

# صناديق الثروة السيادية كأسلوب استثماري استراتيجي : دراسة تحليلية

أ/ بن شرشار عز الدين

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
جامعة 8 ماي 1945 قالمة

د/ مريمت عديلة

مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
جامعة 8 ماي 1945 قالمة

تاريخ النشر: 2019/09/30

تاريخ القبول: 2018/12/29

تاريخ الاستلام: 2018/12/09

## ملخص:

أسفرت الأزمة المالية العالمية عن تقلبات هائلة في الأسواق المالية، ودفعت العديد من المحللين في المؤسسات المالية إلى القول بأن صناديق الثروة السيادية في دول الخليج العربية وغيرها تلقت ضربات قوية، فقيمة استثماراتها تقلصت بشكل كبير، وتبعاً لذلك تمت مراجعة خطط النمو باتجاه خفضها الأمر الذي عكس الخسائر التي تحملتها وكذلك أدى بها إلى تغيير استراتيجيتها والتوجه نحو ضخ السيولة في الأسواق المالية المحلية من أجل التخفيف من حدة الأزمة. تهدف هذه الدراسة إلى محاولة معرفة الدور الحقيقي الذي لعبته صناديق الثروة السيادية كأسلوب استثماري استراتيجي استخدم لمعالجة أزمة الرهن العقاري.

**الكلمات المفتاحية:** صناديق الثروة السيادية، أزمة الرهن العقاري، الاستثمار الاستراتيجي، العدوى المالية.

**تصنيف JEL:** G15, G18, G28, G31

## Résumé :

*La crise financière internationale a conduit à d'énormes fluctuations dans les marchés financiers mondiaux, et à pousser plusieurs analystes financiers à dire que les fonds souverains des pays de Golf arabe et d'autres avaient été frappés fortement par cette crise, suite à la diminution de la valeur de leur investissements, reflétant les pertes enregistrées et le changement radicale de leur stratégie par le retour à l'investissement dans les marchés locaux pour atténuer l'effet de la crise. Le but de cette étude est d'essayer de connaître le vrai rôle que les fonds souverains ont joué, en tant que mode d'investissement stratégique utilisé comme remède pour la crise des subprimes.*

**Mots clés :** Fonds souverains, crise des subprimes, investissement stratégique, contagion financière.

**Jel Classification :** G15, G18, G28, G31

## مقدمة

تعتبر الأزمة المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي حالياً من أسوأ وأخطر الأزمات المالية منذ عقد الثلاثينات بعد أزمة الكساد الاقتصادي لسنة 1929، حيث كان لها انعكاسات سلبية لا زالت تؤثر على معظم اقتصاديات العالم، الغربية منها بإفلاس أو اندماج العديد من مؤسساتها الضخمة لعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، أما الاقتصاديات العربية فمن خلال التأثير السلبي على أسعار النفط الذي يعتبر المصدر الرئيسي إن لم نقل الوحيد لها، خاصة بعد ما عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال، أما عن السبب الرئيسي المتمحور حول خطورة هذه الأزمة يكمن في انطلاقها من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي من جهة، ومن جهة أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية وهو ما كان له أثر في نقل العدوى إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة.

وكنتيجة لكل هذا سارعت الدول العربية في محاولة إنقاذ هذه المؤسسات من خلال الاستثمارات العربية في العالم الخارجي عن طريق تدخل صناديق الثروة السيادية العربية، والتي يتجلى دورها في توفير السيولة اللازمة لامتلاكها لموارد مالية ضخمة مصدرها عوائد النفط، ومع أن هذا الأخير لم يستمر طويلاً وجعلها تتحمل خسائر كبيرة جداً، دفع بالعديد من محلي المؤسسات المالية العالمية إلى القول بأن صناديق الثروة السيادية في دول الخليج العربي وغيرها تلقت ضربات قوية، مما يعني نهاية هذا النموذج للاستثمار الحكومي نتيجة تقلص قيمة استثماراتها وبشكل كبير.

## إشكالية الدراسة

يمكن صياغة الإشكالية التي تعالجها هذه الدراسة في السؤال الرئيسي التالي:

**ما هو الدور الحقيقي الذي لعبته صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة الرهونات العقارية؟**

و على ضوء التساؤل الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1- ماذا يقصد بصناديق الثروة السيادية، وما مختلف العوامل التي ساهمت في نموها المتسارع من حيث عددها و حجم أصولها؟

2- ما هو مختلف الاستراتيجيات أو السياسات المتبعة من قبل صناديق الثروة السيادية لاحتواء الأزمة؟

3- ما هو موقف الدول الغربية من تحركات صناديق الثروة السيادية، وكيف كان تأثيرها على الدول العربية؟

4- هل يمكن اعتبار صناديق الثروة السيادية السبب الرئيسي في نقل عدوى الأزمة المالية إلى باقي دول العالم؟

## فرضيات الدراسة

على ضوء إشكالية الدراسة تم صياغة مجموعة من الفرضيات لإثبات صحتها أو نفيها على النحو

التالي:

1-تعتبر أزمة الرهن العقاري أزمة سيولة، لذا يتطلب الأمر ضخ المزيد من السيولة في المؤسسات التي هي على أبواب الإفلاس.

2- يمكن لصناديق الثروة السيادية احتواء الأزمة والتخفيف من حدتها وإنقاذ المؤسسات المالية الغربية من الإفلاس.

3- تحقيق صناديق الثروة السيادية العربية أرباحا ضخمة من وراء استثمارات في المؤسسات الغربية، يبرر مخاوف الدول الغربية من الهيمنة على اقتصادياتها.

4- الصناديق السيادية العربية هي السبب الرئيسي في نقل عدوى الأزمة المالية، لقاء الخسائر التي تكبدتها الدول العربية نتيجة توجيه استثمارات نحو العالم الخارجي.

### أهداف الدراسة

تكمن أهداف الدراسة فيما يلي:

1- محاولة التعرف على أهم صناديق الثروة السيادية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة، وأهم العوامل المفسرة لنموها المتسارع من حيث عددها وحجم أصولها.

2- التعرف على مختلف الاستراتيجيات الاستثمارية التي اتبعتها صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة.

3- معرفة الدور الحقيقي الذي لعبته صناديق الثروة السيادية من حيث قدرتها على توفير السيولة العالمية والتخفيف من حدة الأزمة (استقرار النظام النقدي)، أو كونها أحد العوامل المسؤولة على تفاقم الأزمة وبالتالي نقل العدوى لباقي الدول الأخرى.

### منهج الدراسة

اعتمدنا في دراستنا هذه على منهجين مختلفين في الوقت نفسه، حيث استخدمنا المنهج الوصفي لتقديم صورة واضحة لكل جانب من جوانب الدراسة ووصف لظاهرة صناديق الثروة السيادية، ثم المنهج التحليلي من خلال تحليل المعطيات المتوفرة تحليلا علميا وموضوعيا معبرا عن الدور الحقيقي الذي لعبته صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة للوصول إلى النتائج المنطقية التي يفرضها منطق تحليل الأسباب وربطها بمسبباتها.

