بالنظر إلى إختلاف الوزن الإقتصادي لكل بلد، وكذلك بالنظر إلى درجة تأثر كل بلد من هذه الأزمة المالية. من بين الدول التي ساهمت في معالجة والتقليل من تداعيات الأزمة المالية الحالية نجد بعض الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية، ومنها على سبيل المثال لا الحصر، دول مجلس التعاون الخليجي.

تكمن أهمية الموضوع الذي نحن بصدد البحث فيه في إظهار ومعالجة الإشكالية: ما هو الدور الذي لعبته صناديق الثروة السيادية للحد من الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية الحالية؟

ولمعالجة هذه الإشكالية قمنا بوضع الفرضيتين التاليتين:

- صناديق الثروة السيادية تعتبر أداة من أدوات تمويل الإقتصاد العالمي؛
- وصناديق الثروة السيادية أهميتها كبيرة جداً في الحفاظ على إستقرار الإقتصاد العالمي.

## 1) الصناديق السيادية وأهميتها في النظام المالي العالمي:

يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تلعب دوراً مهماً على الساحة الإقتصادية العالمية، بالنظر إلى الأصول المالية الكبيرة التي تمتلكها وعمليات الإستثمار التي تقوم بها، ومن ثمّ يمكنها أن تكون طرفاً فاعلاً في النظام المالي العالمي.

### 1-1) مدخل لصناديق الثروة السيادية:

بالرغم من الإعتراف الذي أصبح سائداً من أن صناديق الثروة السيادية هي مؤسسات إستثمارية مهمة وطرف مشارك في النظام النقدي والمالي العالمي، إلا أنه لا يوجد هناك إتفاق على تعريف موحد لصناديق الثروة السيادية، بالنظر إلى وجود أنواع عديدة منها، هذا من جهة، وإختلاف مصادر دخلها من جهة ثانية.

### ✦ نشأة فكرة الصناديق السيادية:

إن فكرة الصناديق السيادية ليست بالجديدة على الساحة المالية، بل هي ظاهرة تعود إلى عقد الخمسينيات من القرن الماضي، حيث تم إنشاء أول صندوق سيادي بدولة الكويت سنة 1953، تحت إسم "هيئة الإستثمار الكويتية" إلا أن هذه الصناديق لم تكن معروفة لدى الجمهور، هذا الوضع لم يدم طويلاً وتغير فجأة في سنة 2006، عندما وقع الجدل حول "شركة دبي العالمية للموانئ" التي أرادت شراء عمليات إدارة الموانئ في ست محطات بحرية بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد زاد الإهتمام بصناديق الثروة السيادية، واكتسابها أهمية كبيرة في الإقتصاد العالمي، بعد ظهور أزمة الرهن العقاري في سنة 2007 بالولايات المتحدة الأمريكية، وكيف أن هذه الصناديق ساهمت في ضخ رؤوس أموال معتبرة في البنوك الأوروبية والأمريكية ونجحت في إنقاذ العديد منها من حالة الإفلاس نتيجة تكبدها لخسائر معتبرة بسبب أزمة القروض العقارية الأمريكية.

إن الجانب الأكبر من عوائد الصناديق السيادية في الغالب ما يكون مرتبطاً بصاردات المحروقات، بإستثناء بعض الدول التي تكون عوائد صناديق الثروة السيادية بها مرتبطة بالحساب الجاري لها، بسبب الزيادة في صادراتها وتراكم إحتياطات الصرف الأجنبي لديها مثل الصين وكوريا الجنوبية، وبالنظر إلى ضخامة الأصول التي تمتلكها الصناديق السيادية، أعربت الكثير من الدول الغربية عن قلقها للدور المتنامي لهذه الصناديق على اعتبار أن أكثريتها تفتقد لعنصر الشفافية في إدارة الأصول التي تمتلكها، ولطمأنة الدول المستقبلة لهذا النوع من الإستثمارات، رأى صندوق النقد الدولي أنه يمكن معالجة الإشغالات المرتبطة بالسياسة العامة لهذه الصناديق من خلال وضع إطار منظم بتفعيل الحوار بين الدول المالكة لهذه الصناديق السيادية والدول المتلقية لإستثمارات هذه الصناديق، وبالفعل فقد ساعد صندوق النقد الدولي على إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في ماي 2008<sup>1</sup> بهدف وضع مجموعة من المبادئ والأطر التي تحكم هذه الصناديق السيادية، ففي سبتمبر 2008 تم التوصل إلى إتفاق تمهيدي في مدينة "سانتياغو" بالشيلى، على مجموعة من المبادئ والممارسات، التي تحكم صناديق الثروة السيادية، عرفت ب"مبادئ سانتياغو"، وتم عرض هذه المبادئ من قبل مجموعة العمل الدولية، على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية لصندوق النقد الدولي في 11 أكتوبر 2008<sup>2</sup>.

### ✦ تعريف الصناديق السيادية:

- هناك عدة تعريفات نوجزها فيما يلي:
- "صناديق الثروة السيادية عبارة عن مجموعة من الأصول المالية المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية، والممولة إما بإحتياجات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مداخيل أخرى (تعريف منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية)<sup>3</sup>؛
  - عبارة عن صندوق استثمار حكومي مُكون من أصول مالية على غرار الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية، علماً أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عمليات الخصخصة أو إيرادات الصادرات السلعية" (تعريف معهد صناديق الثروة السيادية)<sup>4</sup>؛
  - "هي صناديق أو ترتيبات استثمار عامة ذات أغراض محددة، مملوكة للحكومة وتحت سيطرتها، مهمتها الإحتفاظ ب/ وإدارة الأصول لأهداف إقتصادية كلية متوسطة وطويلة المدى، وتلك الصناديق يتم بناؤها من عمليات الصرف الأجنبي، أو عوائد عمليات الخصخصة، أو فوائض المالية العامة و/ أو عوائد صادرات السلع<sup>5</sup>، وتطبق تلك الصناديق إستراتيجيات استثمار تشمل على إستثمارات في أصول مالية أجنبية ويضم صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا صناديق إستقرار العائدات، صناديق الإذخار، صناديق تمويل التنمية، صناديق التقاعد الحكومية التي ليست لديها التزامات" (تعريف صندوق النقد الدولي)<sup>6</sup>؛
- بالنظر إلى التعاريف السابقة، يتضح وجود اختلاف وهذا الإختلاف نتج عنه إختلاف في تقدير أصول هذه الصناديق السيادية مجتمعة، حالياً أو مستقبلاً، خاصة تلك الصناديق السيادية التابعة للدول العربية عامة، ودول الخليج خاصة، وعلى سبيل المثال لا الحصر، التفاوت في تقديرات الأصول الدنيا والعليا لصندوق أبوظبي للإستثمار، وهيئة قطر للإستثمار، اللذان لا تتوفر المعلومات الدقيقة عن حجم أصولهما، فحسب بيانات صندوق النقد الدولي لفيفري 2008، التقديرات الدنيا لهيئة أبوظبي للإستثمار مثلاً بلغت 250 مليار دولار، بينما التقديرات العليا سجلت 875 مليار دولار.

