

# انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على صناديق الثروة السيادية

أ: بن يخلف آسية<sup>1</sup>

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة الجزائر3

Email : [assou-b@live.fr](mailto:assou-b@live.fr)

---

## SUMMARY

*Sovereign wealth funds are considered as investment funds used by States as a mean to employ and manage the international reserves resulting from the surplus of the balance of payments, whether it comes from exports of raw materials such as oil or other minerals, or agricultural exports ,or general budget surpluses.*

*Employment strategies of these reserves vary to achieve economic goals related to economic stability (increasing the economic efficiency and the gross domestic products); these strategies may focus on the transfer of a portion of this wealth (international reserves) to the next generations.*

*Employing a part of these reserves in international financial markets can expose them to the disorders that affect the international economic and financial transactions; so we can ask this question: is exploiting and investing these international reserves constitute an element of stability or an element of instability for international financial markets under the financial crises that the world economy are exposed to?*

*There are likely two answers, sovereign wealth funds may contribute partially to reduce these disorders by providing liquidity to the international financial markets if the crisis was diagnosed as international illiquidity. These funds may be affected by the loss of a lot of its assets, if those assets were employed in investment funds with a high degree of risk.*

*We have come to notice that these funds remain a stabilizing factor that helps partially the international financial markets and also remain vulnerable to some degree of financial and economic risks that the global economy face.*

الملخص:

---

تعتبر صناديق الثروة السيادية بمثابة صناديق استثمار تستعملها الدول كوسيلة لتوظيف و إدارة الاحتياطات الدولية الناتجة عن فوائض ميزان المدفوعات سواء كانت من صادرات المواد الأولية كالنفط أو المعادن الأخرى أو كانت صادرات زراعية، أو فوائض الميزانيات العامة.

إن إستراتيجيات التوظيف لهذه الاحتياطات تتنوع لتحقيق أهداف إقتصادية مرتبطة بالاستقرار الاقتصادي ( زيادة الكفاءة الاقتصادية و الناتج المحلي الاجمالي )، و قد تركز هذه الاستراتيجيات على نقل جزء من هذه الثروة أي الاحتياطات الدولية إلى الأجيال القادمة.

إن توظيف جزء من هذه الاحتياطات في الأسواق المالية الدولية قد يعرضها إلى الاضطرابات التي تصيب المعاملات المالية و الاقتصادية الدولية، و هنا يطرح السؤال التالي: هل أن إستغلال و استثمار هذه الاحتياطات الدولية يشكل عنصر إستقرار أم عنصر إضطراب للأسواق المالية الدولية في ظل الأزمات المالية التي يتعرض لها الاقتصاد العالمي؟

إن الموضوع يحتمل الإجابتين فصناديق الثروة السيادية قد تساهم جزئيا في تقليل حدة هذه الاضطرابات من خلال توفير السيولة للأسواق المالية الدولية إذا كانت الأزمة مشخصة في إنعدام السيولة الدولية. و قد تتأثر هذه الصناديق بدورها بفقدان الكثير من أصولها، إذا كانت هذه الأصول موظفة في أوعية استثمارية تتميز بارتفاع درجة المخاطر.

تبقى الإشارة إلى أن هذه الصناديق تبقى عامل إستقرار مساعد جزئيا للأسواق المالية الدولية، كما تبقى معرضة لدرجة معينة من المخاطر المالية و الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد العالمي.

## مقدمة:

عرفت العديد من الاقتصاديات الناشئة و اقتصاديات الدول النفطية إرتقاعا ملحوظا في إحتياطاتها من العملة الأجنبية، و هذا ما شجع على ظهور أداة استثمارية مهمة أطلق عليها مصطلح صناديق الثروة السيادية، حيث تعتبر وسيلة مهمة من وسائل توسيع القاعدة الاقتصادية و تنويع مصادر الدخل.