### محتويات الدراسة

للإجابة على الإشكالية واختبار الفرضيات موضوع الدراسة لإثبات صحتها أو نفيها، اقتضت هيكلة هذه الدراسة إلى مبحثين اثنين، الأول تطرقنا من خلاله لظاهرة صناديق الثروة السيادية مبرزين في ذلك العوامل المفسرة لهذا النمو المتسارع و كذلك لأهم التجارب العربية في هذا المجال الاستثماري. أما المبحث الثاني حاولنا من خلاله تفسير علاقة التأثير و التأثير ما بين صناديق الثروة السيادية و الأزمة المالية، مبرزين في ذلك الدور الحقيقي لصناديق الثروة السيادية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة من حيث احتوائها و التخفيف من حدة آثارها السلبية على المؤسسات المالية الغربية، أو كونها العامل الرئيسي المسؤول عن تفاقم الأزمة و نقل العدوى لباقي الدول العربية.

## أولاً: ماهية صناديق الثروة السيادية و أهم التجارب العربية

إن المجتمع الدولي كان مبكراً للغاية في رفضه الدور البناء الذي تستطيع صناديق الثروة السيادية أن تلعبه لضمان الاستقرار في النظام المالي العالمي، وبتسرعاً جداً في الحكم على النوايا الحقيقية لتلك الصناديق، والحصيلة كانت مستوى عالٍ من المخاطر الاقتصادية وحتى السياسية التي منعت الصناديق من لعب ذلك الدور وبالتالي الحد من الأزمة المالية العالمية، لذلك وجب التعرف عن كثب على هذه الأداة الاستثمارية الاستراتيجية.

### 1- نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية

تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة ليست بالحديثة على الساحة المالية العالمية، حتى وإن عرفت نمواً سريعاً في نهاية القرن العشرين وبداية الألفية الثالثة، بل ترجع نشأتها إلى عقد الخمسينات من القرن العشرين، حينها أنشئ أول صندوق ثروة سيادية سنة 1953 والممثل في الصندوق الكويتي المعروف باسم Kuwait Investment Authority (KIA)، يليه الصندوق الإماراتي Abu-Dhabi - Investment Authority (ADIA) سنة 1976، فالأرقام التي تحدد موجودات تلك الصناديق تتفاوت بشكل واسع، لاسيما أن عدد كبير منها لا يعلن عن حجم أمواله بسبب نقص الشفافية، ولكن حسب الإحصائيات التي تناولتها مجلة التمويل والتنمية الصادرة عن صندوق النقد الدولي، ترى أن هذه الصناديق كانت تمتلك في سنوات السبعينات ما يقارب 500 مليار دولار، ومن المتوقع أن يصل حجمها مع نهاية العام 2012 إلى 10000 مليار دولار في ضوء الاتجاه المتزايد لنتائج الحساب الجاري العالمي، ومن ثم أرصدة الاحتياطي الرسمي العالمي، وبالتالي نلاحظ نمو حجم أصول هذه الصناديق بأكثر من 20% سنوياً<sup>(1)</sup>، وفيما يلي نستعرض عشرين أولى صناديق الثروة السيادية في العالم.

الجدول رقم(01): صناديق الثروة السيادية العشرين الأولى في العالم

الدولة	اسم الصندوق	القيمة USD بالملايين	تاريخ الإنشاء	مصدر الأصول المالية
الإمارات العربية المتحدة	Abu-Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	1976	عائدات البترول (البترودولار)
سنغافورة	Government Of Singapore Investment Corporation (GIC)	330	1981	عائدات البترول (البترودولار)
النرويج	Government Pension Fund- Global (GPF)	322	1990	عائدات البترول (البترودولار)
السعودية	Various Funds	300	/	عائدات البترول (البترودولار)

عائدات البترول (البترودولار)	1953	250	Kuwait Investment Authority(KIA)	الكويت
التجارة الخارجية	2007	200	China Investment Company Ltd	الصين
التجارة الخارجية	1998	140	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	هونكونغ
عائدات البترول (البترودولار)	2003	127	Stabilization Fund Of The Laska Federation (SFRF)	روسيا
التجارة الخارجية	2003	100	Central Hujin Investment Corp	الصين
التجارة الخارجية	1974	108	Temasek Holdings	سنغافورة
التجارة الخارجية	2004	50	Laska Ian Government Future Fund (AGFF)	استراليا
عائدات البترول (البترودولار)	/	50	Reserve Fund	ليبيا
عائدات البترول (البترودولار)	2000	40	Qatar Investment Authority (QIA)	قطر
عائدات البترول (البترودولار)	1976	40	Laska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF)	الولايات المتحدة الأمريكية
عائدات البترول (البترودولار)	1983	35	Brunei Investment Agency (BIA)	بروني
التجارة الخارجية	2001	29	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	ايرلندا
عائدات البترول (البترودولار)	/	25	Reserve Fund	الجزائر
التجارة الخارجية	2006	20	Korea Investment Corporation (KIC)	كوريا الجنوبية
التجارة الخارجية	1993	18	Khazanah National Bhd (KNB)	ماليزيا
عائدات البترول، الغاز والحديد	2000	18	Kazakhstan National Fund (KNF)	كزكستان

المصدر: عبد الله بلوناس و حاج موسى نسيمة، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية، محور العلوم المالية والمصرفية، ص.509.

من خلال الجدول يمكن تحليل توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية (نسبة مجموع الأصول المسيرة)، فهناك ستة صناديق للثروة السيادية الأولى في العالم تمتلك أكثر من 70% من مجموع أموال هذه الصناديق مجتمعة، ويرجع ارتفاع هذه النسبة إلى اعتماد هذه الدول على تصدير البترول، لذا نجد

البيترو دولار العملة الرئيسية لهذه الاحتياطات، ما عدا سنغافورة والصين التي ترجع أصول صندوقيهما إلى عائدات التجارة الخارجية، كما نلاحظ أن كل صناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول العربية تسير الموارد النفطية أي البيترو دولار بسبب الانخفاض الكبير للعائدات خارج قطاع المحروقات<sup>(2)</sup>. كما أن أكبر صناديق الثروة السيادية الأولى في العالم هي صناديق تابعة للدول العربية، فالصندوق الإماراتي (ADIA) بحجم 875 مليار دولار والذي يحتل المرتبة الأولى من حيث حجم أصوله عالميا، يليه في المرتبة الرابعة الصندوق السعودي بحجم 300 مليار دولار ثم الصندوق الكويتي بحجم 250 مليار دولار محتلا المرتبة ما قبل الأخيرة، أما صناديق الثروة السيادية العربية الأخرى نلاحظ انخفاض أصولها، مثل الصندوق الليبي (50 مليار دولار)، أو أنها لم تنشئ بعد مثل الجزائر (25 مليار دولار)، هذا ولقد عرفت هذه الصناديق ككل نموا مزدهرا خلال السنوات الأخيرة و يرجع سبب هذا النمو إلى الاختلالات الاقتصادية على المستوى العالمي، ولعل أهمها الارتفاع الكبير لعجز الميزان الجاري الأمريكي ابتداء من سنة 1990، وكذلك الفائض الاحتياطي لدى دول جنوب شرق آسيا إضافة إلى الدول المصدرة للنفط<sup>(3)</sup>.

## 2-تعريف صناديق الثروة السيادية

لكون مصطلح الصناديق السيادية حديث الوجود لا يوجد إجماع على تعريف صناديق الثروة السيادية، فلقد عرف صندوق النقد الدولي صناديق 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>(4)</sup>.