### ✦ ووزن صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي:

- إن صناديق الثروة السيادية يمكنها المساهمة في النظام المالي العالمي من خلال ما يلي<sup>7</sup>:
- أداء دور الإحتياط بالنسبة للدول المالكة لها، حيث تعمل هذه البلدان على تحويل جزء من عوائد هذه الصناديق للأجيال القادمة؛
  - تسمح بتنوع مصادر الناتج المحلي الخام للبلدان المالكة لها، من خلال إعادة استثمار تلك العوائد المترتبة عنها في أنشطة إقتصادية جديدة، مثل ما هو الحال في الصناديق السيادية لأبوظبي ودبي، اللذان قاما بتطوير قطاع السياحة وصناعات التسلية، وأنشطة أخرى مرتبطة بالمواد الأولية؛
  - تسمح كذلك بتوفير موارد دائمة ومنظمة للدول المالكة لها من العملة الصعبة، تكون غير مرتبطة ببيع المواد الأولية لهذه الدول؛

- كما تعمل على تنمية إقتصاديات الدول المستقبلية أو المتلقية لإستثمارات هذه الصناديق، بتمويل الهياكل الأساسية لهذه الإقتصادات ؛
- وتعمل كذلك على تحقيق الإستقرار الإقتصادي للدول المنتمة لها، ويظهر ذلك من خلال التوسع في الإستثمار خاصة في الأنشطة الإقتصادية الأخرى غير النفطية، مما يقلص الإعتماد على واردات السلع والخدمات ومن ثم تأثيرات التضخم المستورد ؛

### 1-2) أنواع الصناديق السيادية:

تعتبر عائدات المحروقات أو النفط المصدر الأساسي لأموال الصناديق السيادية في أكثرية دول العالم والتي تزامنت مع إرتفاع أسعار المواد الأولية، ومنها المحروقات، بسبب زيادة الطلب عليها في العالم، هذا نتج عنه زيادة ثروات هذه الصناديق، كما تعتبر الإحتياجات من العملة الصعبة هي الأخرى مصدرًا مهما لأصول الصناديق السيادية، والناجمة عن الفوائض في الميزان الجاري بسبب الزيادة في الصادرات، وتراكم إحتياجات من النقد الأجنبي مثل ما هو الحال في الصين وكوريا، ويمكن تصنيف الصناديق السيادية إلى عدة أنواع من خلال معايير مختلفة.

#### ⊕ وفقًا لموارد الصندوق:

يمكن تصنيف الصناديق السيادية تبعاً لمصادر دخلها إلى:

#### - الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية:

تعمل الكثير من الدول المصدرة للمواد الأولية خاصة النفطية منها، على تكوين هذا النوع من الصناديق، بالنظر إلى إشكالية وتيرة إستغلال هذه المواد الأولية التي تتصف بالنضوب (الزوال)، لذلك إرتأت أنه من الواجب إبقاء جزء من إيرادات هذه المواد الأولية في مكانها كحق للأجيال القادمة فوجدت هذه الدول أن فكرة الصناديق السيادية يمكن أن تكون حلاً، للحفاظ على حق ونصيب الأجيال القادمة في هذه الثروات، من خلال إحلال الموارد الأولية بشكل آخر من الأصول<sup>8</sup>.

#### - الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية:

إن الحجم الإجمالي العالمي من إحتياجات العملات الأجنبية للبنوك المركزية في حالة تزايد مستمر، بحيث تجاوزت هذه الإحتياجات 7 تريليون دولار سنة 2008، وتملك الدول النامية جزءاً مهماً من هذه الإحتياجات من العملة الأجنبية، فاستطاعت الكثير من الدول غير النفطية خاصة دول أمريكا اللاتينية، تحقيق فوائض مالية معتبرة، بالنظر إلى تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية، بما يزيد عن إحتياجات الإستثمار المحلي<sup>9</sup>. وهذه الفوائض المالية تم تحويل جزء منها إلى صناديق سيادية، بعد القيام بالموازنة بين الإحتفاظ بها كإحتياجات نقدية وإستثمارها لتحقيق الفوائد والأرباح<sup>10</sup>.

### - الصناديق الممولة بعوائد المخصصة:

قامت الكثير من الدول على إدخال برامج واسعة لخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية، والتي ترتب عنها الحصول على عوائد مالية ضخمة، فعلى سبيل المثال لا الحصر، بلغت عوائد برامج عمليات الخصخصة في فرنسا والجزائر 24 مليار دولار و16 مليار دولار على التوالي، خلال 4 سنوات لغاية 2008. إن هذه العوائد المترتبة عن عملية الخصخصة، تختلف إستراتيجياتها من بلد لآخر، فهناك من الدول من توجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية، ومنها من توجهها في بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الإقتصاد وسداد الديون<sup>11</sup>. وبالنظر إلى ضخامة هذه العوائد، وخوفاً من أن يبتلعها الفساد وتؤدي إلى توسع كبير في الإنفاق الحكومي، يكون أكبر من الطاقة الإستيعابية لإقتصاد البلد، والذي يترتب عنه حالة من التضخم يصعب التحكم فيها، وبالنظر كذلك إلى كون المؤسسات التي تم خصخصتها هي ملك عام لجميع الأجيال، يتم تحويل كل أو جزء من هذه العوائد الناتجة عن عمليات الخصخصة إلى صناديق سيادية<sup>12</sup>.

