

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

### دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

أ.صفية بن قدور د.نبيل بوفليح  
جامعة الشلف

الملخص:

يهدف البحث إلى دراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية وعلاقتها بالاستقرار المالي، وهي عبارة عن أدوات استثمار حكومية طويلة الأجل، تعمل على استثمار فوائض احتياطات النقد الأجنبي غالبا نحو الخارج وتحقيق عوائد مالية مرتفعة، وهي ليس بالظاهرة الجديدة لكن عرفت نموا كبيرا عبر أنحاء العالم، وبلغ حجمها في نهاية 2015 ما يقارب 7.5 تريليون دولار حسب تقديرات معهد صناديق الثروة السيادية، وزاد الاهتمام أكثر بهذه الصناديق حول أهدافها ودورها في الاقتصاد العالمي مع الأزمة المالية العالمية 2008 و المساهمات التي قدمتها من أجل تجاوز آثارها، ومن خلال هذه الورقة سيتم إلقاء الضوء على أهم المفاهيم المتعلقة بصناديق الثروة السيادية، وإظهار كيف ساهمت الصناديق السيادية العربية في تخفيف آثار الأزمة المالية العالمية دوليا ومحليا، بالإضافة إلى عرض دورها في الاستقرار المالي للدول العربية في ظل انخفاض أسعار البترول مع نهاية 2014.

الكلمات المفتاحية: صناديق الثروة السيادية، الصناديق السيادية الخليجية، الأزمة المالية العالمية 2008، الاستقرار المالي.

Abstract:

The research aims to study the phenomenon of sovereign wealth funds and their relationship to financial stability, which is government investment vehicle for long term, and Invest surplus reserves often toward abroad with high financial returns, this funds are not a new phenomenon but it knew a growth around the world, its volume in the end of 2015 nearly 7.5 trillion dollar according to estimates of sovereign wealth fund institute, the attention about sovereign wealth fund is increased with his role during the financial crisis 2008, the aim of this paper is to highlight the conception of sovereign wealth fund, and the participation of the Arabic sovereign wealth fund during the global crisis 2008, and its role in the domestic financial stability with the current oil price crisis.

Key words: the sovereign wealth fund, the Gulf sovereign funds, the global financial crisis 2008, financial stability.

مقدمة:

تعمل صناديق الثروة السيادية على إدارة جانب من الفوائض المالية المحققة للدول، وذلك من خلال استثمار غالبيتها خارج الحدود الوطنية لتحقيق عوائد عالية وتنويع مداخيل الدولة، وتنوع هذه الصناديق حسب طبيعتها، أهدافها ومصادر تمويلها، وقد نمت أصول هذه الصناديق على المستوى الدولي وذلك لعدة أسباب من بينها العولمة وما خلفته من تحرير لرؤوس الأموال وانفتاح الأسواق المالية، وازدهار التجارة العالمية، ارتفاع أسعار المواد الأولية أهمها البترول، هذا ما سمح بتكوين فوائض مالية معتبرة لدى بعض الدول خاصة العربية منها والآسيوية، مما دفع بإنشاء المزيد من صناديق الثروة السيادية كآلية لاستغلال هذه الفوائض، وكانت هذه الصناديق ومازالت محل اهتمام ونقاش خصوصا في ظل عدم الاستقرار المالي العالمي، وأهمها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وما خلفته من خسائر على الاقتصاد العالمي، إضافة إلى الأزمة الحالية التي تشهدها أسعار النفط وذلك منذ نهاية عام 2014، وتتمحور إشكالية المقالة حول مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في التخفيف من حدة تأثير الأزمات المالية العالمية بالتركيز على أزمتي 2008 و 2014 وبالتالي تحقيق استقرار مالي، ومن أجل معالجة جوانب الموضوع تم تقسيمه للمحاور التالية:

المحور الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية وأثرها على الاقتصاد المحلي والعالمي

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

المحور الثاني: تأثير الأزمات على الاستقرار المالي للدول العربية، أزميتي 2008 و2014 نموذجاً.

المحور الثالث: مساهمات صناديق الثروة السيادية العربية خلال أزميتي 2008 و2014.

المحور الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية وأثرها على الاقتصاد المحلي والعالمي

### 1- مفاهيم عامة حول صناديق الثروة السيادية

صناديق الثروة السيادية ليست بالظاهرة الجديدة على الساحة المالية العالمية، إذ ترجع نشأتها إلى خمسينيات القرن العشرين، عندما أقدمت الكويت بإنشاء "مكتب الاستثمار الكويتي" KIO "Kuwait Investment Office" سنة 1953 ثماني سنوات قبل حصولها على الاستقلال من الانتداب البريطاني والذي يسمى حالياً "هيئة الاستثمار الكويتي" "Kuwait Investment Authority" KIA، أين أخذت مسؤولية استثمار الفوائض الناتجة عن المداخيل البترولية،<sup>1</sup> واستخدام مصطلح "Sovereign Wealth Fund" لأول مرة عام 2005 في مقال للاقتصادي الروسي "Andrew Rozanov" تحت عنوان: "Who holds the wealth of nations?" "من يملك ثروة الأمم؟"،<sup>2</sup> وقد أطلقت على الفوائض قبل ذلك "إعادة تدوير الفوائض النفطية" أو "البترودولار"<sup>3</sup> ويعني ذلك استثمار الفوائض المتحققة من النفط في الدول الغربية والولايات المتحدة الأمريكية<sup>4</sup>.

لا يوجد تعريف شامل ومقبول من طرف جميع الاقتصاديين والهيئات الدولية حول ما يعرف بصناديق الثروة السيادية، وذلك نظراً لتعدد أهدافها وطبيعتها.

فقدت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية\* تعريفاً لصناديق الثروة السيادية على أنها: "صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، 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> وقد استبعد معهد صناديق الثروة السيادية\*\* الأصول التي لا يمكن اعتبارها ضمن صناديق ثروة سيادية وهي: "احتياطات النقد الأجنبي المملوكة للسلطات النقدية لتحقيق أغراض تقليدية متعلقة بميزان المدفوعات والسياسة النقدية، المؤسسات المملوكة للدولة (SOEs). بمفهومها التقليدي، صناديق تقاعد موظفي الحكومية، أو الأصول المدارة لصالح الأفراد"<sup>6</sup>.

وبالتالي يوجد خصائص مميزة لأغلبية صناديق الثروة السيادية تميزها عن هيئات مالية أخرى وهي:<sup>7</sup>

- ✓ يتم امتلاكها أو السيطرة عليها من طرف الدولة، وهو معيار السيادية؛
- ✓ تتولى إدارة احتياطات الصرف الأجنبي للدولة، هذه الاحتياطات تأتي من صادرات المواد الأولية أو المواد المصنعة، أو فوائض الميزانية، وتدار بطريقة منفصلة عن الاحتياطات الرسمية للسلطات النقدية ما يجعلها مختلفة عن البنوك المركزية؛
- ✓ تعمل على تحقيق أهداف اقتصادية كلية محددة، تتمثل أساساً في تنويع الناتج المحلي الخام أو الادخار للأجيال القادمة؛ وعموماً لا تتدخل صناديق الثروة السيادية بطريقة مباشرة في السياسات المتعلقة بالاقتصاد الكلي للدولة المنشئة لها، ولكن هناك ثلاثة حالات يستثنى منها ذلك وهي:<sup>8</sup>

- تحويل أموال للموازنات العامة من أجل تلبية حاجات طارئة.

- تقديم دعم مالي للبنوك المركزية لسد حاجات استثنائية متعلقة بميزان المدفوعات أو السياسة النقدية.

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

- التدخل لضمان استقرار مؤسسات أو شركات محلية تقوم بدور محوري للاقتصاد.