كما تعرف صناديق الثروة السيادية على أنها: "صناديق مكلفة بإدارة الاحتياطات الدولية لحكومات الدول التي لديها مدخرات تفوق استثماراتها بشكل متواصل (فوائض متتالية في الحساب الجاري) مما وفر ثروات تطلبت سياسة استثمارية مدروسة نتج عنها حيازة هذه الحكومات لأصول مالية أجنبية (مقومة بعملة بلد آخر)"<sup>(5)</sup>.

## 3-تصنيف صناديق الثروة السيادية

انطلاقا من كون أن الحكومات تنشئ صناديق الثروة السيادية لأسباب عديدة أو بالاعتماد على موارد مختلفة، فإنه يمكن التمييز بينها عموما وفقا لهدفها الأساسي أو تبعا لمصادر دخلها<sup>(6)</sup>:

أ/ تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لهدفها الأساسي:

- صناديق الاستقرار: وهي التي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية الاقتصادية ككل من تذبذبات أسعار السلع (والممتلئة عادة في النفط).

- **صناديق الادخار للأجيال القادمة:** وهي التي تهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة على حافظة أصول أكثر تنوعا.

- **شركات استثمار الاحتياطات:** وهي التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية ويتم إنشائها لزيادة العائد على الاحتياطات.

- **شركات استثمارصناديق التنمية:** وهي التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع الاجتماعية والاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات النشاط والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في البلد المعني.

ب/ **تصنيف صناديق الثروة السيادية تبعا لمصادر دخلها:** وتتمثل أساسا في (7):

- **الصناديق الممولة بعوائد المواد الأولية:** وهي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وخاصة منها النفطية، وهذا نتيجة للإشكالية المطروحة أمام هذه الدول حول كيفية استغلال هذه الموارد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانه كحق للأجيال اللاحقة، وبهذا تكون هذه الدول قد وجدت فكرة صناديق الثروة السيادية كحلا للحفاظ على نصيب الأجيال القادمة من هذه الثروات، بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.

- **الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية:** ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية مافتى في التعاضم بحيث تجاوز 07 تريليون دولار سنة 2008، ولقد استطاعت الكثير من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة، خاصة في أمريكا اللاتينية بفضل قدرتها التنافسية التصديرية على مستوى الأسواق المالية العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى الصناديق السيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

- **الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة:** وهي التي كانت كنتيجة حتمية للعوائد المالية الضخمة التي تحصلت عليها الكثير من الدول باتباعها برامج واسعة لخصوصة القطاع العمومي، وتباين استعمالات الدول لها، فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية ومنها من يوجهها لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون، وكذلك التخوف من أن تقود هذه العوائد إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي ليكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، التي من الممكن أن تؤدي إلى حالة التضخم غير المتحكم فيه، وباعتبار المؤسسات المخصصة هي ملك عام لجميع الأجيال فإنه بالإمكان تحويل كل أو جزء من عوائد الخوصصة إلى صناديق الثروة السيادية.

- **الصناديق الممولة بفائض الميزانية:** تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائضا في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق العوائد من جهة، ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية، ولما يلاحظ التوالي في تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق الثروة السيادية قصد استثمارها وتمييتها بشكل أفضل.

#### 4- عوامل نمو صناديق الثروة السيادية:

تمثل الصناديق السيادية الممولة بعوائد المواد الأولية 3/2 أصول هذه الصناديق ككل، فهئة استثمار أبو ظبي تدير 875 مليار دولار، وتمثل لوحدها 25% من الأصول التي تديرها هذه الصناديق، وبهذا تعتبر عوائد المواد الأولية (خاصة البترول والغاز) المصدر الأساسي لأصول أكبر الصناديق السيادية في العالم، مما يجعل التساؤل عن مدى قدرتها على الحصول على الأموال مستقبلا في ظل اتجاه أسعار النفط نحو التدهور بفعل الأزمة المالية الراهنة، أما عن النمو السريع لهذه الصناديق من حيث عددها وحجم أصولها فيمكن تفسيره بمجموعة من العوامل أهمها<sup>(8)</sup>:

- ارتفاع أسعار البترول ابتداء من تسعينيات القرن العشرين بوتيرة غير مسبوقة.  
- تباطؤ النمو العالمي وانعكاساته على الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية و شركائها التجاريين الرئيسيين (الآسيويين).

- تزايد مخصصات الاحتياطات و تحويلات فوائض الميزانية لصالح هذه الصناديق.  
- ظهور صناديق سيادية جديدة منسوبة للدول التالية (البرازيل، الصين، اليابان...إلخ).  
وكانت الصناديق الآسيوية ذات الأصل الآسيوي تتجه للاستثمار في أسواقها المحلية أو في مناطق جغرافية قريبة منها، في حين تفضل الصناديق السيادية الشرق الأوسطية الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية لغياب دعائم وفرص الاستثمار في أسواقها المحلية، مع الإشارة إلى أنها بدأت في التوجه نحو الأسواق الآسيوية، أما عن الصورة التقليدية لاستثمارات الصناديق السيادية الشرق الأوسطية هي الاستثمار في سندات الدين العمومي الأمريكية ثم الأوروبية باعتبارها ذات عوائد مضمونة حتى ولو كانت منخفضة إلا أنها قليلة المخاطر، وهذا هو السلوك التقليدي لكافة الصناديق السيادية في البداية إلا أنها سرعان ما بدأت تتجه إلى ملكية المؤسسات و الشركات الكبرى ذات العوائد المالية المرتفعة، حيث استثمرت قرابة 75% من مجمع استثماراتها الأجنبية المباشرة في البلدان المتقدمة<sup>(9)</sup>.

#### 5- أهم الصناديق السيادية العربية وما يميزها عن باقي الصناديق في العالم

تمثل الصناديق السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي 45% من إجمالي أصول الصناديق السيادية التي تبلغ 1,5 تريليون دولار، ومن بين الصناديق الرائدة في هذه المنطقة نجد صندوق أبو ظبي للاستثمار وصندوق الهيئة العامة للاستثمار بالكويت. بينما تمثل الصناديق السيادية الآسيوية 35% من إجمالي أصول الصناديق السيادية ومن أهم الصناديق التابعة لهذه المنطقة مؤسسة سنغافورة الحكومية للاستثمار، أما باقي العالم فيمثل 20%.

- هيئة أبو ظبي للاستثمار: وهو أكبر الصناديق في العالم والذي أنشئ سنة 1976 بهدف استثمار الفوائض المالية لإمارة أبو ظبي، هذا ويشير التقرير الذي أعده بنك "مورغان ستانلي" أن هيئة أبو ظبي للاستثمار تدير أكثر من 875 مليار دولار، وكان أول صندوق يشتري حصة كبيرة لإحدى البنوك الغربية المتعثرة، حين ضخ 7,5 مليار دولار في بنك "سي تي غروب" عام 2007.



- **الهيئة العامة للاستثمار:** أسست عام 1953، وتبلغ أصولها حوالي 250 مليار دولار موزعة ما بين صندوق الأجيال القادمة وصندوق الاحتياطي العام، ورغم التحفظ الذي تعتمده الهيئة في نهجها الاستثماري، فإنها كانت في واجهة بعض التحركات الاستثمارية المتميزة التي أقدمت عليها الصناديق السيادية في السنوات الأخيرة، فقد استثمرت في شركات استثمارية خاصة و صناديق تحوط وعقارات، كما أنها أقدمت على بعض الاستثمارات ذات المستوى الرفيع في الشركات العامة، ومنها على سبيل المثال بنك الصين الصناعي التجاري.