### - والصناديق الممولة بفائض الميزانية:

بعض الحكومات عندما يتحقق لديها فائض في الميزانية العامة للدولة، تلجأ مباشرة إلى تحويل هذا الفائض إلى إستثمارات في الأصول المالية بهدف تحقيق الأرباح، هذا من جهة، وتوجيه معطيات الوضعية الإقتصادية لها، من جهة ثانية، وعندما يلاحظ أن هناك إستمرارية في تحقيق هذه الفوائض، وارتفاع في مستوياتها تلجأ هذه الحكومات إلى تكوين صناديق سيادية بهدف استثمارها وتنميتها بشكل أفضل. وتشكل الصناديق السيادية الممولة بعوائد المواد الأولية 2/3 من أصول هذه الصناديق، فالصندوق السيادي المسمى "هيئة الإستثمار أبو ظبي" يدير 875 مليار دولار، ويمثل لوحده 25% من الأصول التي تديرها الصناديق السيادية، هذا يقودنا للقول أن عوائد المواد الأولية، خاصة البترول والغاز، تعتبر المورد الأساسي لأصول أكبر الصناديق السيادية في العالم.

وفي هذا الإطار، يمكن أن نتساءل عن مدى قدرة الصناديق السيادية، خاصة الصناديق السيادية الممولة من خلال عوائد المواد الأولية، في الحصول على الأموال مستقبلاً، في حالة إستمرارية الأزمة الحالية لمدة أطول؟ على اعتبار أنها تؤثر على أسعار المحروقات بالإنخفاض في الأسواق العالمية؟ وقدّرت مؤسسة ستانلي مورغن STANLY MORGAN عدد الصناديق السيادية لغاية سنة 2009 بأكثر من 55 صندوقاً. إن هذا التزايد في عدد الصناديق السيادية في العالم، لم يأت من فراغ، بل هناك أسباب تُفسر هذه الظاهرة منها<sup>13</sup>:

- ارتفاع أسعار البترول في الأسواق العالمية، المتولد عن زيادة الطلب، بداية من حقبة التسعينات، وبوتيرة لم تعهدها أسعار البترول من قبل؛
- إنخفاض وتيرة النمو الإقتصادي العالمي، وانعكاساته السلبية على الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية والشركاء التجاريين الرئيسيين لها من الإقتصادات الآسيوية؛
- زيادة تخصيصات الإحتياجات من العملات الأجنبية، وتحويلات فوائض الميزانية لصالح الصناديق السيادية؛
- وظهور و بروز صناديق سيادية جديدة في بعض الدول (تايبوان - البرازيل - الصين - اليابان ... الخ.

### ✦ تصنيف الصناديق السيادية حسب الهدف:

يُمكن تصنيف الصناديق السيادية حسب الهدف من تأسيسها إلى:

#### - صناديق الإستقرار:

عادة ما يتم إنشاء هذا النوع من الصناديق من طرف الدول الغنية بالموارد الطبيعية، والهدف الأساسي لهذا النوع من الصناديق هو حماية الموازنة العامة للدولة والإقتصاد ككل من الإختلالات<sup>14</sup>. ويتجلى ذلك بالمحافظة على إستقرار سعر صرف العملات الناتجة عن الخلل الذي يحدث في ميزان المدفوعات، والناتج عن تقلبات أسعار السلع في الأسواق العالمية خاصة المحروقات<sup>15</sup>.

#### - صناديق الإخار:

كما تعرف كذلك بصناديق الأجيال، إنطلاقاً من رغبة الحكومات والدول في أن تكون هذه الموارد مشتركة بين الأجيال، كتمويل عوائد الموارد الطبيعية غير القابلة للتجديد، إلى حقوق إستثمارية متنوعة من أصول المالية الدولية<sup>16</sup>.

#### - شركات إستثمار الإحتياطيات:

هذا النوع من الصناديق السيادية أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الإحتياطية المحتفظ بها لدى البنك المركزي، والذي يميز هذه الصناديق، هي قدرتها الكبيرة والمتزايدة على تحمل الكثير من المخاطر من أجل تحقيق أعلى العوائد<sup>17</sup>.

#### - صناديق التنمية:

هي صناديق تعمل على تقديم المساعدة لتمويل المشاريع الإقتصادية والإجتماعية، كما تعمل كذلك على الترويج للسياسات الصناعية التي بإمكانها أن تعزز وتزيد من الإنتاج في إقتصاد البلد المعني<sup>18</sup>.

#### - وصناديق إحتياطيات طوارئ التقاعد:

هي صناديق تعمل على توظيف مواردها بهدف إدامة رواتب ومعاشات فئة المتقاعدين، كما يتم إستخدام هذا النوع من الصناديق السيادية لمواجهة الإلتزامات العرضية، الناتجة عن ظروف طارئة، غير المحددة في الميزانية العامة للحكومة.

### ✦ تصنيف الصناديق السيادية وفقاً لمجال عمل الصندوق:

تصنف الصناديق السيادية وفقاً لمجال عملها إلى<sup>19</sup>:

#### - صناديق سيادية محلية:

هي صناديق سيادية تقوم بنشاطها الإستثماري والإدخاري محلياً أي داخل البلد المعني.

- صناديق سيادية دولية:

هي الصناديق السيادية التي تقوم بأنشطتها الإستثمارية والإدخارية خارج البلد.

- وصناديق سيادية مختلفة:

هي الصناديق السيادية التي تعمل على المزج بين الصناديق السيادية المحلية والصناديق السيادية الدولية، أي أن نشاطها الإستثماري والإدخاري يكون محليًا ودوليًا في نفس الوقت.