- ✓ تتبع استراتيجيات استثمار طويلة الأجل، وهو ما يدفعها إلى تحمل المخاطر؛
  - ✓ تستثمر أساسا في الأصول الأجنبية، وبالتالي استبعاد الصناديق التي تستثمر فقط في الأصول المحلية؛
  - ✓ ليس لديها التزامات دورية واجبة السداد شبيهة بالتزامات صناديق المعاشات.
- أنشئت صناديق الثروة السيادية لتحقيق غرض رئيسي وهو حماية الثروة ونقلها للأجيال القادمة، ويندرج ضمن هذا الغرض أهداف عديدة تتحدد أهمها في النقاط التالية:<sup>9</sup>
- ✓ حماية الموازنة العامة والاقتصاد 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، وهذا هو الهدف الأساسي للصناديق السيادية السلعية كهيئة الكويت للاستثمار، صندوق ضبط الموارد في الجزائر، 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 "بالممرض 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 المثال في كل من صندوق الثروة الروسي، 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 ليتم 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.
  - ✓ تقديم 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 khazanah الماليزي، صندوق الاستثمار العمومي في السعودية، صندوق مبادلة في أبو ظبي، شركة الاستثمار لدبي، هيئة قطر للاستثمار.
- وقد قسم صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية حسب أهدافها إلى خمسة أنواع أساسية وهي صناديق الاستقرار المالية العامة، صناديق الادخار للأجيال القادمة، مؤسسات استثمار الاحتياطات، صناديق التنمية، صناديق طوارئ احتياطات التقاعد، وتجدر 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

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

المتراكمة تجاوزت على نحو متزايد المبالغ المطلوبة لتحقيق استقرار المالية العامة على المدى القصير أو الحد من تأثير تدفقات العملات الأجنبية الداخلة.<sup>10</sup>

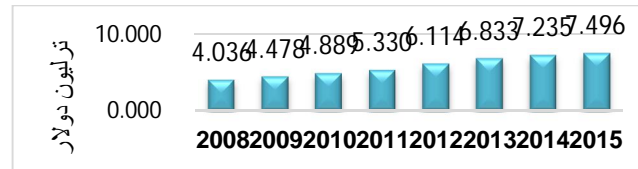
أما حسب مصادر تمويلها فقد قسمت إلى نوعين أساسيين وهما الصناديق السلعية وتسمى أيضا بصناديق النفط، لأن مصادرها تأتي بصفة أساسية من مداخيل البترول، إضافة إلى مصادر طبيعية أخرى كالغاز والمعادن (فحسب احصائيات معهد صناديق الثروة السيادية لسنة 2015 فإن ما نسبته 57,40% من الحجم الإجمالي للصناديق هي عبار عن صناديق سلعية<sup>11</sup>)، والصناديق غير السلعية التي تمول إما عن طريق التحويل المباشر لجزء من احتياطات الصرف الأجنبي، فوائض المالية العامة، مداخيل الخوصصة<sup>12</sup>.

## 2- أثر نشاط صناديق الثروة السيادية على المستوى المحلي والعالمي

## 2-1- حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية

يوجد الكثير من الغموض حول الحجم الحقيقي للأصول المدارة من قبل الصناديق السيادية، نظرا لقلّة المعلومات في بعض منها، إضافة إلى اختلاف الهيئات المصنفة لهذه الصناديق على أنها صناديق سيادية أو اعتبارها هيئات مالية مملوكة للدولة فقط، والشكل الموالي يظهر تطور حجم الأصول المدارة من قبل الصناديق السيادية على النحو التالي:

الشكل رقم (1): تطور أصول صناديق الثروة السيادية عالميا



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> تاريخ الاطلاع: 2015/02/03

2015/02/03

يظهر الشكل أعلاه تزايد حجم الأصول المدارة من قبل الصناديق السيادية على مستوى العالم، بحيث بلغت نسبة الزيادة في الأصول من سنة 2008 إلى 2015 حوالي 85%، وذلك نظرا للزيادة في عدد الصناديق المنشأة عبر العالم وزيادة حجم الأموال الموجهة لهذه الصناديق، وذلك بفعل تحسن أسعار المحروقات وعلى رأسها البترول، باعتبار أن غالبية صناديق الثروة السيادية هي صناديق سلعية يتم تمويلها من فوائض صادرات الموارد الطبيعية.

يظهر الشكلين المواليين 2 و3 حجم استثمارات الصناديق السيادية، وتوزيع قيمتها بين الاقتصاد المحلي والخارجي، على النحو التالي:

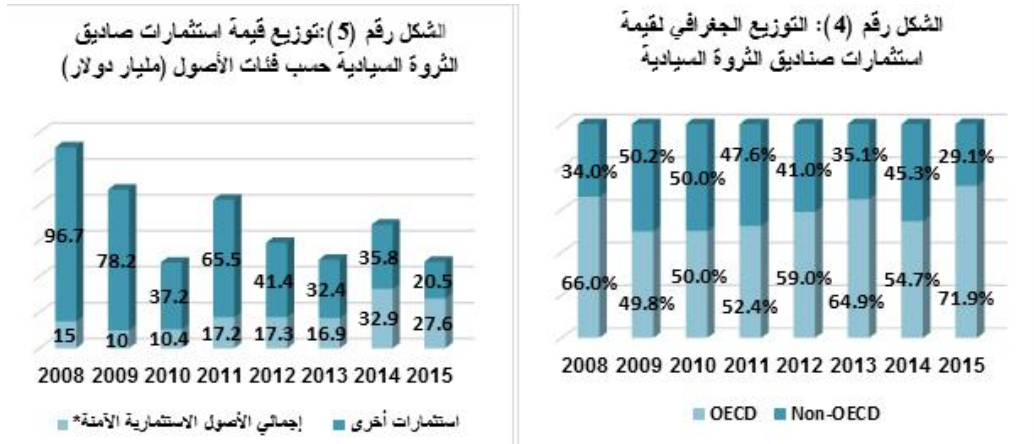


المصدر: Bocconi University, The sky did not fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015, Baffi Carefin Centre on international markets, banking, Finance and regulation, Milan, p16, 31.

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

يتضح من خلال الشكل رقم (2) تراجع قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية خصوصا بعد سنة 2008، وهي كنتيجة لآثار الازمة المالية العالمية 2008، وصولا لسنة 2011 أين شهدت ارتفاع في قيمة الاستثمارات بنسبة تقريبا 73% مقارنة بسنة 2010، كما عرفت قيمة الاستثمارات نوعا من التذبذب بفعل الاضطرابات التي شهدتها وتشهدها الساحة المالية الدولية من أزمة منطقة اليورو، إلى الأزمة النفطية في أواخر 2014، من ناحية أخرى يظهر الشكل رقم (3) أن ما نسبته 60% إلى 80% من استثمارات الصناديق السيادية تتجه نحو الخارج.

يظهر الشكلين 4 و5 التوزيع الجغرافي والقطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية كما يلي:



المصدر: Bocconi University, Ebid., pp 20, 28.

\* تتضمن الأصول الاستثمارية الآمنة كل من البنية التحتية، الخدمات، العقارات، مطاعم، فنادق.

تتجه استثمارات صناديق الثروة السيادية بنسبة تقوف 50% نحو دول منظمة التعاون الاقتصادي، كما أن استثماراتها تتجه بشكل كبير نحو الأصول الأقل أمانا (كأسهم، الديون الخاصة)، ولكن ما نلاحظه هو الزيادة المستمرة في حجم الاستثمارات في الأصول الأكثر أمانا خصوصا سنتي 2014 و2015.

## 2-2- أثر نشاط صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد المحلي

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 والمصدقية 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>13</sup>

تساهم صناديق الثروة السيادية بدور مهم في استقرار الاقتصاد المحلي، إذ تعتبر حل أمثل لحماية الاقتصاد من تقلبات العوائد المرتبطة بالصادرات، واستيعاب الانخفاض المؤقت لأسعار الموارد الطبيعية، وبالتالي إيجاد تغطية كلية (macro-couvertures) للاقتصاد المحلي، وعلى هذا الأساس تفضل صناديق الثروة السيادية الاستثمار في قطاعات ضعيفة الارتباط مع أسعار الموارد الطبيعية (كالإقطاع المالي، العقارات، الاتصالات)، وبفضل هذه الآلية الجديدة في إدارة الفوائض المالية تستطيع صناديق الثروة السيادية مواجهة الضغوط التضخمية، وتجنب الاضطرابات في الاقتصاد نتيجة التدفقات الكبيرة

للأموال.<sup>14</sup>

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمى

2-3- أثر نشاط صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد العالمى

يتحدد تأثير صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد العالمى من خلال عدة قنوات أو آليات تتحدد أساسا فيما يلي:

- ✓ التأثير من خلال آجال الاستثمار: تستثمر صناديق الثروة السيادية على المدى الطويل، وبالتالي تحملها للتقلبات المالية قصيرة الأجل، وبالتالي 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>15</sup>
- ✓ التأثير من خلال تنوع الاستثمارات: تدار احتياطات الصرف الأجنبي تقليديا بناء على من معياري الأمان والسيولة، وتحمل 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، وبمكنتها المساهمة من التخصيص الأمثل للدخار العالمى إذا كانت تعمل بعيدا عن الاعتبارات السياسية، وتخفيف قيود التمويل على المؤسسات المستهدفة<sup>16</sup>، يسمح التنوع لصناديق الثروة السيادية توزيع المخاطر في محفظتها عبر مجموعة من الأصول والعملات، وبالتالي تقليل اعتمادها على سعر أصل واحد (كأسعار البترول)، كما يمكنها تقديم أفضل تغطية لاستثماراتها، وتكوين صناديق الثروة السيادية لمحافظة أكثر توازنا ليس من شأنه فقط تحقيق عوائد أكبر وإنما توفير تغطية ضد تقلبات السوق واستقرار في مداخيلها.<sup>17</sup>

- ✓ الصناديق السيادية والاتجاهات الجديدة لتدفقات الأموال العالمية: تساهم صناديق الثروة السيادية في إقامة التوازن العالمى، من خلال توجيه تدفقات رأس المال من دول ذات فائض مالى (الشرق الأوسط، الصين) إلى دول ذات عجز مالى (الولايات المتحدة الأمريكية) وذلك لتوظيف فائض الادخار لديها، كما تساهم في توزيع الفقاعة المالية الناتجة عن عدم التوازن المالى العالمى على مجموعة واسعة من الأصول المالية، وأيضا تصحيح المالية العامة للدول الغربية ودعم النمو العالمى طويل الأجل.

هناك مخاوف للدول الغربية من استثمارات صناديق الثروة السيادية ومدى تأثيرها على استقرار المالى العالمى أهمها ضعف الشفافية والافصاح ومدى اتباعها لأهداف جيوسياسية من وراء استثماراتها، وكذا اتباعها لسلوك القطيع بحيث تركز أكبر المبالغ في يد فئة قليلة من الصناديق السيادية.

المحور الثانى: تأثير أزمة 2008 و2014 على الاستقرار المالى للدول العربية

تعرف مؤسسة النقد العربى السعودى الاستقرار المالى بأنه: "حالة يتميز فيها النظام المالى بالثقة بعدم حدوث انقطاع كبير أو اضطرابات في أدائه، كما يجب أن يكون لدى النظام المالى القدرة على تحمل الصدمات وإنجاز العمليات المالية وممارسة دوره كوسيط مالى واستثمارى بين كافة المشاركين بسلاسة"<sup>18</sup>

تعتبر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من أكبر الأزمات المالية بعد أزمة الكساد العظيم 1929، كما شهدت الفترة الأخيرة انخفاض في أسعار المحروقات ابتداء من نهاية 2014، وتواصل هذا الانخفاض شكل أزمة بالنسبة للدول النفطية خاصة العربية منها.

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمى

1- الأزمة العالمية 2008

ظهرت الأزمة المالية العالمية 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة لفقاعة سعرية في سوق الرهن العقاري "Mortgage Crisis"، ولكن جذورها بدأت من طبيعة النظام المالي والمصرفي الأمريكي المتحرر، وساعد على انتشارها تكامل الأسواق المالية والعولمة المالية والعدوى والتطور الهائل في المبتكرات المالية.<sup>19</sup>

تعددت الأسباب التي أدت إلى إحداث الأزمة المالية العالمية 2008 وفيما يلي ذكر لأهمها:

✓ رداءة وأخطاء العمل المصرفي الاستثماري الأمريكي: في عام 1938 أنشأت الحكومة الأمريكية المؤسسة الفيدرالية للرهن العقاري الوطني المعرفة باسم "فاني ماي"، 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، ثم في عام 1970 تم إنشاء مؤسسة أخرى للرهن العقاري هي "فريدي ماك"، تلك المؤسسة التي عملت كمنافس رئيسي لفاني ماي، بشكل عزز من الطلب على شراء الرهون من البنوك والمصارف التجارية، بما أدى إلى تقديم تسهيلات إضافية للبنوك ل طرح والتوسع في المزيد من الرهون حتى لعملاء ذوي ملاءة أضعف. وفي المقابل ظهر خمس لاعبين رئيسيين كبنوك استثمارية مسيطرة على قطاع الصيرفة الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية وهم: غولدمان سكس، مورغان ستانلي، ميريل لينش، ليمان براذرز، وبيير ستيرنز، وقد أدى سوء استخدام سلطة الإدارة سواء في هاتين المؤسستين الرسميتين أو في هؤلاء الخمس الكبار إلى نمو كبير في الجانب النقدي بشكل كبير عن حدود الجانب العيني المتمثل في العقارات المرهونة فعليا، بشكل أدى إلى ظهور فقاعة هائلة في التوريق أو إصدار سندات الرهن، وسرعان ما انتقلت هذه الفقاعة من السوق الأمريكي إلى الأسواق الدولية بفعل هؤلاء الخمس الكبار.<sup>20</sup>

✓ الرهن العقاري الرديء في الاقتصاد الأمريكي: نظرا لضخامة الأموال التي أهملت على السوق الأمريكي نتيجة رؤية الاقتصاد الأمريكي كأعلى أمانا وأكثر دقة في الحفاظ على هذه الأموال، فقد بدأت البنوك الأمريكية تبحث عن مصادر لاستخدام وتشغيل هذه الأموال، وبشكل أو بآخر فقد تم التركيز على الإقراض العقاري،<sup>21</sup> وتم ذلك بعد انهيار الأسهم من جراء فقاعة الانترنت في عام 2000، ومع التوسع في القروض العقارية ازداد معدل ارتفاع أسعار العقار حتى تجاوزت 20% سنويا، واتجهت هذه القروض إلى الأشخاص منخفضي الملاءة الائتمانية، وانتشرت هذه القروض لأنها بالرغم من مخاطرها تتضمن ربحا أعلى للمقرضين، ولأن المقرض يفترض استمرار الارتفاع في أسعار العقار، وهذا ما يجعل استرداد القرض ميسورا في حالة التعثر، من خلال بيع العقار أو إعادة تمويله، كما أن وسائل الهندسة المالية شجعت أيضا على التوسع في هذه القروض، ولذلك تضاعف حجم القروض منخفضة الملاءة من نحو 6% من إجمالي قروض الإسكان الممنوحة في 2001 إلى نحو 24% في 2006، وتشير التقارير إلى أن نسبة التعثر المتوقع في هذه القروض خاصة التي منحت في 2006 تصل إلى 30%، بينما تلك التي منحت في 2007 تصل إلى 49%، ومن المهم التأكيد بأن غالبية قروض الرهن العقاري لمنخفضي الملاءة لم تكن لشراء منازل، وإنما إعادة تمويل منازل مملوكة أصلا للمقرضين، بحيث بلغت نسبتها تقريبا 60%-70% من إجمالي القروض منخفضة الملاءة خلال 2001-2007، ومعظم القروض التي منحت لمنخفضي الملاءة (تصل إلى 80%) كانت بفائدة متغيرة مرتبطة بالفائدة التي يفرضها الاحتياطي الفيدرالي، بحيث يتم تسديد الفوائد فقط في الفترة الأولى دون أي جزء من رأس المال، وهذا يجعل الأقساط الواجب سدادها منخفضة في البداية، لكنها ترتفع لاحقا مع ارتفاع الفوائد ومع احتساب

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

رأس المال، ولكن عندما بدأت أسعار العقار بالتراجع في أوائل 2007 وسبقها ارتفاع معدلات الفائدة، لم يكن هناك مناص من التعثر والافلاس، وقد أدى تعثر هذه الفئة إلى إفلاس عدد كبير من مؤسسات التمويل العقاري، ثم انهيار كبرى المصارف الأمريكية<sup>22</sup>.