- **الهيئة العامة للاستثمار القطرية:** تأسست هذه الهيئة عام 2003 وكان الهدف من ذلك هو الإسهام في تنويع الأصول المالية لديها و توزيعها في مجموعة أصول جديدة لتعزيز الاقتصاد القطري ككل، و بالتالي عمدت الهيئة إلى الاستثمار بشكل رئيسي في الأسواق الدولية، أما داخل قطر فتستثمر خارج قطاع الطاقة، مع الإشارة إلى أن هذا المشروع انطلق برأسمال بلغ 60 بليون دولار أمريكي، وهو يحظى بالدعم من المحافظ المالية الناجمة عن فوائض مبيعات قطر من الموارد الطبيعية<sup>(10)</sup>، والجدول المولي يوضح باقي الصناديق العربية.

**الجدول رقم (02): أهم صناديق الثروة السيادية العربية**

الدولة	اسم الصندوق	تاريخ التأسيس	القيمة بالمليار دولار
الإمارات	مركز أبو ظبي للاستثمار	1976	875
الإمارات	دبي للاستثمار	2006	82
الإمارات	مبادلة	2002	10
الإمارات	رأس الخيمة	2005	01
الإمارات	هيئة استثمارات الإمارات	2007	/
البحرين	ممتلكات	2006	14
الجزائر	تسوية الإيرادات	2000	47
السعودية	ساما	/	365
السعودية	الاستثمار العام	2008	5
عمان	الاحتياطي العام	1980	6
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2003	60
الكويت	الأجيال القادمة	1953	264
ليبيا	الاستثمار الأجنبي العربية الليبية	2006	50
موريتانيا	الوطني لعائدات المحروقات	2006	0.3

المصدر: خالد راغب الخطيب و آخرون، أثار الأزمة المالية العالمية على صناديق الثروة السيادية - دراسة حالة الدول العربية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية، محور العلوم المالية والمصرفية، ص.141.

أما عن ما يميز الصناديق السيادية العربية عن باقي الصناديق في العالم ما يلي<sup>(11)</sup>:

- تبرز من خلال مقارنة الصناديق السيادية العربية بباقي الصناديق في العالم بالاعتماد على مؤشر الناتج المحلي الإجمالي أنها مرتفعة جدا وبذلك لها أهمية كبيرة في تمويل الإنفاق العام لدول المنشأ، حيث تشكل موجودات صناديق النرويج، روسيا و الصين 70%، و 29% و 21% من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول على التوالي، في حين تبلغ موجودات صناديق السعودية، الكويت و الإمارات 106%، و 261% و 590% من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول على التوالي.

- تتسم جميع الصناديق السيادية العربية بالغموض، فحسب بيان معهد الصناديق السيادية لا يوجد صندوق عربي يتمتع بالشفافية المطلقة، و الالتزام بالمبادئ الأساسية العشرة التي يرتكز عليها مؤشر "لينا بوج- مادويل" للشفافية (Lina Burg- Maduell Transparency Index)، والتي من بينها: التزام الصندوق السيادي بإصدار تقارير سنوية مدققة من خلال مكتب محاسبي خارجي، بيان الصندوق لنسب ملكيته في الشركات والعوائد المالية و التوزيع الجغرافي للملكية، بيان الصندوق لاستراتيجيات وأهداف واضحة، توفير الصندوق لقواعد إرشادية بشأن المعايير الأخلاقية، سياسات الاستثمار، الالتزامات المالية ومدى تفعيل تلك القواعد وكذلك التحديد الواضح من قبل الصندوق السيادي لمعلومات الاتصال وأي فروع له إن وجدت.

### ثانيا: علاقة صناديق الثروة السيادية بأزمة الرهونات العقارية

عندما بدأت أزمة الرهن العقاري كانت أزمة مالية حدثت في القطاع المالي الذي يشتمل على المؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين وبنوك الاستثمار والبنوك الشاملة وصناديق الاستثمار سواء صناديق سيادية حكومية أو صناديق خاصة) والأسواق المالية (وبالتحديد أسواق الأوراق المالية) ثم انعكست أثارها على القطاع الحقيقي، متمثلة في انخفاض حجم الاستثمار الإنتاجي الحقيقي، وكان لها انعكاسات خطيرة على اقتصاديات البلدان العربية في صورة انخفاض أسعار النفط وخسائر مالية للبنوك وصناديق الثروة السيادية، وخسائر أخرى .

#### 1- التعريف بالأزمة المالية:

هي الوضع الذي تتدهور في ظلّه كفاءة النظام المالي والمصرفي في أداء وظيفته الأساسية في تحويل الأرصدة المالية من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي (مدخرات مثلا) إلى الوحدات الاقتصادية التي تحتاج إلى تلك الأرصدة، ويقترن هذا التدهور بانتشار حالات الذعر المالي (الذي يسبب تدهور أسعار الأصول المالية، ولاسيما الأسهم) والذعر المصرفي (والذي يسبب سحب واسع النطاق للودائع من البنوك) وإفلاس كثير من المؤسسات الاقتصادية (بسبب ارتفاع حجم القروض المعدومة)، مع تدهور قدرة المؤسسات المالية ولاسيما المصارف وشركات الاستثمار وشركات الأوراق المالية على الوفاء بالتزاماتها،

فتنتشر حالات الفشل والإفلاس المصرفي والمالي على نطاق كبير، وهذا يسبب انخفاض حجم التمويل المتاح للاستثمار الحقيقي ، فينخفض حجم النشاط الاقتصادي ، ويزداد معدل البطالة..(12)

## 2- أزمة الرهن العقاري

تسببت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة في سقوط مدوي للاقتصاد والبورصات العالمية، وتعرضت العديد من البنوك إلى الإفلاس ولعل أهمها كان بنك "ليمان برادر" رابع أغنى بنك في العالم والذي يعود إنشاءه لعدد من اليهود قبل أكثر من خمسة عقود، ووصل الأمر لحد إعلان صندوق النقد الدولي أن الاقتصاد الأمريكي يتجه نحو انكماش يمكن أن يَعرض أكبر اقتصاد في العالم إلى ضغوط خلال معظم عام 2009.

أ/ **جذور الأزمة:** وبحسب خبراء تعود جذور تفاقم الأزمة المالية في أمريكا إلى سياسات تحرير الأنظمة البنكية وخفض معدلات الفائدة، والتي قام بها مجلس الاحتياطي الفيدرالي بقيادة رئيسه السابق "ألان جرينسباد" بعد تهاوي أسعار أسهم التقنية، وهو الأمر الذي شجع على انخفاض تكاليف الإقراض وساهم بشكل كبير في تكوين أزمة العقارات في الولايات المتحدة والتي بدورها تفاقمت لتطيح بالاقتصاد الأمريكي ككل(13).