⊕ وتصنيف الصناديق السيادية وفقًا لدرجة إستقلالية الصندوق:

تُصنف الصناديق السيادية وفقًا لدرجة إستقلالية الصندوق إلى:

- صناديق سيادية مستقلة نسبيًا:

إن هذا النوع من الصناديق السيادية هو مُدار بطريقة غير مباشرة من قبل الحكومة، على إعتبار أنه يتم إشراك جهات أخرى في إدارتها مثل البنك المركزي والهيئات المستقلة، إن الذي يميز هذا النوع من الصناديق السيادية هو تمتعها بالإستقلالية النسبية في إتخاذ القرار، كما تتميز كذلك بالإفصاح والمساءلة وخضوعها للرقابة المستقلة.

- وصناديق سيادية غير مستقلة:

إن هذا النوع من الصناديق السيادية يتم إدارتها بشكل مباشر من قبل الحكومات، لا تتمتع بإستقلالية إتخاذ القرارات، ويعيب على هذا النوع من الصناديق عدم خضوعها للرقابة المستقلة بالإفصاح والمساءلة مما يعني غياب الشفافية في إدارة أصولها المالية.



## (2) الأزمة المالية الحالية ومساهمة الصناديق السيادية في معالجتها:

تعد الأزمة المالية التي تعرض لها الإقتصاد العالمي بداية من ظهورها في شكل أزمة الرهن العقاري صيف 2007 بالولايات المتحدة الأمريكية من أعنف الأزمات التي تعرض لها الإقتصاد العالمي، بعد أزمة الكساد الكبير، وتظهر خطورة وشدة هذه الأزمة كون بداياتها كانت من الإقتصاد الأمريكي، الذي يعتبر محرك الإقتصاد العالمي، على إعتبار أن إقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية هو الأكبر في العالم، بحجم 14 تريليون دولار، كما تشكل التجارة الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية أكثر من 10% من حجم إجمالي التجارة العالمية، ضف إلى ذلك أن الورقة الخضراء (الدولار الأمريكي) تشكل بالتقريب 60% من السيولة العالمية، هذه المعطيات الخاصة بالإقتصاد الأمريكي جعلت الآثار السلبية للأزمة المالية تنتقل سريعاً إلى بقية الإقتصاديات الأخرى، خاصة تلك الإقتصاديات المرتبطة بدرجة كبيرة بالإقتصاد الأمريكي.

## (1-2) ماهية الأزمة المالية وأسبابها:

عرف الإقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة أزمة مالية عصفت بإقتصاديات الدول المتقدمة والناشئة والنامية على حد سواء، بداية من ظهور بوادرها سنة 2007 وانفجارها في شكل أزمة الرهن العقاري سنة 2008، وماتزال تداعيات هذه الأزمة على الإقتصاد العالمي قائمة إلى الآن.

### ✦ مفاهيم حول الأزمة المالية:

- هناك تعريف متعددة للأزمة المالية، نوجزها فيما يلي:
  - يمكن تعريفها على أنها تلك التذبذبات ذات السعة الكبيرة، التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجموعة من المتغيرات المالية: حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، القروض والودائع المصرفية، معدل الصرف، وعندما تنهار قيم هذه المتغيرات نكون حينئذٍ أمام أزمة مالية، هذا الإختلاف في وصف وتقدير الظواهر الخاصة بالإرتفاع والإنخفاض تستلزم فترة لتفسيرها وفهماها<sup>20</sup>؛
  - "تدهور مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دوراً هاماً في الإقتصاد الوطني، وينجر عن ذلك إنخفاض سعر الأصل الذي يقود إلى تقليص النشاط الإقتصادي، من خلال التأثير المباشر لقرارات المستهلكين والمنتجين، والتأثير غير المباشر على باقي الأصول الأخرى، والموازنات المالية للوسطاء الماليين"<sup>21</sup>؛
  - وكما تُعرف الأزمة المالية كذلك بانها "إضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الإقتصادية، تتبعه إنيهارات في عددٍ من المؤسسات المالية والمصرفية، وتتقل آثارها إلى عدة قطاعات أخرى"<sup>22</sup>؛

✦ أسباب الأزمة المالية العالمية الحالية:

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مصدر الأزمة المالية الحالية، على اعتبار أن انفجار أزمة الرهن العقاري في صيف 2007 كان بإقتصادها، لتنتقل هذه الأزمة من قطاع العقار إلى السوق المالي، لتتحول إلى أزمة مالية، لتنتقل إلى بقية القطاعات الإقتصادية الأخرى، دون إستثناء، لتصبح أزمة إقتصادية مع نهاية 2008 وبداية سنة 2009. وقد إختلفت آراء الإقتصاديين حول الأسباب الحقيقية للأزمة المالية الحالية، فهناك من الإقتصاديين من يرجعها إلى طبيعة النظام الرأسمالي في حد ذاته، وحثهم في ذلك الأزمات التي عرفها هذا النظام الرأسمالي على مر التاريخ، خاصة في العقود الأخيرة، وهناك من الإقتصاديين من برأ النظام الرأسمالي من هذه التهمة، ويعتقدون أن السبب الحقيقي في حدوث هذه الأزمة المالية يعود إلى ضعف الرقابة على المؤسسات المالية<sup>23</sup>. والواقع أن هناك مجموعة معقدة ومتشابكة من الأسباب ساعدت وحفزت على حدوث الأزمة منها:

- انخفاض معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية:

حيث قام البنك الإحتياطي الفيدرالي، في الفترة من جانفي 2001 إلى ديسمبر من نفس السنة بتخفيض مؤشرات سعر الفائدة من 6 إلى 1,75%، الأمر الذي نتج عنه زيادة الطلب على مختلف أنواع القروض (للإشارة عمد البنك الإحتياطي الفيدرالي إلى تخفيض معدل الفائدة تدريجيًا مع بداية أزمة الرهن العقاري في النصف الثاني من سنة 2007 ليصل إلى 0,25% في فترات إشتداد الأزمة)<sup>24</sup>.