✓ دور وكالات التصنيف الائتماني: يتم تحديد جودة السندات التي يتم توريقها من قروض الرهن العقاري من خلال إحدى وكالات التصنيف الائتماني مثل (ستاندر أند بورز، فيتش وموديز)، ويتم التصنيف بالاعتماد على العديد من المعطيات كجودة محفظة القروض، التوزيع الجغرافي للقروض المكونة للمحفظة، متوسط سعر الفائدة، مدى احتمال سداد القروض، ورغم أن القروض العقارية ذات مخاطر مرتفعة، إلا أن وكالات التصنيف الائتماني قامت بمنح السندات التي تضم مجموعة من القروض العالية المخاطر تصنيفا مرتفعا (AAA) متحملة بذلك جزءا كبيرا من مسؤولية حدوث الأزمة<sup>23</sup>، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض له أو على الأقل كانت غير مدركة له آنذاك لذلك عندما ظهرت حالات العجز عن السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية متحملة بذلك مخاطر الائتمان<sup>24</sup>.

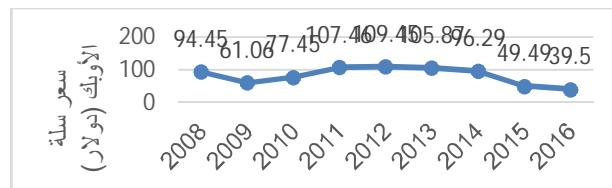
✓ ضعف الرقابة المالية: السبب الآخر للأزمة المالية العالمية يعود إلى ضعف الرقابة المالية مقارنة بما كانت عليه قبل موجة تحرير القطاع المالي، ومن أهم مظاهر التراجع في الرقابة المالية تراجع نسبة الإقراض التي تخضع لنوع أو آخر من أنواع الرقابة من حوالي 80% قبل عشرين عاما إلى أقل من 25% في عام 2006، ومن مظاهر هذا التراجع كذلك تعدد الجهات الرقابية بين اتحادية ومحلية وعدم كفاءة مواردها البشرية لمتابعة التطورات الحاصلة في الأدوات الاستثمارية، وأخيرا هناك التوجه السياسي الذي شجع كل أمريكي على تملك بيته مما أدى إلى تساهل هذه المؤسسات في قيامها بدورها لحسابات سياسية لا مبررات اقتصادية لها<sup>25</sup>.

بلغت الخسائر المترتبة عن الأزمة المالية العالمية أرقاما كبيرة، فوفقا لكبير الاقتصاديين في البنك الدولي، بلغت خسائر أسواق الأسهم العالمية في 2008 أكثر من 30 تريليون دولار، في حين خسرت أسواق العقار في العام نفسه أكثر من 30 تريليون أخرى<sup>26</sup>، وانعكست الأزمة المالية على معظم اقتصاديات دول العالم حتى أصبحت تلقب بالأزمة المالية العالمية، وبما أن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها تأثرت بهذه الأزمة، وإن مدى تأثير الدول العربية اعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين الدول العربية والعالم الخارجي<sup>27</sup>.

## 2- أزمة انخفاض أسعار النفط 2014

يعتبر النفط من السلع الاستراتيجية المهمة، وتعتمد على إيراداته معظم الدول العربية النفطية 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، ويمكن إظهار انخفاض أسعار سلة أوبك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (6): تغيرات أسعار سلة أوبك



المصدر: [http://www.opec.org/opec\\_web/en/data\\_graphs/40.htm](http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/40.htm)



## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمى

رغم أن هناك اتفاق على أن انخفاض أسعار النفط خلال سنة 2014 واستمراره لسنة 2015 فاجأ الاقتصاد العالمى وأنشأ تداعيات غير مرغوب فيها على اقتصاديات الدول المصدرة له، إلا أن هناك اختلافاً حول أسباب الانخفاض ومحفزاته،<sup>28</sup> فمن هذه الأسباب نجد:

✓ أسباب اقتصادية تتعلق بالعرض والطلب: من خلال وفرة المعروض النفطى في سوق النفط العالمية نتيجة زيادة إنتاج 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 العالمى في خفض أسعار النفط.<sup>29</sup>

فتاريخياً منذ عام 2002 بدأت أسعار النفط في الارتفاع، وذلك لسببين هما صعود الصين والهند وغيرها من دول شرق آسيا وبالتالي ارتفاع الطلب، ونقص الامدادات من دول كانت مضطربة سياسياً في الشرق الأوسط كالعراق وليبيا، ونظراً إلى تأخر استجابة العرض للطلب حينئذ أدى ذلك إلى ارتفاع الأسعار، ولكن في الوقت نفسه كانت ثمة متغيرات تجري بسرعة، فارتفاع الأسعار أدى إلى حفز الاستثمارات لاستخراج النفط من مكامن كان يصعب استخراجها منها من قبل بسبب ارتفاع التكلفة، ونعني بذلك تحديداً النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية، والنفط الرملي في كندا،<sup>30</sup> وتراوح تكلفة إنتاجه ما بين 50 و70 دولار للبرميل، وقد بزرت صناعة النفط الصخري بشكل ملحوظ منذ عام 2012 تقريباً، 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 اعتدته وسيلة لتحقيق الاكتفاء الطاقوي الذاتي وفك الاعتماد على النفط المستورد، وقد ازداد إنتاج النفط الصخري أو النفط المحصور نحو مليون برميل يومياً في أمريكا الشمالية، بحيث وصل معدل إنتاجه نحو 3.4 مليون برميل يومياً خلال عام 2014 ما يزيد عن إنتاج العراق ثاني أكبر دولة منتجة في منظمة "أوبك" بعد السعودية،<sup>31</sup> وفي المقابل لم يشهد إنتاج دول "أوبك" أي تغير، فهو قد تركز في مستوى 30 مليون برميل يومياً، وهكذا فإن كمية المعروض اليومي من النفط خلال 2012-2013 ازدادت ازدياداً ملحوظاً، لكن الطلب ازداد أيضاً مدفوعاً بالأداء القوي للاقتصاديات القيادية في العالم (الصين والهند) خلال الفترة، مع وجود حالة تفاقلية باستمرار الوضع على ما هو عليه في الفترة المستقبلية، عززتها عمليات مضاربة في الأسواق المالية ساهمت في رفع الأسعار، وفي منتصف عام 2014 بدأت الأسعار بالانخفاض، بسبب انخفاض الطلب العالمى نتيجة تباطؤ الاقتصاد الصيني وعد قدرة اقتصاد منطقة اليورو على التعافي من أزمتها، وبما أن العرض حافظ على تراكمه، انخفض السعر وفقاً لمعادلة العرض والطلب.<sup>32</sup>

✓ أسباب جيوسياسية: تلعب كل من أساسيات السوق (قوى العرض والطلب) والقرارات الحكومية على حد سواء أدواراً هاماً في تفسير تقلبات سوق النفط،<sup>33</sup> ففي الماضي عند أي هبوط حاد في أسعار النفط، كانت منظمة "أوبك" تقرر دوماً خفض الإنتاج فوراً لدعم أسعاره (دور المنتج المرجح)، أما في الاجتماع 166 في 27 نوفمبر 2014، فقررت "أوبك" بضغط قوي من المملكة العربية السعودية عدم خفض الإنتاج،<sup>34</sup> ويرجع سبب التحلي عن سياسة "المنتج المرجح" إلى أسباب عدة، منها جيوسياسي بحث 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

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

تغيير ميزان القوى في أوروبا الشرقية لمصلحة روسيا ثانية بعد تغلغل نفوذ منظمة الـ "ناتو" منذ انهيار الاتحاد السوفيتي،<sup>35</sup> ويمكن أيضا 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>36</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 واهتمت الأسعار إلى ما دون 10 دولار للبرميل، وقررت التخلي عن تأدية دور المنتج المرجح ما لم يتحمل منتجو النفط الآخرون تكاليف خفض الإنتاج،<sup>37</sup> وبالتالي التغير في استراتيجية أوبك نحو استهداف الحصص بدلا من استهداف الأسعار.<sup>38</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 الإنتاج في الاجتماع الذي عقد في الدوحة في إبريل 2016، وذلك لسبب عدم رغبة بعض المنتجين في الالتزام بتجميد الإنتاج.<sup>39</sup>

### 3- أداء السوق المالي للدول العربية خلال 2008 و2014

يمكن الاعتماد في قياس أداء الأسواق المالية العربية على المؤشر المركب لصندوق النقد العربي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة، ويمكن تلخيص قيم المؤشر من خلال الجدول الموالي:

#### الجدول رقم (1): تطور أداء الأسواق المالية العربية من 2008 إلى 2015

Dec2015	Dec2014	Dec2013	Dec2012	Dec2011	Dec2010	Dec2009	Dec2008	
197.1	320.9	298.4	226.4	213.4	240	196.2	166.2	المؤشر المركب "COM"

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع لسنوات 2013، 2014، 2015،

2012، 2011، ص7.