لقد بدأت الأزمة بتحرير القطاع المالي من القيود التي كانت تحدد النشاطات التي تدخلها المؤسسات المالية ولاسيما المصارف والأصول التي تستثمر فيها أموالها، وإزالة القيود المفروضة على شركات التأمين، فزاد حجم الإقراض بدون ضمانات كافيته ، واستثمرت البنوك في أنشطة وأصول كانت محرمة عليها، وتم منح قروض إلى مقترضين جدارتهم الائتمانية ضعيفة والنتيجة هي حدوث تعثر في سداد القروض التي كانت تمنحها المصارف - التجارية والمصارف التي أخذت شكل شركات استثمار investment companies أو المصارف الشاملة universal banks- إلى المقترضين ولاسيما قروض الرهن العقاري، وقطاع السيارات والقروض المرتبطة ببطاقات الائتمان والقروض المقدمة لتمويل سلع استهلاكية معمرة، فزاد حجم القروض المعدومة لدي البنوك وبالتالي خسرت المصارف جزءا كبيرا من أصولها، ولما انكشفت تلك المعلومات للجمهور سارع بسحب ودائعه من المصارف المتعثرة، فانخفض حجم السيولة لدى المصارف، وسارع حاملي الأسهم إلى بيعها خوفا من انخفاض أسعارها، فزاد عرض الأسهم وانخفضت أسعارها، وانخفضت الأرقام القياسية لأسعار الأسهم (مؤشرات البورصات) في جميع بورصات العالم، في وقت متقارب، وقام المستثمرون الأجانب ببيع الأسهم التي لديهم وحولوا أرصدهم إلى الخارج، ولما كانت قيمة أسهم أي شركة هي القيمة السوقية لأسعار أسهمها، ومعني انهيار القيمة السوقية للأسهم انخفاض القيمة السوقية للشركات صاحبة هذه الأسهم، وبالتالي انخفاض صافي حقوق الملكية net worth لتلك الشركات، فلقد ترتب على ذلك انخفاض الجدارة الائتمانية لشركات الأعمال لأن صافي حقوق الملكية يمثل الضمان collateral الذي تستخدمه الشركة كضمان للقروض التي تطلبها من المصارف، وعندما تجد المصارف أن ذلك الضمان له قيمة سوقية

منخفضة، تمتع عن إقراض الشركات، مما أوجد صعوبة أمام الشركات التي ترغب في الاقتراض لتمويل عملياتها الجارية أو تمويل استثماراتها.

كما ترتب على تدهور المركز المالي للبنوك ونقص السيولة لديها أن أصبحت هناك صعوبة إضافية أمام حصول شركات الأعمال غير المالية على التمويل لممارسة نشاطها بالحجم المعتاد، مما أجبر تلك الشركات على تخفيض حجم نشاطها الاقتصادي، وأجبرها على التخلص من بعض العمالة لديها، فزاد حجم البطالة وانخفض الطلب على السلع الأولية التي تدخل في نشاط تلك الشركات ومن بينها النفط فانخفضت أسعاره من 147 دولار في يوليو 2008م حتى وصل 36 دولار في أواخر ديسمبر 2008م، كما انخفضت القروض من المصارف التي تمنح لشراء السيارات والسلع الاستهلاكية المعمرة فانخفض بالتالي الطلب على السيارات والسلع الاستهلاكية المعمرة، فقامت شركات السيارات بتخفيض حجم الإنتاج ، وانخفض نشاط البناء في قطاع العقارات لانخفاض حجم القروض التي تقدمها المصارف وشركات الرهن العقاري لشراء المنازل وبناء مساكن جديدة وزاد حجم الطاقة الإنتاجية العاطلة في القطاع الحقيقي<sup>(14)</sup>.

ب/ تفسير هيمان مانسكي (HymanMinsky) لأزمة الرهن العقاري: يشير هيمان مانسكي (1919-1996) في كتابه "An unstable stabilizing economy" الذي صدر سنة 1986 إلى نظرية الأسواق المالية، والتي تفسر بوضوح ما حدث منذ فترة في البورصات العالمية.

فحسب مانسكي تفسر أزمة الرهن العقاري بمنحنى التهرب من المخاطرة، الذي يرصد سلوك المستثمرين تجاه الخطر عبر الزمن، ففي فترة الرواج الاقتصادي يفقد الأعوان الاقتصاديون (البنوك، المؤسسات والمستهلكين) الشعور بالخطر، مما يؤدي إلى انخفاض التهرب من المخاطرة لذا يعتمدون في زيادة المخاطرة بهدف رفع العائد، وكنتيجة للمنافسة ما بين البنوك تعمل هذه الأخيرة دائما على محاولة استحداث منتجات مالية جديدة. وفي هذه الحالة يميز مانسكي ما بين ثلاث فئات من المقترضين<sup>(15)</sup>:

**الفئة الأولى:** الأعوان الاقتصاديون ذوي الملاءة المالية، وتعتبر هذه الفئة بدون مخاطرة حيث يستطيع المقترض تسديد رأس المال بالإضافة إلى فوائد الدين.

**الفئة الثانية:** المضاربون، وتعتبر هذه الفئة أكثر مخاطرة مقارنة بالفئة الأولى وأقل مقارنة بالفئة الثالثة، حيث يسدد المقترض في هذه الحالة فوائد الدين ولكنه لا يستطيع التخلص كلية من ديونه، وبالتالي تطالب دائما هذه الفئة بتأجيل التسديد.

**الفئة الثالثة:** تسمى هذه الفئة حسب مانسكي مدينين بانزي "Débiteurs Ponzie"، ويقصد بها المؤسسة أو الفرد الذي يعتبر فقيرا جدا، ليس فقط عدم قدرتهم على تسديد أصل الدين ولكن حتى تسديد الفوائد، فأملهم الوحيد هو ارتفاع قيمة الأصول التي بحوزتهم.

وأثناء أزمة الرهن العقاري الفئة الثالثة هي حالة كل الأمريكيين الذين لهم وضعية مالية رديئة ومالكي عقارات بواسطة قرض الرهن العقاري، فعكس توقعاتهم، لم ترتفع قيمة عقاراتهم وليس لهم أي وسيلة لتسديد ديونهم.

يرى مانسكي أن الأزمات المالية الخطيرة تتطلب تدخل الدولة (التأثر بالمدرسة الكينزية) سواء عن طريق تدخل البنك المركزي، سلطات الرقابة أو وزارة المالية، فحسبه لا يمكن للبنوك الخروج من الأزمة بدون تدخل الدولة كما أن ضعف تدخل البنوك المركزية يوضح جيدا توافق نظرية مانسكي مع وضع الأزمة المالية العالمية.

**ج/ كيفية انتقال الأثر من الدول المتقدمة إلى الدول النامية:** لقد ترتب على انخفاض النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية انخفاض في الطلب على السلع والسلع الأولية التي تستوردها من الدول النامية، وهي السلع التي تصدرها دول مثل الصين والهند والاقتصاديات الناشئة والدول النامية عموما، وكذلك انخفض الاستثمار الأجنبي الذي كان يتدفق من الدول المتقدمة إلى الدول النامية، رغم أن هذا الاستثمار لم يكن مجديا اقتصاديا للدول النامية في كثير من الحالات، كما انخفض حجم المساعدات التي تقدمها الدول المتقدمة إلى الدول النامية، وبالتالي انتقل تأثير الركود الذي حدث في الدول الصناعية إلى الدول النامية سواء الاقتصادية الناشئة أو الدول النامية منخفضة الدخل.

والأمر الثاني هو أن المؤسسات المالية في الدول النامية بدلا من أن تستثمر في الداخل ذهبت للاستثمار في الخارج في مجال الإقراض العقاري والسندات والمشتقات المالية، وعندما وقعت الكارثة المالية هناك، وقعت في نفس الوقت -تقريبا- في داخل بلادها، فمثلا بنك الخليج الكويتي خسر أكثر من مليار دولار والصناديق السيادية لدول الخليج قدرت خسارتها بحوالي 450 مليار دولار<sup>(16)</sup>.