- حدوث تحول في الإستثمار والإنفاق:

إن إنخفاض أسعار الفائدة بمستويات كبيرة جدًا، نتج عنه، تحول في الإستثمارات الشخصية لقطاع الإسكان والعقار، حيث شهدت الفترة من 2001 إلى سنة 2006 إزدهارًا كبيرًا لقطاع العقارات بسبب زيادة الطلب من قبل العائلات الأمريكية التي تريد تملك السكن، مما أدى إلى إرتفاع أسعار المنازل بنسب كبيرة جدًا، حسب بعض الإحصائيات تجاوزت 100% في فترة (2001-2003)، الأمر الذي شجع الجهات المقرضة على تقليص معايير منح القروض للعائلات التي لا تتمتع بالجدارة الإئتمانية الكافية لإقتراض، مثل العائلات المحدودة الدخل، أو ما يسمى بالزبائن المصنفين في الدرجة الثانية<sup>25</sup>.

- إرتفاع تكاليف القروض العقارية:

حدث أن إرتفعت مستويات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال عامي 2005 و2006 مسجلة 3,4 و3,2% على التوالي، مما جعل البنك الإحتياطي الفيدرالي يرفع من مؤشر سعر الفائدة (5%)، هذا كان له الأثر السلبي على القروض العقارية، حيث مع مرور الوقت، أصبحت أسعار الفائدة الخاصة بهذه القروض متغيرة، وارتفعت هي الأخرى، مما جعل أكثرية المقترضين غير قادرين على تحمل هذه الأعباء خاصة المقترضين من فئة ذوي الدخل المحددة والمتدنية، لتظهر حالات التخلف عن السداد وحالات الحجز عن الرهن<sup>26</sup>.

- توريق الديون العقارية وبيعها في الأسواق المالية:

عملت الكثير من الشركات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى الإقتراض من المؤسسات المالية، لمنح قروض عقارية، حيث تم بيع القروض العقارية المرهونة بالعقار Mortgage Backed Securities (MBS) وغيرها من أنواع القروض الأخرى عن طريق أدوات الهندسة المالية، فهذه الابتكارات المالية تم توريقها في شكل مشتقات مالية معقدة، وتحمل في محتوياتها مخاطر عالية جداً، ففي الفترة (2001- 2006) بلغت نسبة القروض العالية المخاطر التي تم تحويلها إلى سندات، بيعت إلى المستثمرين في الأسواق المالية ما بين 60 و70 في المائة، للإشارة أن تقنية القروض عرفت تطوراً سريعاً في السنوات الأخيرة، فإذا أخذنا على سبيل المثال نوع القروض المدعومة برهونات عقارية (MBS) نجد أن مخزون الأوراق، لهذا النوع من القروض في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية سنة 2007، تعدى 10000 مليار دولار، أي أن المبلغ تضاعف ثلاثة مرات في العشرية الأخيرة.<sup>27</sup>

- فشل وكالات التصنيف الائتماني:

قيام وكالات التصنيف الائتماني، مثل وكالة Standard and Poor's، وكالة Moody's، ووكالة Fitch بتصنيف السندات العقارية تصنيفاً عالياً (AAA) على اعتبار أنها صدرت من بنوك قوية وكبيرة وذات مصداقية (قبل إنفجار الأزمة) مثل بنك ليمان برودوز، Lehman Brother's، وبنك مورغان ستانلي Morgan Stanly متجاهلة حجم المخاطر التي كانت تحملها تلك الأنواع من القروض<sup>28</sup>. وبالتالي فوكالات التصنيف الائتماني تتحمل جزءاً من المسؤولية في حدوث الأزمة المالية، التي أضرت بهذه الشركات العقارية المانحة للقروض في بادئ الأمر، لتنتقل العدوى إلى العديد من البنوك والمؤسسات المالية في إقتصاديات الدول الأخرى، ولم تسلم حتى شركات التأمين التي قامت بتأمين هذا النوع من المعاملات المالية، وأبرزها شركة (AIG) American International Group وهي من أكبر شركات قطاع التأمين على المستوى العالمي.<sup>29</sup>

- الإفراط والتوسع في منح القروض دون ضمانات:

خاصة تلك القروض الموجهة لقطاع العقارات، حيث قامت البنوك بتقديم القروض للعائلات التي تريد تملك المساكن، بضمان العقار نفسه، وبأسعار فائدة منخفضة، فتوسعت المصارف في منح هذا النوع من القروض، فترتفع قيمة العقار، فيحاول صاحبه الحصول على قرض جديد، مقابل رهن العقار من جديد أو ما يسمى بالرهون العقارية من الدرجة الثانية أو ما يطلق عليه " الرهن الأقل جودة " على اعتبار أنها من الدرجة الثانية (Subprimes)، ومن ثم فهي معرضة أكثر للمخاطر خاصة إذا إنخفضت قيمتها، وهذا الذي حدث، أي إنخفضت قيمة هذه الرهون العقارية من الدرجة الثانية، بسبب تراجع أسعار العقار، نتيجة قلة الطلب عليها مقابل زيادة العرض منها، وبمرور الوقت عجزت هذه العائلات عن السداد، مما جعل البنوك التي منحت هذا النوع من القروض تعيش أزمة سيولة، الأمر إلى الذي فجر الأزمة لتطفو على السطح (فقاعة الديون) مما نتج عنه إنهيار وإفلاس الكثير من البنوك الكبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية وعلى رأسها بنك Lehman Brother's.<sup>30</sup>

2-2) مساهمة بعض صناديق الثروة السيادية في إعادة رسملة البنوك:

ساهمت صناديق الثروة السيادية بشكل كبير في التأثير والحد من سرعة انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى أزمة أصابت الأسواق المالية (أزمة مالية) إلى أزمة اقتصادية مست كل القطاعات الاقتصادية، من خلال تدخلها ومساهمتها في رأسملة بعض البنوك الأوروبية والأمريكية، ومن ثم المحافظة على سيولة السوق المالية الأوروبية والأمريكية، والجدول التالي يوضح لنا تدخلات صناديق الثروة السيادية.