يظهر المؤشر العام للسوق المالي للدول العربية منخفضا مع نهاية 2008 وهو ما يعكس تأثيرها من جراء الأزمة المالية العالمية 2008 خاصة الخليجية منها، نظرا لدرجة الانفتاح في أسواقها، لكن شهد المؤشر نوع من التحسن بعد ذلك، ثم تراجع خلال الفترة 2011 نظرا للأوضاع السياسية غير المستقرة التي شهدتها الدول العربية (أحداث مصر)، ثم شهد انخفاضا حاد يقدر بـ 123.8 نقطة من نهاية 2014 إلى نهاية 2015 نظرا للانعكاسات تدهور أسعار النفط على أداء الأسواق المالية العربية.

### المحور الرابع: دعم صناديق الثروة السيادية العربية للاستقرار المالي خلال أزميتي 2008 و2014

#### 1- نظرة حول أهم الصناديق السيادية العربية

أدى ارتفاع أسعار النفط وتراكم الفوائض المالية نتيجة لذلك في العديد من الدول العربية إلى إنشاء صناديق سيادية كآلية لتوظيف هذه الفوائض، والجدول الموالي يظهر تقديرات لحجم الأصول المدارة من طرف أكبر الصناديق السيادية العربية:

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمى

الجدول رقم (2): أهم الصناديق السيادية العربية للتلاشي الأول 2016

الدولة	اسم الصندوق	تاريخ النشأة	حجم الأصول (مليار دولار)	المصدر	مؤشر الشفافية*** Linburg-maduell
الامارات	هيئة أبو ظبي للاستثمار	1976	792	البترول	6
	مؤسسة دبي للاستثمار	2006	196	غير سلمي	5
	مجلس أبو ظبي للاستثمار	2007	110	البترول	غير محدد
	شركة الاستثمارات البترولية الدولية	1984	66.3	البترول	9
	شركة مبادلة للتنمية	2002	66.3	البترول	10
	جهاز الإمارات للاستثمار	2007	15	البترول	3
	هيئة رأس الخيمة للاستثمارات	2005	1.2	البترول	3
السعودية	مؤسسة النقد العربي السعودية	غير محدد	598.4	البترول	4
	صندوق الاستثمارات العامة	2008	160	البترول	4
الكويت	الهيئة العامة للاستثمار	1953	592	البترول	6
قطر	جهاز قطر للاستثمار	2005	335	البترول والغاز	5
عمان	صندوق الاحتياطي العام للدولة	1980	34	البترول والغاز	4
	صندوق الاستثمار العماني	2006	6	البترول	4
البحرين	شركة ممتلكات القابضة	2006	10.6	غير سلمي	10
مجموع أصول الصناديق السيادية الخليجية		2982.2 مليار دولار			
ليبيا	المؤسسة الليبية للاستثمار	2006	66	البترول	1
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	2000	50	البترول والغاز	1
مجموع الأصول الصناديق السيادية العربية****		3098.2 مليار دولار			
الحجم العالمى لصناديق الثروة السيادية		7400 مليار دولار			

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على بيانات معهد صناديق الثروة السيادية (SWF Institute) على الرابط:

http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings، تاريخ الاطلاع: 2016/03/15.

يظهر الجدول أعلاه استحواذ الدول الخليجية على الحصة الأكبر من أصول الصناديق السيادية العربية (2.982 ترليون دولار) التي تمثل أكثر من 90%، في حين 40% من حجم الأصول العالمية لصناديق الثروة السيادية لسنة 2016 (7.4 ترليون دولار)، كما احتلت هيئة أبو ظبي للاستثمار المرتبة الثالثة عالميا بعد كل من صندوق المعاشات الإجمالي النرويجي (850 مليار دولار)، وشركة الاستثمار الصينية (813.8 مليار دولار)، تليها مؤسسة النقد العربي السعودية في المرتبة الرابعة عالميا، ثم الكويت في المرتبة الخامسة، وتجدر الإشارة إلى أن الأرقام المبينة في الجدول أعلاه هي تقديرية، باعتبار أن معظم الدول العربية لا تقدم تقارير دورية تتمتع بالشفافية بخصوص حجم أصولها واستراتيجياتها الاستثمارية وهو ما يعكسه انخفاض مؤشر الشفافية في العديد منها.

تدار الاستثمارات الخارجية للصناديق السيادية العربية وخاصة الخليجية منها بصورة محفظة استثمارية تساهم في قطاعات اقتصادية مختلفة وبنسب متفاوتة، بحيث تركز استثماراتها في الدول المتقدمة،<sup>40</sup> ويوضح كلا الشكلين (7) و(8) توزيعات استثمارات صناديق الثروة السيادية العربية جغرافيا وحسب فئات الأصول على النحو التالي:

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي



المصدر.: Preqin, 2015 preqin Sovereign Wealth Fund review: Exclusive Extract, june 2015.

-Bocconi University, op-cit, P36.

يوضح التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصناديق السيادية العربية أنها تتجه بنسبة كبيرة نحو أوروبا بحجم 10.17 مليار دولار، تليها منطقة آسيا (بمجمعة) بحوالي 9.74 مليار دولار، في حين تتوزع محفظة استثماراتها على مجموعة متنوعة من الأصول بحيث تحتل كل من الأسهم، العقارات، البنية التحتية، وأصول الدخل الثابت النسبة الأكبر.

تعتبر الاستثمارات الخليجية في ألمانيا على سبيل المثال لا الحصر إحدى أبرز الاستثمارات الواعدة لتلك الصناديق، إذ استحوذت قطر على نحو 15% من أسهم شركة "فولكس فاغن" لصناعة السيارات، كما قامت بشراء نحو 10% من أسهم شركة "هوكتيف"، وهي إحدى أكبر شركات البناء الألمانية، كما تمتلك قطر حصة في شركة "سيمنس" الألمانية، ونحو 6% في أكبر المصارف الألمانية "الدويتشه بنك" من خلال صفقة بلغت قيمتها 1.75 مليار يورو، كما شملت استثمارات أبو ظبي امتلاكها نحو 29% من شركة طيران "إير برلين"، واستثمارات أخرى في مجال الطاقة المتجددة والصناعات الالكترونية الدقيقة، إذ تمتلك "مبادلة" شركة "جلوبال فاوندرز" لصناعة أشباه الموصلات وهي مواد أساسية في صناعة الأجهزة الالكترونية والرقمية، توجد 6 مرافق منها في مدينة درزدن الألمانية، كما تمتلك الكويت نحو 6% من الشركة الألمانية "دايملر" لصناعة السيارات.<sup>41</sup>

## 2- مساهمات صناديق الثروة السيادية العربية خلال الأزمة المالية العالمية 2008

نص تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادي (OCDE) الذي صدر في أبريل 2008 على أن "مساهمة صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة في المنطقة كانت لها أثر إيجابي في تحقيق الاستقرار المالي لتدخلها في الأوقات الحرجة، من خلال ضخ الكتلة النقدية في المؤسسات المالية، وكذا في الوقت التي كان ارتفاع التهرب من المخاطرة، كما نص التقرير أن صناديق الثروة السيادية تؤدي دورا مهما في تحقيق النمو الاقتصادي على المستوى المحلي والدولي"<sup>42</sup>.