### 3- سياسات احتواء أزمة الرهن العقاري

يمكن تقسيم سياسات معالجة واحتواء الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، حسب المعيار المكاني، إلى سياسات قطرية خاصة بكل دولة، وسياسات إقليمية نفذتها مجموعة من الدول المتقدمة<sup>(17)</sup>.

**أ/ السياسات القطرية:** إن الإجراءات المتبعة من جانب الدول المتقدمة للحد من تداعيات الأزمة العالمية تمت على مرحلتين، ففي المرحلة الأولى، تدخلت السلطات النقدية والحكومية في السوق المالية منذ بداية الأزمة، وذلك عن طريق ضخ سيولة نقدية كبيرة في السوق من خلال عمليات شراء وتأميم أصول المؤسسات المالية المتعثرة، كما فعلت خطة الإنقاذ الأمريكية التي بلغت قيمتها 700 مليار دولار ابتداء من أكتوبر 2008. ومع أن هذه الإجراءات هدفت أساسا إلى الحفاظ على استقرار السوق المالية ومنع تحول الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية تؤدي إلى الركود الاقتصادي، فإن هذا الهدف لم يتحقق، حيث سجلت معظم اقتصاديات الدول المتقدمة معدلات نمو سالبة مع نهاية سنة 2008 وبداية سنة 2009 وهو ما يعني وقوع ركود اقتصادي نتج منه ارتفاع مستويات البطالة بهذه الدول.

في المرحلة الثانية، وبعد تحول الأزمة المالية إلى أزمة حقيقية، شرعت معظم الدول المتقدمة مع بداية عام 2009 في تبني وتنفيذ سياسات اقتصادية كينزية بغرض رفع معدلات النمو الاقتصادي وتخفيض مستويات البطالة عن طريق رفع الإنفاق الحكومي الاستثماري.

ب/ السياسات الإقليمية: تمثلت على وجه الخصوص في الإجراءات المتخذة عقب قمة العشرين G20 التي انعقدت في لندن في أبريل 2009، حيث كانت أهدافها أساسا تتمحور حول إعادة الثقة في الاقتصاد العالمي من خلال العمل على رفع معدلات النمو والتشغيل، بالإضافة إلى ترقية التجارة الدولية وإصلاح وتعزيز حوكمة النظام المالي. ولتحقيق هذه الأهداف اتخذت مجموعة من الإجراءات أهمها<sup>(18)</sup>:

- تقديم دعم مالي لصندوق النقد الدولي بقيمة 750 مليار دولار أمريكي، وإصدار حصة جديدة من وحدات حقوق السحب الخاصة بقيمة 250 مليار دولار أمريكي لتعزيز القدرة الائتمانية للصندوق.
- تقديم دعم إلى البنك الدولي للتنمية بقيمة 100 مليار دولار أمريكي.
- توفير مبلغ 250 مليار دولار من أجل دعم تمويل التجارة الدولية.
- تطبيق سياسة مالية توسعية عن طريق تنفيذ برامج ومخططات إضافية في الدول الأعضاء، قيمتها الإجمالية 1100 مليار دولار أمريكي، بهدف رفع معدلات النمو الاقتصادي والتشغيل.

#### 4- الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية العربية خلال أزمة الرهن العقاري

نص تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) الصادر في أبريل 2008 أن مساهمة صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة في المنطقة في ضخ الكتلة النقدية في المؤسسات المالية كان له أثر إيجابي في تحقيق الاستقرار المالي، وذلك نتيجة تدخلها في الأوقات الحرجة، وكذا في الوقت الذي كان فيه ازدياد التهرب من المخاطر، كما نص التقرير أن صناديق الثروة السيادية تؤدي دورا مهما في تحقيق النمو الاقتصادي على المستوى المحلي والدولي وذلك خلال فترة الأزمة<sup>(19)</sup>.

أ/ دور صناديق الثروة السيادية في التخفيف من أزمة الرهن العقاري: في منتصف عام 2007، ظهرت أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية لتنتقل عداها بسرعة إلى السوق المالية الأمريكية ومعظم الأسواق المالية الأوروبية، وهو ما أدى إلى فقدان ثقة المستثمرين بهذه الأسواق، وبالتالي تسجيل انخفاض ملحوظ في درجة سيولتها وتدن رهيب في قيمة أسهم الشركات والمؤسسات المالية النشطة، الأمر الذي هدد الشركات والبنوك بالإفلاس، إلا أن تدخل أبرز وأهم صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية ساهم في التقليل من حدة الخطر. حيث قامت هذه الصناديق خلال الفترة الممتدة من ماي 2007 إلى جانفي 2008 بشراء ما قيمته 65 مليار دولار أمريكي من أسهم الشركات والبنوك والمؤسسات المالية الناشطة في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية<sup>(20)</sup> (كما هو موضح في الجدول رقم 03)، لتتحول تلك الأزمة إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية مع نهاية عام 2008 وبداية عام 2009 بالنظر إلى ارتباط معظم اقتصاديات دول العالم بالاقتصاد الأمريكي. وبالتالي فإن المدة الزمنية التي استغرقتها الأزمة للتحوّل من أزمة رهون عقارية أمريكية إلى أزمة مالية عالمية تعادل عاما ونصف العام، وهذا التباطؤ النسبي المسجل في سرعة تحول وانتقال الأزمة يرجع إلى المساهمة الفعالة لصناديق الثروة السيادية في الحد من توسعها.

**الجدول رقم (03): تدخلات صناديق الثروة السيادية في البنوك الغربية**

حجم الاستثمار مليار (USD)	التاريخ	جنسية الصندوق السيادي	اسم صندوق الثروة السيادية	جنسية البنك	البنك
2.05	25-07-2007	سنغفورة	temasek	المملكة المتحدة	Barclays
3.08	25-07-2007	الصين	China developmentbank	المملكة المتحدة	Barclays
6.94	31-10-2008	قطر	QIA, challenger	المملكة المتحدة	Barclays
4.84	31-10-2008	قطر	QIA	المملكة المتحدة	Barclays
7.5	26-11-2007	أبوظبي	Abu Dhabi investment authority	الوم أ	Citigroup
6.9	15-01-2008	سنغفورة	GIC	الوم أ	Citigroup
5.6	15-01-2008	الكويت	KIA, alwaleed bin total	الوم أ	Citigroup
4	24-12-2008	سنغفورة	temasek	الوم أ	Merrill lynch
6.6	15-01-2008	كوريا، كويت	KIC, KIA	الوم أ	Merrill lynch
5.58	19-12-2007	الصين	China investment corporation	الوم أ	Morgan Stanley

**Source:** focus, bilan et perspectives des fonds souverains, banque de France, n°1, 2008, p. 13.

إذن، وكما هو موضح في الجدول أعلاه، منحت أزمة الرهن العقاري في بدايتها فرصة جيدة لصناديق الثروة السيادية عامة والعربية خاصة لزيادة نفوذها في الاقتصاد العالمي من خلال الاستحواذ على حصص مهمة في مؤسسات عالمية وبأسعار منخفضة، وبالأخص في بنوك أمريكية وأوروبية تضررت من جراء خسائر في رهون عقارية أمريكية عالية المخاطر، ومن أهم هذه البنوك "Citigroup" و "Merrill Lynch" و "Barclays".....