الجدول رقم (1): تدخلات ومساهمة بعض صناديق الثروة السيادية في إعادة رأسملة البنوك

الوحدة: مليار دولار

المبلغ بمليار دولار	العملة الصعبة	المبلغ (مليار)	التاريخ	جنسية الصندوق السيادي	الصندوق السيادي المتدخل	جنسية البنك	البنك
2.05	GBP	1.00	2007/07/25	سنغافورية	Temsek	بريطانية	Barclays
3.08	GBP	1.5	2007/07/25	صينية	Chine Development Bank	بريطانية	Barclays
6.94	GBP	4.3	2008/10/31	قطرية	هيئة الإستثمار القطرية، تحدي	بريطانية	Barclays
4.48	GBP	3	2008/10/31	قطرية	هيئة الإستثمار القطرية	بريطانية	Barclays
7.5	USD	7.5	2007/11/26	إمارتية	هيئة الإستثمار أبو ظبي	أمريكية	Citigroup
6.9	USD	6.9	2008/01/15	سنغافورة	شركة الإستثمار الحكومية لسنغافورة	أمريكية	Citigroup
5.6	USD	5.6	2008/01/15	كويتية	هيئة الإستثمار الكويتية، الوليد بن طلال	أمريكية	Citigroup
8.71	EUR	6.5	2008/10/16	قطرية	هيئة الإستثمار القطرية وآخرون	سويسرية	Crédit Suisse
4.4	USD	4.4	2007/12/24	سنغافورية	Temsek	أمريكية	Merill Lynch
6.6	USD	6.6	2008/01/15	كورية، كويتية	شركة الإستثمار الكورية، هيئة الإستثمار الكويتية	أمريكية	Merill Lynch
0.6	USD	0.6	2008/02/24	سنغافورية	Temsek	أمريكية	Merill Lynch
0.9	USD	0.9	2008/07/28	سنغافورية	Temsek	أمريكية	Merill Lynch
5.58	USD	5.58	2007/12/19	صينية	China Investment Corporation	أمريكية	Morgan Stanley
9.75	CHF	11	2007/12/10	سنغافورية	شركة الإستثمار الحكومية لسنغافورة	سويسرية	UBS
1.77	CHF	2	2007/12/10	شرق أوسطية	صناديق غير محددة	سويسرية	UBS
1.61	EUR	1.2	2008/10/17	ليبية	البنك المركزي الليبي، هيئة الإستثمار الليبي ، بنك ليبيا الخارجي	إيطالية	Unicredit

المصدر: Banque de France, bilan et perspectives des fonds souverains, focus, 28 novembre 2008, p 13

يوضح الجدول أعلاه أن القيمة الإجمالية التي تدخلت بها هذه الصناديق خلال الفترة من 2007/07/25 إلى غاية الفترة 2008/10/31 بلغت تقريبا 77 مليار دولار (76,83 بالضببط) وهذا المبلغ لا يستهان به، خاصة إذا علمنا أن هذه الأزمة هي أزمة شح السيولة أو نقص السيولة<sup>31</sup>. الملاحظ من خلال الجدول كذلك أن سنغافورة احتلت المرتبة الأولى من حيث مساهمة صناديقها السيادية في إعادة رأسملة البنوك الأوروبية والأمريكية، بقيمة إجمالية وصلت 24,6 مليار دولار، وحسب تقارير أخرى أن قيمة المساهمة وصلت إلى ما يقارب 42 مليار دولار<sup>32</sup>، لتأتي قطر في المرتبة الثانية بمساهمة صندوقها السيادي، "هيئة الإستثمار القطرية وآخرون"، في إعادة رأسملة بنوك سويسرية وبريطانية بمبلغ إجمالي قدره 20,13 مليار دولار، الصين احتلت المرتبة الثالثة بمساهمة صناديقها السيادية بقيمة إجمالية قدرت بـ 8,66 مليار دولار.

إن هذا النجاح النسبي لصناديق الثروة السيادية في ضخ هذه السيولة (77 مليار دولار) في الأسواق المالية العالمية لم يدم طويلا، على اعتبار أن أزمة الرهون العقارية تقامت واشتدت لتتحول إلى أزمة إقتصادية مع نهاية سنة 2008 وبداية سنة 2009، مست معظم إقتصاديات دول العالم، ومن ثم لم تسلم هذه الصناديق السيادية هي الأخرى من هذه الأزمة، بالنظر إلى انخفاض قيمة أصولها المالية سواء في شكل أسهم وسندات، نتيجة انخفاض مؤشرات التداول في السوق المالي، أو انخفاض وتراجع مواردها المالية، الناتجة عن انخفاض الطلب على الموارد الأولية، المتأثرة على الخصوص من الصادرات النفطية، نتيجة انخفاض أسعار المحروقات، بسبب الأزمة الإقتصادية العالمية، وهو ما أدى إلى تسجيل خسائر معتبرة لهذه الصناديق، والجدول الموالي يوضح تقديرات خسائر بعض صناديق الثروة السيادية لبعض دول الخليج العربي نهاية 2008.

### الجدول رقم (2): تقديرات خسائر صناديق الثروة لدول الخليج في نهاية 2008

الوحدة: مليار دولار

الصندوق السيادي	تقدير الأصول ديسمبر 2007	تقدير الأصول ديسمبر 2008	الإضافة إلى الأصول	الخسائر	معدل الخسائر (%)
صندوق أبو ظبي للإستثمار	453	328	59	183	40
صندوق أبو ظبي للإستثمار الكويتية	262	228	57	94	36
هيئة الإستثمار القطرية	65	58	28	27	41
أصول مدارة من مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما)	385	501	162	46	12
إجمالي دول مجلس التعاون	1282	1200	273	350	27
المقارنة الإستثمارات الخارجية لصندوق النقد الحكومي الترويجي	371	325	64	111	30

المصدر: هزاع داود سلمان & محمد ناجي محمد، " الصناديق السيادية ودورها في الإقتصاد العالمي " 2010/03/20 ،

[http://www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/kufa\\_arts/article/view/304](http://www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/kufa_arts/article/view/304)

الملاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن الصناديق السيادية ومنها الخليجية، سجلت خسائر كبيرة بسبب إنفجار الأزمة المالية العالمية، حيث قدرت بعض الأوساط الخسائر التي تعرضت لها صناديق الثروة السيادية لدول الخليج بحوالي 450 مليار دولار في حين قدرتها أوساط أخرى بنسبة 25% إلى 40% من حجم الأصول السيادية مجتمعة، والملاحظ كذلك من خلال الجدول تفاوت نسبة الخسائر، من صندوق لآخر بالنظر إلى إختلاف نوعية الصندوق وأماكن إستثمار هذه الصناديق، وبالنظر كذلك إلى التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية في العالم قبل حدوث أزمة الرهون العقارية، حيث أن الولايات المتحدة الأمريكية إستوعبت تقريبا 75% من الأصول الإجمالية لصناديق الثروة السيادية وحوالي 18% لأوروبا و7% لبقية العالم، نستشف ونستنتج كذلك أن وقع الأزمة كان قويا على أداء صناديق الثروة السيادية، بالنظر إلى الأصول التي تم إستثمارها بالولايات المتحدة الأمريكية (75%) هذا من جهة، وإنفجار أزمة الرهون العقارية كان بهذه الأخيرة من جهة ثانية<sup>33</sup>.

## خاتمة:

تبين لنا من خلال هذه الورقة البحثية أن صناديق الثروة السيادية ساهمت بشكل كبير في الحد من سرعة إنتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى أزمة أصابت الأسواق المالية (أزمة مالية) إلى أزمة إقتصادية مست كل القطاعات الإقتصادية، من خلال تدخلها ومساهمتها في رأسملة بعض البنوك الأوروبية والأمريكية، ومن ثم المحافظة على سيولة السوق المالية الأوروبية والأمريكية.

من النتائج المتوصل إليها:

- تعتبر الأزمة المالية الحالية من أشد الأزمات التي تعرض لها الإقتصاد العالمي بعد أزمة الكساد الكبير (1929-1933).
- إن صناديق الثروة السيادية كان لها دوراً مهماً، في التقليل من تداعيات الأزمة المالية العالمية الحالية، من خلال مساهمتها وتدخلها في إعادة رأسملة البنوك الأوروبية والأمريكية.
- إن صناديق الثروة السيادية لم تسلم هي الأخرى من الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية، بالنظر إلى الخسائر التي لحقت بها، نتيجة إنخفاض قيمة أصولها المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية، هذا من جهة، وإنخفاض أسعار المحروقات، التي تشكل عوائد هذه الصناديق، من جهة ثانية.
- إن الأزمة المالية جعلت صناديق الثروة السيادية تعيد النظر في إستراتيجياتها المتعلقة بالإستثمار، وذلك بتجنب الإستثمار في الأصول المالية العالية المخاطر.
- إن صناديق الثروة السيادية قامت بتغيير توزيعها الجغرافي، بالإنتقال للإستثمار في الدول الآسيوية، بالنظر الى محدودية تأثير إقتصاديات هذه الدول بالأزمة المالية مقارنة بإقتصاديات الدول الأوروبية، وإقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية.

وبناءً على النتائج التي تم التوصل إليها نقترح التوصيات الآتية:

- صناديق الثروة السيادية مطالبة بالإبتعاد والتخلي عن الإستثمار في الأصول المالية العالية المخاطر، والإنتقال للإستثمار في القطاعات الإقتصادية الأقل مخاطرة.
- صناديق الثروة السيادية مطالبة كذلك أن تعيد النظر في التوزيع الجغرافي لإستثماراتها الخارجية، بعدم التركيز على منطقة معينة، بالنظر إلى الخسائر التي تكبدتها هذه الصناديق بانفجار أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية، وانتقالها إلى بقية الدول الأخرى، وهذا ما عملت به بعض صناديق الثروة السيادية مع إشتداد الأزمة المالية وتحولها إلى أزمة إقتصادية، بانتقالها للإستثمار في الدول الأقل تضرراً من الأزمة المالية، مثل الدول الآسيوية.
- العمل على إستغلال عوائد صناديق الثروة السيادية بالداخل بإعطاء دفعة لبقية القطاعات الإقتصادية الأخرى، خاصة القطاعات الإقتصادية المنتجة، وبالتالي إحداث التنمية الإقتصادية.
- ومن الأفضل أن تخضع إدارة صناديق الثروة السيادية للمراقبة، ومتابعة نتائج أعمالها، أي الإمتثال لمبدأ الشفافية والحوكمة في إستثمار أصولها المالية.