2-1- مساهمات الصناديق السيادية العربية دوليا: بلغت استثمارات صناديق الثروة السيادية ما بين صيف 2007 إلى نهاية 2008 ما قيمته تقريبا 83 مليار دولار موجهة إلى القطاع المالي العالمي، وكان نصيب الولايات المتحدة الأمريكية وحدها 60 مليار دولار، والحصة الأكبر من هذه الاستثمارات اتجهت لإعادة رسملة البنوك، مقابل 7 مليار دولار في قطاعات أخرى، وذلك باتباع استراتيجية استثمارية تعتمد على شراء أصول مقومة بأقل من قيمتها التاريخية، لكن هذه الاستراتيجية كبدت الصناديق السيادية (خاصة الخليجية منها) خسائر كبيرة، بسبب التدهور المتواصل لقيمة هذه الأصول في الأسواق المالية، فمثلا انخفضت قيمة أصول Crédit Suisse بنسبة 19% مقابل 66% بالنسبة Merrill Lynch.<sup>43</sup>

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

✓ فخلال 2007 تم تقدير مساهمات الصناديق بملا يقل عن 12 صفقة بقيمة 47.8 مليار دولار، موزعة على 4 دول هي: الإمارات العربية المتحدة، الصين، سنغافورة وكوريا الجنوبية،<sup>44</sup> على النحو التالي:

الجدول رقم (3): مساهمات الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية الغربية خلال 2007

كوريا الجنوبية 2 مليار دولار	الصين 11.3 مليار دولار	الإمارات 11.5 مليار دولار	سنغافورة 22 مليار دولار
استثمار شركة الاستثمار الكورية 2 مليار دولار في: Merrill-Lynch أمريكا	استثمار شركة الاستثمار الصينية CIC 11.3 مليار دولار كما يلي: 3.3 مليار دولار - Blackstone أمريكا	استثمار أبو ظبي 8.9 مليار دولار موزعة كما يلي: استثمار ADIA 7 مليار دولار - Citigroup - أمريكا استثمار Mubadala 1.4 مليار دولار - CARLYLE - أمريكا	استثمار شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة GIC 11 مليار دولار UBS السويسرية.
	5 مليار دولار - Morgan stanley أمريكا	استثمار دبي 2.6 مليار دولار على النحو التالي: استثمار IFC 1.4 مليار دولار في Deutch Bank - ألمانيا استثمار ICD 1.2 مليار دولار في HSBC - بريطانيا	استثمار Temasek 11 مليار دولار كما يلي: 2 مليار دولار Barclays بريطانيا 5 مليار دولار Merrill-Lynch أمريكا 4 مليار دولار Standart Chartered بريطانيا
47.8 مليار دولار			

المصدر: Henry-louis Védie, Ebid., p113.

✓ أما خلال 2008 فقدرت عدد الصفقات بـ 10 بقيمة 44.9 مليار دولار، موزعة على ثلاث دول وهي: قطر، الكويت، سنغافورة،<sup>45</sup> موزعة على النحو التالي:

الجدول رقم (4): مساهمات الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية الغربية خلال 2008

الكويت 9 مليار دولار	سنغافورة 10.9 مليار دولار	قطر 25 مليار دولار
استثمرت الهيئة العامة للاستثمار 9 مليار دولار موزعة كما يلي: 7 مليار دولار في Citigroup الأمريكية 2 مليار دولار في Citigroup + Barclays بريطانيا	استثمار شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة GIC 7 مليار دولار في Citigroup الأمريكية	استثمرت الهيئة العامة للاستثمار QIA 3.5 مليار دولار موزعة كما يلي: 3 مليار دولار في Barclays البريطانية 0.5 مليار دولار في Crédit Suisse السويسرية

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

استثمار قطر القابضة 20.5 مليار دولار موزعة على النحو التالي:	استثمار Temasek 3.9 مليار دولار على النحو التالي:
➤ 11.5 مليار دولار في Barclays البريطانية	➤ 3.5 مليار دولار في Citigroup البريطانية
➤ 9 مليار دولار في Crédit Suisse السويسرية	➤ 0.4 مليار دولار Barclays البريطانية
استثمار تحدي 1 مليار دولار في Barclays البريطانية	
44.9 مليار دولار	

المصدر: Henry-louis Védie, op-cit, p114.

نتيجة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية في كثير من البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية المتضررة من الأزمة تعرضت لخسائر<sup>46</sup>، بحيث قدرت خسائر الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي في نهاية 2008 بـ 350 مليار دولار،<sup>47</sup> لم تبادر الصناديق السيادية العربية إلى استغلال ظروف الأزمة، فلم تتم ملاحظة انخراط أي صندوق سيادي في إدارة أية مؤسسة مالية، ولم يرغب أي منها في التمثيل في مجالس إدارتها، ورغم كونها مملوكة للحكومات إلا أنها كانت دائما من حيث نشاطاتها وبرامجها خاضعة لقوانين ولوائح الدول التي تعمل فيها، وبالمقابل تعرضت إلى خسائر من جراء الأزمة المالي العالمية،<sup>48</sup> ونتيجة لذلك اعادت الصناديق السيادية العربية توزيع استثماراتها نحو أصول أقل مخاطرة، و/أو إلى دعم أسواقها المحلية.<sup>49</sup>

2-2- مساهمات الصناديق السيادية العربية محليا: نتيجة لآثار الأزمة المالية العالمية، اتجهت صناديق الثروة السيادية العربية نحو أسواقها المحلية، كما ورد في خطاب لسمير الانصاري مسؤول عن استثمارات شركة دبي العالمية للاستثمار: "يجب علينا الآن أن نستثمر بحكمة في مشاريع البنية التحتية على المدى الطويل لمصلحة منطقتنا"، وقد تم بداية دعم البنوك في منطقة الشرق الأوسط،<sup>50</sup> وكان جهاز قطر للاستثمار الأبرز في التدخل على المستوى المحلي، إذ قام بطرح خطة بحجم 5.3 مليار دولار لشراء أسهم في البنوك المدرجة البورصة القطرية لدعم ثقة المستثمرين بالبنوك بلغت نسبتها حوالي 20%، كما ضخ الجهاز حوالي 20 مليار ريال في رأسمال البنوك القطرية لتعزيز قدرة البنوك الوطنية على تمويل مشروعات التنمية، ولتأكيد الثقة الكبيرة بأوضاعها المالية قام الجهاز بشراء أسهم في بنك قطر الإسلامي بنسبة 5% على أن تستحوذ على 10% من أسهم البنك بنهاية عام 2009، كما كان لهيئة الاستثمار الكويتية دور على المستوى المحلي، فقامت في المرحلة الأولى للأزمة باتخاذ العديد من الإجراءات والخطوات لدعم آليات السوق المحلية في الكويت بما يكفل تحقيق الاستقرار وعودة الثقة، فعملت على زيادة حصتها في 8 صناديق استثمارية محلية، وتم تعديل بعض الشروط والضوابط بشأن مساهمة الهيئة في الصناديق الاستثمارية المحلية، وذلك لإعطاء مرونة لمديري الصناديق للمساهمة في اكتشاف فرص استثمارية جديدة،<sup>51</sup> كما استثمرت هيئة أبو ظبي للاستثمار في الجهاز المصرفي لأبو ظبي حوالي 900 مليار دولار.<sup>52</sup>

استرجعت صناديق الثروة السيادية العربية نشاطها الاستثماري في الخارج بعد فترة من الانكفاء، نتيجة للخسائر التي منيت بها في الخارج، بالإضافة إلى حاجة الاقتصاد الوطني إليها، وذلك بفعل الارتفاعات التي شهدتها أسعار النفط العالمية عن الحد الأدنى الذي وصلت إليه في الأزمة وإمكانية تحقيق فوائض مالية (بلوغه حدود 80 دولار للبرميل خلال 2010)، باعتبار أن الفوائض النفطية تعتبر الممول الرئيسي للصناديق السيادية العربية، بالإضافة إلى نظرة التفاؤل في العديد من

### دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

الأوساط الاقتصادية العالمية في ظل المؤشرات الاقتصادية الإيجابية المتتالية المحققة في العديد من الاقتصادات العالمية الكبرى لاسيما اليابان، الصين والولايات المتحدة الأمريكية، إضافة إلى الاستفادة من الدروس والتجارب التي مرت بها الصناديق السيادية خلال مرحلة الأزمة وما قبلها، ومنها ضرورة تنوع أماكن وطبيعة الاستثمارات التي تقوم بها الخارج، وتأمين المنافع والخبرات الناجمة عن هذه الاستثمارات من أجل توظيفها في الداخل (كما يوضحه الشكل رقم 07).<sup>53</sup> لكن انهيار أسعار البترول في نهاية 2014 يشكل تحدي أمام صناديق الثروة السيادية العربية في تغطية أعباء هذا الانهيار محليا.