ومع تنامي استثمارات الصناديق السيادية تزايد الزخم حول نشاطها والمخوف من طرف الدول الغربية حيث ظهر الجدل واضحاً في منتدى الاقتصاد العالمي الذي استضافه منتج دافوس السويسري، حول الصناديق السيادية الاستثمارية حيث أظهر عدد من الحضور قلقاً حيال أن تمتلك الحكومات المالكة لتلك الصناديق نفوذاً اقتصادياً وسياسياً على اتخاذ القرار في الدول المستقبلية للاستثمارات. وفيما حرص عدد من السياسيين

والاقتصاديين الغربيين خلال المنتدى على إظهار هواجسهم حيال تحرك تلك الصناديق التي تدير مليارات الدولارات، شدد مسؤولون خليجيون على عدم صحة تلك الانتقادات<sup>(21)</sup>.

لذلك ومع تزايد المخاوف من وجود دوافع سياسية وراء نشاط هذه الصناديق وتصدي الكثير من الدول لها، فقد واجهت بعض هذه الصناديق والشركات مقاومة من جانب دول أخرى عند محاولاتها شراء شركات معينة تعتبرها تلك الدول مهمة لأمنها الوطني، في المقابل نجد أن هذه الصناديق تمتلك السيولة النقدية الهائلة التي تحتاج إليها الشركات والمؤسسات المالية العالمية بشدة.

**ب/ الخسائر التي تكبدتها صناديق الثروة السيادية:** على غرار الصناديق المشاركة الأخرى، تضررت صناديق الثروة السيادية في أنحاء العالم بالأزمة المالية العالمية، حيث منيت بخسائر كبيرة جدا سواء في أمريكا أو أوروبا، بعد أن كانت أداة مهمة في توفير رأس المال لبنوك الاستثمار المتعثرة في أوروبا والولايات المتحدة في أوائل أزمة الرهن العقاري.

وتقدر مؤسسة "مورغان ستانلي"<sup>(22)</sup> أن الصناديق السيادية تعرضت إلى خسائر تتراوح بين 500 و750 مليار دولار، بحيث تقلص إجمالي الموجودات الخالية التي تديرها من 3 تريليون دولار إلى ما بين 2.3 و2.5 تريليون دولار في مدة اثني عشر شهرا. كما تمت مراجعة خطط النمو طويل الأمد باتجاه خفضها، إذ تقدر المؤسسة نفسها أن تصل قيمة موجودات صناديق الثروة السيادية إلى 9.7 تريليون دولار في عام 2015، بدلا من 12 تريليون دولار حسب توقعاتها في بداية 2007<sup>(23)</sup>.

ولم تكن الصناديق السيادية العربية بمعزل عن هذا المنحى، إذ تشير تقديرات مجلس العلاقات الخارجية الأمريكي إلى أن المحفظة المالية الخليجية الخارجية انخفضت قيمتها من حوالي 1.3 تريليون دولار في سنة 2007 إلى 1.2 تريليون دولار في 2008. كما أظهرت بيانات المجلس الذي يقارن قيمة الأصول بقيمة الخسائر، أن خسائر الاستثمارات الكويتية بلغت 94 مليار دولار أي بنسبة 36% مقارنة ب 2007، وذلك رغم ضخ تدفقات مالية جديدة بلغت 57 مليارا لتتراجع أصول هيئة الاستثمار إلى 228 مليار دولار في ديسمبر 2008، من 262 مليار دولار في أواخر 2007. بينما تنصدر أبوطي الخسائر الخليجية حيث بلغت قيمة خسائرها 183 مليار دولار لتهبط أصولها المالية إلى 328 مليار دولار في ديسمبر 2008 من 453 مليار للفترة ذاتها من سنة 2007، فيما انخفضت موجودات الهيئة العامة للاستثمار من 65 مليار دولار إلى 58 مليار دولار في الفترة نفسها<sup>(24)</sup>.

وفي كل الأحوال فقد فاقت التدفقات الصافية الكبيرة المكاسب الرأسمالية السلبية، بالنظر إلى انخفاض متوسط سعر برميل النفط الخام سنة 2008 وكذا حجم الخسائر العربية التي تحملتها الصناديق.

**ج/ تغير استراتيجية الاستثمار للصناديق السيادية العربية نتيجة الأزمة المالية:** دفعت التقلبات التي شهدتها العالم وتحقق الصناديق السيادية العربية إلى خسائر كبيرة، هيئات الاستثمار السيادية الكبرى بدول الخليج العربية للامتناع عن محاولة إنقاذ أي بنوك عربية متعثرة والتوجه إلى زيادة استثماراتها في الداخل لتعزيز بورصاتها التي تضررت بسبب الاضطرابات المالية العالمية.



حيث جاء في تقرير مجلس العلاقات الخارجية الأمريكي أن الصناديق الاستثمارية في الكويت وقطر ودبي وأبوظبي بدأت في تغيير استراتيجياتها الاستثمارية، بعد أن خسرت مليارات الدولارات جراء شراء أسهم في شركات غربية، في وقت أصبح فيه عدد من البنوك في الخليج يعتمد على الاستثمار الحكومي، بينما انهارت الأسواق المالية المحلية وحولت بعض الصناديق أصولها إلى أسهم محلية في محاولة لتعزيز الثقة. وفي هذا الإطار قامت الهيئة الكويتية للاستثمار بتحويل أربعة مليارات دولار من الأسواق المالية الغربية إلى بورصاتها المحلية، في حين شرعت الهيئة القطرية للاستثمار في خطة لدعم البنوك المحلية، أما مؤسسة "دبي انترناشيونال كابيتل" فقد ركزت على الأسواق الصاعدة في حين عادت هيئة أبوظبي للاستثمار للأسواق المحلية. وانتهجت معظم الدول الخليجية هذه السياسة بعدما تبين أن الاستثمار في بنوك من قبيل مجموعة سيتي غروب وميريل لينش كلف الصناديق الخليجية ثمنا باهظا، ويعزى إلى مصرفيين محليين قولهم أنهم يشعرون بأنهم انخدعوا بالاستثمار في تلك المؤسسات قبل أن ينكشف الحجم الحقيقي للأزمة المالية(25).

## خاتمة

لقد أسفرت أزمة الرهن العقاري عن تقلبات هائلة في الأسواق المالية العالمية وعلى إلقاء المزيد من الضوء والاهتمام بصناديق الثروة السيادية ومكانتها المتنامية في النظام المالي العالمي، كما دفعت العديد من المحللين في المؤسسات المالية إلى القول بأن صناديق الثروة السيادية في دول الخليج العربية وغيرها تلقت ضربات قوية ، فقيمة استثماراتها تقلصت بشكل كبير وتبعاً لذلك تمت مراجعة خطط النمو باتجاه خفضها، الأمر الذي عكس الخسائر التي تحملتها وكذلك تدني المداخل الواقعية من صادرات السلع التي هي المصدر الرئيسي لتمويل تلك الصناديق السيادية.