## الهوامش والمراجع:

- 1 يضم أعضاء مجموعة العمل الدولية: أستراليا، أذربيجان، البحرين، بوتسوانا، كندا، الصين، الشيلي، غينيا الإستوائية، إيران، إيرلندا، كوريا الجنوبية، ليبيا، المكسيك، نيوزيلندا، النرويج، قطر، روسيا، سنغافورة، تيمورلشتي، الإمارات العربية المتحدة، والولايات المتحدة الأمريكية. ويشترك فيها بصفة مراقب كل من: عمان، السعودية، الفيتنام، منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) والبنك الدولي.
- 2 اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية تضم أعضاء مجلس محافظي صندوق النقد الدولي الذي يتألف من ممثلين لجميع البلدان الأعضاء فيه، وزراء المالية ومحافظا البنوك المركزية.
- 3 بوفليح نبيل، «دور صناديق الثروة السيادية في تمويل إقتصاديات الدول النفطية: الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر»، رسالة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011، ص 98.
- 4 بوفليح نبيل، مرجع سابق، ص 99.
- 5 المنيف ماجد عبد الله، «صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية»، مجلة بحوث إقتصادية عربية، مجلة علمية فصلية محكمة تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الإقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد 47، صيف 2009، ص ص 54-72.
- 6 DEMAROLLE Alain & JOHANET Henri، «Rapport sur les fonds souverains»، 10/09/2008، <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/084000299/>
- 7 معهد الدراسات المصرفية، «صناديق الثروة السيادية»، نشرة نوعية يصدرها معهد الدراسات الكويتية، الكويت، السلسلة السادسة، العدد 5، ديسمبر 2013، ص 3، [http://www.kibs.edu.kw/upload/EDAAT\\_Dec\\_2013\\_782.pdf](http://www.kibs.edu.kw/upload/EDAAT_Dec_2013_782.pdf)
- 8 هزاع داود سليمان & محمد ناجي، «الصناديق السيادية ودورها في الإقتصاد العالمي»، 2012-02-12، [http://www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/kufa\\_arts/article/view/304](http://www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/kufa_arts/article/view/304)
- 9 بوفليح نبيل، مرجع سابق، ص 104.
- 10 أياد حماد، «إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط»، 2010/11/03، <http://www.tahasoft.com/Library/568.pdf>
- 11 بوفليح نبيل، مرجع سابق، ص 104.
- 12 هزاع داود سليمان & محمد ناجي محمد، مرجع سابق، ص ص 192-193.
- 13 SAMAMA Frédéric & BOLTON Patrick، «Les fonds souverains : de menace à opportunité»، 30/06/2011، <http://www.tnova.fr/note/les-fonds-souverains-de-menace-opportunit>
- 14 لسولوس مبارك & بن عبد العزيز بن حمودة فطيمة، «قراءة في الصناديق السيادية مع إسقاط حالة الجزائر»، مجلة الأبحاث الإقتصادية، مجلة علمية دولية متخصصة تصدر عن كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، العدد 6، جوان 2012، ص 50. ، ص ص 50-64.
- 15 ارجع إلى:
  - بوفليح نبيل، مرجع سابق، ص 105؛
  - & هزاع داود سليمان & محمد ناجي، مرجع سابق، ص 198.
- 16 هشام حنضل عبد الباقي، «رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والإقتصادية في مجلس التعاون لدول الخليج العربي»، مجلة التعاون لدول الخليج العربي، تصدر عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربي، العدد 19، مارس 2010، ص ص 24-49، 2010-04-20، <http://www.gcc-rg.org>



- 17 هزاع داود سليمان & محمد ناجي محمد، مرجع سابق، ص 198.
- 18 أودابيرداس، عنان مزارعي & هان فان ورهورن، «اقتصاديات صناديق الثروة السيادية: قضايا لصناع السياسيات»، 2010/04/20، <http://www.Inf.org/external/Arabic/pubs/nft/books/2010/swfexta.pdf>
- 19 أياد حماد، مرجع سابق، ص 60.
- 20 النجار إبراهيم عبد العزيز، «الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي»، ط. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 18.
- 21 الشرفاوي عبد الحكيم مصطفى، «العولمة المالية وإمكانات التحكم: عدوى الأزمات المالية»، ط. دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 32.
- 22 خليل عبد القادر، «الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها المحتملة على الميزان التجاري الجزائري»، مجلة جديد الاقتصاد، مجلة دورية وطنية محكمة علمية إعلامية تصدر عن الجمعية الوطنية للإقتصاديين الجزائريين، الجزائر، العدد 04 ديسمبر 2009، ص ص 7-30.
- 23 قندح عدلي، «الأزمة المالية العالمية: الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة» مجلة إتحاد المصارف العربية، مجلة شهرية متخصصة تصدر عن إتحاد المصارف العربية، بيروت، العدد 335، أكتوبر 2008، ص ص 41-65.
- 24 قندح عدلي، مرجع سابق.
- 25 المتعارف عليه أن البنوك تقرض الزبائن من الدرجة الأولى، بالنظر إلى الإمكانيات والضمانات التي يمتلكونها لاسترداد قيمة القرض، لكن في الولايات المتحدة الأمريكية بإمكان البنوك أن تقدم قروضاً لفئة الزبائن من الدرجة الثانية، لكن بسعر فائدة أعلى بإعتبار أن عدم إسترداد قيمة القرض قائمة بصورة قوية، وهم الفئة المدرجون تحت إسم (NINJA)، No Job or Asset No Income، أي الفئة التي ليست لديها دخل، عاطلين عن العمل وليس لديها ضمانات.
- 26 بوفليج نبيل، «دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والإقتصادية»، مجلة بحوث إقتصادية عربية، مجلة علمية فصلية محكمة تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الإقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العددان 48-49 خريف 2009، شتاء 2010، ص ص 92-104.
- 27 بلطاس عبد القادر، «تداعيات الأزمات المالية العالمية، أزمة Subprime»، ط. دار النشر «Légende»، الجزائر، 2009، ص 41.
- 28 وهي:
- الصنف الأول يسمى (Senior) وهي المشتقة العليا، المنقطة بـ (AAA): المخاطر فيه قليلة جداً؛
  - الصنف الثاني: (Mezzanin) وهي المشتقة الوسطى المنقطة بـ (BBB): هذا الصنف يحمل مخاطر عالية، تتطلب مردودية أكبر؛
  - والصنف الثالث: يسمى (Equity) وهي المشتقة الدنيا، غير منقطة: المخاطر في هذا الصنف قوية جداً، وتتطلب مردودية أعلى.
- 29 بوفليج نبيل، مرجع سابق، ص ص 93-94.
- 30 قصبة نبال محمود، «تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة، الأسباب والتداعيات والعلاج»، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، مجلة علمية محكمة دورية - المجلد 28- العدد الأول، 10-02-2012، ص ص 531-569.

- 31** بن طلحة صليحة، «مدى مساهمة الصناديق السيادية في علاج الأزمة المالية الحالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر»، مجلة علوم الإقتصاد والتسيير والتجارة، مجلة علمية دولية محكمة تصدر عن كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، العدد 22 المجلد 1، 2010 ص ص 27-46.
- 32** بن طلحة صليحة، مرجع سابق.
- 33** المنيف ماجد عبد الله، «صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية»، مجلة بحوث إقتصادية عربية، مجلة علمية فصلية محكمة تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الإقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد47، صيف 2009، ص ص 54-72.