#### 3- دعم صناديق الثروة السيادية العربية للاستقرار المحلي خلال أزمة 2014

لا تمثل ظاهرة انخفاض أسعار البترول مصدر قلق على المدى القصير، فمعظم البلدان المصدرة للنفط لديها احتياطات وقائية كافية لتحمل الهبوط الحاد في أسعار النفط، لكن تبقى تحديات أمام صناع السياسات فيما لو استمرت الأسعار بالانخفاض، ومن المرجح أن يؤدي هذا الانخفاض إلى تراكم الأصول لدى صناديق الثروة السيادية في بلدان آسيا الصاعدة (معظمها من الدول المستوردة للنفط)، لكنه سينخفض بالنسبة لصناديق البلدان المصدرة للنفط، ومما لا شك فيه أن هذا الأمر يتوقف على الخيارات الاستراتيجية لتوزيع الأصول التي تتخذها كبرى صناديق الثروة السيادية في البيئة الحالية التي تتسم بأسعار نفط منخفضة.<sup>54</sup>

يمكن 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>55</sup>

من المرجح أن تختبر بيئة أسعار النفط المنخفضة قوة العلاقة بين الحكومات في البلدان المصدرة للنفط وصناديقها للثروة السيادية، فبدون تنفيذ تخفيضات في النفقات العامة سوف تكون تحويلات الحكومات على الأرجح إلى هذه الصناديق أقل من سابق الحال، وفي الوقت نفسه من المحتمل أن تزداد ضغوط السحب من أصول صناديق الثروة السيادية<sup>56</sup>، فقد أظهرت دراسة أجرتها شركة إنفسكو لإدارة الأصول أن صناديق الثروة السيادية في الشرق الأوسط قامت بتسييل أو إلغاء استثمارات بنحو 7% من إجمالي أصولها عم 2015 في ظل تقلبات أسواق النفط العالمية، وقال أليكس ميلر مدير مبيعات المؤسسات لمنطقة الشرق الأوسط وإفريقيا لدى شركة إنفسكو: "إن سحب الأموال من صناديق الشرق الأوسط لا يثير الدهشة نظرا للتقلبات التي نراها في أسواق النفط، ورغم ذلك مازالت ثقة المستثمر السيادي كبيرة رغم تحديات التمويل والظروف الصعبة في السوق"،<sup>57</sup>

وحسب ما جاء على لسان آرثر دي هاست، الرئيس العالمي لأسواق رأس المال لدى JLL\*\*\*\*: "لا شك في أن صناديق الثروة السيادية الشرق أوسطية تحصل على التمويل من فائض الإنتاج النفطي، غير أن قطر تعتمد أكثر على الغاز، لذا يمكن القول إن صندوقها هو أقل تأثراً، أما الصناديق الأخرى على غرار جهاز أبو ظبي للاستثمار، فباتت الآن ضحمة بحيث لم تعد تعتمد على الضخ المستمر لرؤوس أموال جديدة ناتجة عن فوائض الإنتاج النفطي، فقد صارت تولد مدخولا كبيرا وعائدات رأسمالية من ممتلكاتها الرئيسية"<sup>58</sup>

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمى

خاتمة:

تعتبر صناديق الثروة السيادية من الآليات المعتمدة من طرف الدول على استثمار جزء من الاحتياطات المالية، على أن يتم استثمار الغالبية منها خارج الحدود الوطنية، وتعتبر الكويت أول دولة أنشأت صندوق سيادي حول العالم، ومن النتائج التي تم التوصل إليها ما يلي:

- يتم امتلاك الصناديق السيادية أو إدارتها من طرف الدولة، وتتولى إدارة الاحتياطات الأجنبية بطريقة منفصلة عن الاحتياطات الرسمية التابعة للسلطات النقدية، بإتباع استراتيجيات استثمارية طويلة الأجل وذات مخاطر عالية؛
  - تتعدد الصناديق السيادية من حيث أهدافها ومصادر تمويلها البالغ أوصولها 7.5 تريليون دولار، بحيث تحتل الصناديق السلعية (النفطية) نسبة 57,4% من مجموع أصول الصناديق المدارة عالميا، وتتمركز معظمها في دول الخليج العربي، في حين تحتل الصناديق غير السلعية (غير النفطية) نسبة 42.6% من مجموع الأصول المدارة، وتتمركز معظمها في جنوب شرق آسيا؛
  - تعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية من أكبر الأزمات المالية التي مر بها الاقتصاد العالمي من خلال مدى اتساعها وحجم تأثيرها على دول العالم، وتعددت وتداخلت الأسباب التي أدت إليها منها رداءة الجهاز المصرفي الأمريكي وضعف الرقابة المالية، كما ترجع أسباب أزمة انخفاض أسعار البترول نهاية 2014 إلى أسباب تتعلق بقوى السوق وهي وفرة المعروض النفطي مقابل ضعف الطلب العالمي، إضافة إلى أسباب سياسية؛
  - تمتلك معظم الدول العربية على صناديق سيادية وتمتاز بأنها صناديق سلعية، بحيث تحتل دول الخليج العربي أكثر من 90% من حجم هذه الصناديق، تتجه معظم استثماراتها نحو أوروبا، وتحتل العقارات، البنو التحتية، الأسهم الأصول المستثمر فيها بكثرة؛
  - ساهمت الصناديق السيادية بما فيها العربية على توفير السيولة للمؤسسات المالية العالمية المتضررة من الأزمة المالية العالمية 2008، بحيث استثمرت أكثر من 80 مليار دولار نحو رسملة أكبر المؤسسات المالية المتضررة من جراء الأزمة، وقد لحقت بها خسائر قدرت ب 350 مليار دولار ونتيجة لذلك وجهت معظم الصناديق السيادية العربية استثماراتها محليا لإحداث الاستقرار على مستوى الأسواق المالية العربية المتضررة من الأزمة.
  - مع استمرار انخفاض أسعار النفط واستقرارها عند مستويات متدنية أي أقل من 50 دولار للبرميل، لجأت العديد من الدول العربية لصناديقها السيادية لتمويل عجز موازاتها المالية، لكن تظل هذه الاحتياطات غير كافية على المدى الطويل، وبالتالي وجوب الاستغلال الأمثل وتنمية موارد هذه الصناديق بما يضمن حماية حقوق الأجيال القادمة.
- قائمة الهوامش والمراجع

<sup>1</sup> انظر:

- صندوق التنمية الصناعية السعودي، سلسلة مداخلات اقتصادية حول "صناديق الثروة السيادية (1)", إدارة دراسات واستشارات المشاريع، قسم البحوث، وحدة الدراسات الاقتصادية، 1429/03/12هـ، ص2.

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

<sup>2</sup>Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, Les Fonds Souverains, economica, paris, France, 2011, p16.

<sup>3</sup> ماجد المنيف وآخرون، الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية والعالمية "حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 2009، ص245.



## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

<sup>4</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.

\* اجتمع ممثلي صناديق الثروة السيادية والبلدان المستفيدة، وممثلي "منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية" (OECD)، والمفوضية الأوروبية في 30 أبريل والأول من ماي 2008، وقد نتج عن المؤتمر إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG) بصفة رسمية في الأول من ماي 2008 لتحديد مجموعة من المبادئ الطوعية تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي تركز عليه صناديق الثروة السيادية ونظام حوكمتها وعملياتها الاستثمارية، بما يدعم الحفاظ على مناخ استثماري عالمي منفتح ومستقر، تولى صندوق النقد الدولي تيسير وتنسيق عمل المجموعة، كما تولى مهام الأمانة في عمل المجموعة وفي صياغة المبادئ والممارسات.

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

\*\* معهد صناديق الثروة السيادية (SWFI) 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، كما يقدم خدمات متخصصة مثل البحوث والاستشارات لمختلف الشركات والصناديق والحكومات في العالم، أنشئت سنة 2008 مقرها الرئيسي لاس فيكاس كما لديها مكاتب في كل من واشنطن و فلوريدا.

<sup>6</sup> معهد صناديق الثروة السيادية، على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/common-definitions/>، تاريخ الاطلاع: 2015/09/23.

<sup>7</sup> Caroline Bertin Delacour, Les Fonds Souverains « ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », édition les Echos, paris, France, 2009, p p 21,22.

<sup>8</sup> معهد صناديق الثروة السيادية، على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund>، تاريخ الاطلاع: 2016/06/18.

<sup>9</sup> Caroline Bertin Delacour, Ebid., p 33.