ورغم أن هذه الصناديق ليست مسئولة عن الأزمة، إلا أن التخوف من أدوارها المستقبلية زاد من الأعمال المتصلة بوضع إطار لعملها بما يدعم شفافية أدائها وحوكمتها، غير أن صناديق الثروة السيادية المنتمية بالخصوص إلى دول العالم الثالث بالرغم من التزاماتها ومسؤولياتها العالمية، هي مسئولة بالدرجة الأولى وبشكل أكبر عن دعم مسيرة التنمية في بلدانها الأصلية، وتمكين الأجيال القادمة من الاستفادة من ثمار النمو الاقتصادي وأن تتفادى تركيز مساهماتها في عدد قليل من المؤسسات بشراء حصص كبيرة، بل تعمل على توسيع هذه المشاركات بشراء حصص صغيرة في أكبر عدد من المؤسسات في قطاعات واسعة.

## نتائج الدراسة: خلصت هذه الدراسة لما يلي:

- صناديق الثروة السيادية عبارة عن ترتيبات استثمارية ذات غرض خاص تابعة للدولة، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لأغراض اقتصادية كلية.
- تمتلك خمسة دول عربية صناديق ثروة سيادية ضخمة، تعتبر عائدات النفط المصدر الرئيسي لها.
- اكتسبت صناديق الثروة السيادية أهمية متزايدة في النظام المالي العالمي، إذ تعتبر عامل مساعد في معالجة الاختلالات المالية على الصعيد العالمي.

- تعتبر أزمة الرهن العقاري أزمة سيولة، لذا كان الحل الرئيسي لها هو ضخ الكتلة النقدية، وهذا ما حاولت القيام به صناديق الثروة السيادية.
- إن تدخل صناديق الثروة السيادية للحفاظ على استقرار وسيولة الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية مع بداية الأزمة لم يرفق بالدعم والمساندة اللازمين من الدول المتقدمة، عن طرق تنفيذ سياسات فعالة لمعالجة مسببات الأزمة، وهو ما أدى في النهاية إلى عدم قدرة هذه الصناديق على الحفاظ على استقرار الأسواق المالية لمدة طويلة وبالتالي تسجيلها لخسائر مالية معتبرة.
- تظهر صناديق الثروة السيادية كأدوات استثمار فاعلة وواسعة النطاق، لكن كونها مملوكة من بعض الدول فهي تثير الريبة والحذر مخافة تأثيرها على السياسات الاقتصادية العالمية. وعلى الرغم من الإقرار بدورها في الاستقرار الاقتصادي والحاجة الماسة إلى سيولتها المالية، فالأوساط الاقتصادية في أمريكا وأوروبا تتعاطى معها كحال شارب السم لمعالجة السم خصوصاً وأن الجزء الأساسي من استثماراتها شبه سري وغير واضح.
- قد تكون صناديق الثروة السيادية مسئولة ولو بطريقة غير مباشرة عن انتقال الأزمة المالية في الدول التي أنشأتها، وذلك لاستثمارها لمبالغ ضخمة في المؤسسات والشركات المالية العالمية أثناء حدوث الأزمة بدلا من توجيهها للاستثمار محليا.
- إن ما تحتاجه الصناديق السيادية هو الالتفات إلى إمكانات الاستثمار في المجالات غير المالية الصرفة دعماً لاقتصاديات بلدانها وتنويع مصادر دخلها في زمن الأزمات العالمية واستفحاله.

#### التوصيات:

- دعم وجود صناديق الثروة السيادية في العالم لخلق التوازن ما بين دول الفائض ودول العجز المالي.
- وضع إطار لعمل الصناديق السيادية العربية من خلال الالتزام بمجموعة من قواعد السلوك مما يدعم الشفافية والحوكمة فيها.
- يجب أن تصبح الصناديق السيادية العربية وسيلة لتحقيق التنمية المحلية لبلدانها وليس وسيلة للاستثمار في دول العالم.
- لا بد من التأكد من استثمارات صناديق الثروة السيادية العربية وضرورة مراعاة المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد.

## الهوامش والمراجع:

- (1) عبد الله بلوناس و حاج موس نسيمه، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية، محور العلوم المالية والمصرفية، ص.509.
- (2) Daniel Garrigue, **Les Fonds Souverains, Révélateurs De Nos Propres Faiblesses**, Rapport D'information Déposé Par La Délégation De L'assemblée Nationale Pour L'union Européenne, № 963, 17 Juin 2008, p.12.
- (3) Anouar Achour et les autres, **les fonds souverains conquête de la politique par la finance**, école de guerre économique, décembre 2007, p.17.( www.eg.fr).
- (4) خالد راغب الخطيب وآخرون، أثار الأزمة المالية العالمية على صناديق الثروة السيادية دراسة حالة الدول العربية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية، محور العلوم المالية والمصرفية، ص.137.
- (5) [http:// www-swfinstitute-org-fund-kuwait\\_php.htm](http://www-swfinstitute-org-fund-kuwait_php.htm).2008.
- (6) خالد راغب الخطيب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.138.
- (7) قدي عبد المجيد، **الصناديق السيادية و الأزمة المالية الراهنة**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، ص.4.
- (8) Focus, **Bilan Et Perspectives Des Fonds Souverains**, Banque De France, № 01, 28 Novembre 2008, p.1.
- (9) قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص.4.
- (10) خالد راغب الخطيب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 139-140.
- (11) صباح النعوش، **الصناديق السيادية العربية**، من الموقع الإلكتروني:  
<http://www.aljazeera.net/nr/exeres/8dc50f7c-6a1b-4efa-a5b2-0f3ace2ab682.htm>
- (12) أحمد أبو الفتوح الناقه، **الأزمة المالية العالمية: الأسباب والأعراض والنتائج**، قسم الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، من الموقع الإلكتروني: <http://uqu.edu.sa/page/ar/43488>
- (13) أسامة نبيل، **الأزمة المالية.. من يدفع الفاتورة أمريكا أم العرب؟**، من الموقع الإلكتروني: <http://www.saaaid.net/arabic/214.htm#5>
- (14) أحمد أبو الفتوح الناقه، مرجع سبق ذكره.
- (15) Gerald Brauberger, **La crise financière expliquée par Hyman Minsky**, revue problème économique, N° 2935, 21 novembre 2007, pp. 47-48.
- (16) عبد الله رزق، **الأزمة العالمية وصناديق التحوط تبتلع خزائن الصناديق السيادية**، من الموقع الإلكتروني:  
<http://www.lebarmy.gov.lb/article.asp?In=ar&id=20536>
- (17) نبيل بولفيح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49، خريف 2009-شتاء 2010، ص ص.97-98.
- (18) Les principaux points du communiqué final du sommet du G20 à Londres, Agence de presse Chinoise, du site:  
[http://www.frenchxinhuanet.com/french/2000-04/03/content\\_851087.htm](http://www.frenchxinhuanet.com/french/2000-04/03/content_851087.htm)
- (19) OCDE, rapport du comité de l'investissement, **fonds souverains politique des pays d'accueil**, 4 avril 2008, p.3.
- (20) عبد المجيد قدي، **الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة**، مداخلة في مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس- لبنان، 13-14 آذار 2009، ص.10.
- (21) خالد راغب الخطيب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 145.
- (22) مؤسسة "مورغان ستانلي" من بين أكبر المؤسسات المصرفية الأمريكية المختصة بالاستثمار في مختلف الأسواق المالية العالمية.
- (23) سفين بيرينت، **صناديق الثروة السيادية الخليجية: إدارة الثروة في زمن الاضطراب**، استشرافات في السياسة، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، فيفري 2009، ص. 2.
- (24) المرجع نفسه، ص. 3.
- (25) خالد راغب الخطيب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 149.