<sup>10</sup> وداير داس، عدنان مزارعي، هان فان دهورن، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية "فضايا لصناع السياسات"، صندوق النقد الدولي، 2010، ص ص 60، 61.

<sup>11</sup> معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>

<sup>12</sup> Hudson Matthew, Funds: Private Equity, Hedge and all core structures, Wiley finance series, USA, 2014, P210.

<sup>13</sup> انظر:

- هشام حنضل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص ص 34، 35.

- Démarolle Alain, Ebid., p11.

<sup>14</sup> انظر:

- Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, Fond souverains et stabilité financière international « nouveau acteurs, nouveau enjeux et nouvelle gouvernance », EAS- F.S.E.G. de Mahdia –université de Monastir- Tunisie, p p11, 12.

- Démarolle Alain, op-cit., p11.

<sup>15</sup> انظر:

- Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, Fond souverains et stabilité financière international « nouveau acteurs, nouveau enjeux et nouvelle gouvernance », EAS- F.S.E.G. de Mahdia –université de Monastir- Tunisie p p12, 13.

-Tamara Gomes, The impact of sovereign wealth funds on international financial stability, discussion paper N° 2008-14, Bank of Canada, September 2008, p8.

<sup>16</sup> Moez Labidi, Lamia Mazigh-jaidane, op-cit., p13.

<sup>17</sup> Tamara Gomes, Ebid., p7.

<sup>18</sup> مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الاستقرار المالي 2015، المملكة العربية السعودية، ص.1.

<sup>19</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص ص 327، 328.

<sup>20</sup> مركز البحوث والدراسات، ضعف حوكمة الشركات وأثره في الأزمة المالية الراهنة، الغرفة التجارية والصناعية بالرياض، الإدارة العامة للبحوث والمعلومات، شوال 1430هـ، ص 7.

<sup>21</sup> نفس المرجع، ص 7.

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

- 22 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)، ص ص 44،43،47،46-55، 56.
- 23 نادية عقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013، ص 176.
- 24 بورزامة جيلالي، عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغربية، الجزائر، المغرب، تونس، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل الاقتصادي، جامعة 03، 2011-2012، ص 352.
- 25 نفس المرجع، ص 350.
- 26 سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره، ص 8.
- 27 جواد كاظم البكري، فسخ الاقتصاد الأمريكي "الأزمة المالية 2008"، الطبعة الأولى، مركز همورابي للبحوث والدراسات الإستراتيجية، بغداد، العراق، 2011، ص 173.
- 28 أسامة نجوم، النفط مرة أخرى، عود على بدء، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الدوحة، سلسلة تقييم حالة، الدوحة، قطر، ديسمبر 2015، ص 1.
- 29 صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي "منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى"، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، 15 أكتوبر، ص 2.
- 30 خالد بن راشد الخاطر، تحديات اختيار النفط والتنوع الاقتصادي في دول مجلس التعاون، المركز العربي للأبحاث ودراسات السياسات، سلسلة دراسات، الدوحة، قطر، أغسطس 2015، ص ص 3، 4.
- 31 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%2FValid-Khadduri%2FFeatureTopic\\_1839.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%2FValid-Khadduri%2FFeatureTopic_1839.xml&_event=viewFeaturedTopic&categoryId=6_Petroleum+%26+Energy&lang=ar)
- 32 أسامة نجوم، مرجع سبق ذكره، ص 5.
- 33 غريغوري غوس، هبوط أسعار النفط: الأسباب والتبعات الجيوسياسية، مركز بروكتنجر الدوحة، قطر، موجز السياسة، أبريل 2015، ص 1.
- 34 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، ص 14.
- 35 وليد خدوري، تدهور أسعار النفط: الأبعاد والتداعيات، مرجع سبق ذكره.
- 36 أسامة نجوم، مرجع سبق ذكره، ص 3.
- 37 غريغوري غوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 2، 3.
- 38 خالد بن راشد الخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 6.
- 39 مركز الإمارات 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)
- \*\*\* مؤشر لينبرغ- مادلون Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI) هو مقياس كمي لمستوى الشفافية الخاصة بالسياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمارية وهو مؤشر مطور في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل الباحثين كارل لينبرغ وميشال مادلون، يتم تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لهذا المؤشر كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات، ويصنف صندوق الثروة السيادي كصندوق شفاف عندما يحقق درجة تعادل ثمانية فما فوق على سلم المؤشر.
- \*\*\*\* لم يتم ادراج أصول كل من صندوق التنمية العراقي (0.9مليار دولار)، وصندوق الاستثمار الفلسطيني (0.8 مليار دولار) ضمن أصول الصناديق السيادية العربية نظرا لصغر حجم الصندوقين.

## دور صناديق الثروة السيادية العربية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي

- <sup>40</sup> زواوي فرحات الحبيب، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص181.
- <sup>41</sup> وسام أبو الهيجاء، الثروة السيادية في الخليج: صدارة عالمية وحصن اقتصادي، مقال منشور على موقع الخليج أون لاين، على الرابط: <http://klj.onl/ZSQ3CG>، تاريخ النشر 2015/12/11، تاريخ الاطلاع: 2016/08/01
- <sup>42</sup> حاج موسى نسيمه وعلوي فاطمة الزهراء، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008، مجلة الباحث، العدد 08، 2010، ص 125.
- <sup>43</sup> Skander Ounaies, Les Fonds Souverains et la mutation des relations Financières Internationales, Unité de recherche 'ECOFI', p7, 8.
- <sup>44</sup> Henry-louis Védie, les Fonds souverains « Une puissance financière insensible aux crises », édition ESKA, Paris, France, 2010, p12.
- <sup>45</sup> Henry-louis Védie, op-cit., p114.
- <sup>46</sup> جواد كاظم البكري، مرجع سبق ذكره، ص 184.
- <sup>47</sup> Brad Setser and Rachel Ziemba, GCC Sovereign Funds: Reversal of fortune, working paper, council on foreign relation, Center for Geoeconomic Studies, January 2009, p2.
- <sup>48</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص8.
- <sup>49</sup> Banque de France, Bilan perspectives des fonds souverains, Focus, n°1-28 novembre 2008, p6.
- <sup>50</sup> Henry-louis Védie, op-cit., p98.
- <sup>51</sup> علي حسين باكير، الصناديق السيادية الخليجية: دورة الصعود والهبوط وآفاق المستقبل، مقال منشور على موقع آراء الخليج على الرابط: [http://araa.sa/index.php?view=article&id=858:2014-06-28-07-42-26&Itemid=172&option=com\\_content](http://araa.sa/index.php?view=article&id=858:2014-06-28-07-42-26&Itemid=172&option=com_content)، تاريخ الاطلاع: 2016/08/01.
- <sup>52</sup> حاج موسى نسيمه وعلوي فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 126.
- <sup>53</sup> أنظر:
- علي حسين باكير، مرجع سبق ذكره.
- وسام أبو الهيجاء، مرجع سبق ذكره.
- <sup>54</sup> رابح أرزوقي وآخرون، صناديق الثروة 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>.
- <sup>55</sup> صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي: منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، 15 أكتوبر، ص38.
- <sup>56</sup> رابح أرزوقي وآخرون، مرجع سبق ذكره.
- <sup>57</sup> الجزيرة نت، الصناديق السيادية العربية تبيع 7% من الأصول، مقال منشور بتاريخ 2014/06/14 على الرابط: <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2016/6/14/%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%8A%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%B1%D8%A8%D9%8A%D8%A9-%D8%AA%D8%A8%D9%8A%D8%B9-7-%D9%85%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B5%D9%88%D9%84>
- \*\*\*\*\* جيه إل إل (JLL) هي شركة عالمية مقرها لندن تقدم الخدمات المالية والمهنية وهي متخصصة في خدمات العقارات التجارية وإدارة الاستثمار، موزعة عبر 80 دولة، ولمزيد من المعلومات يرجى الاطلاع على الرابط التالي: <http://www.jll-mena.com/mena/ar-ar/about>
- <sup>58</sup> فادي موسالي، الصناديق السيادية توجه أنظارها إلى سوق العقارات، مقال منشور بتاريخ 20 جويلية 2016، على الرابط: <http://www.jllvantagepoint.com/ar/%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%8A%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D8%A9>