أصبحت الصناديق السيادية اليوم محط اهتمام واسع لدى العديد من الدول بسبب النمو الذي عرفته هذه الصناديق بعد أزمة الرهن العقاري، حيث إنتقل حجم أصولها من 3000 مليار دولار أمريكي عام 2007 إلى 7395 مليار دولار أمريكي في سبتمبر 2016، بالإضافة إلى دورها في إستقرار النظام المالي العالمي خلال فترة الأزمة، حيث قامت بضخ السيولة في المؤسسات المالية الأجنبية المتضررة، وهذا ما خفف من حدة الأزمة و الذي أدى إلى تعرضها لخسائر كبيرة من وراء هذه الاستثمارات التي قدرت بحوالي 60 مليار دولار.

نتناول في هذه الدراسة الاجابة على السؤال التالي:

ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على إستثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية العالمية؟

للإجابة على التساؤل المطروح تم تقسيم المقال إلى المحاور التالية:

**أولاً: ماهية صناديق الثروة السيادية**

**ثانياً: مكانة صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي**

**ثالثاً: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على صناديق الثروة السيادية**

**أولاً: ماهية صناديق الثروة السيادية**

الصناديق السيادية ليست ظاهرة جديدة على الساحة العالمية حتى وإن عرفت نمواً سريعاً في نهاية القرن العشرين، بل يعود تاريخ بعضها إلى سنة 1953، حيث تعتبر دولة الكويت أول مؤسس لها، ويرجع هذا النمو المتزايد في هذه الصناديق إلى إرتفاع أسعار النفط و العولمة المالية و إستمرار الاختلالات في النظام المالي العالمي و هذا ما أدى إلى تراكم الاحتياطات بالعملة الصعبة لدى بعض الدول.

### **1- تعريف صناديق الثروة السيادية:**

لا يوجد إتفاق موحد على تعريف صناديق الثروة السيادية، فكل منظمة تعرفها حسب معيار معين، و من بين هذه التعاريف نذكر مايلي:

**1-1- تعريف صندوق النقد الدولي (FMI):** "صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن صناديق إستثمار ذات غرض خاص، مملوكة و مراقبة من طرف الحكومة العامة، تتولى هذه الصناديق توظيف و إدارة أصول مالية على المدى الطويل مستخدمة في ذلك سياسات إستثمارية من أجل تحقيق أغراض اقتصادية كلية، كت تحقيق العدالة بين الأجيال و تنويع مصادر الناتج المحلي الإجمالي".<sup>2</sup>

**1-2- تعريف منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية (OCDE):** "صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن هيئة تقوم بتجميع الأصول المالية المملوكة بطريقة مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف معينة، و هي صناديق مموله إما باحتياطات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مداخيل أخرى".<sup>3</sup>

**1-3- تعريف معهد صناديق الثروة السيادية<sup>4</sup>:** "صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن صناديق إستثمار حكومية مكونة من أصول مالية على غرار الأسهم و السندات و غيرها من الأدوات المالية، علماً أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات، الموازنة العامة، نواتج عمليات الخصخصة، أو إيرادات الصادرات السلعية، و بالتالي فإن صندوق الثروة السيادي لا يتضمن صناديق التقاعد

الحكومية و الشركات الاقتصادية المملوكة للدولة، بالإضافة إلى احتياطات الصرف المدارة من طرف السلطات النقدية المستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية".<sup>5</sup>

من خلال ما سبق يمكن تعريف صناديق الثروة السيادية على النحو التالي:

صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن صناديق استثمار ضخمة تدعمها الدولة و تديرها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ويتم تمويلها بالفوائض المالية الناتجة عن الموارد الطبيعية، فائض الميزانية الحكومية، فوائض المدفوعات الجارية، أو نواتج عمليات الخصخصة لغرض تحقيق أهداف استثمارية أو إدارية.

## 2- مميزات وأهداف صناديق الثروة السيادية:

### 2-1- مميزات صناديق الثروة السيادية

تتميز الصناديق السيادية عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى بمايلي:<sup>6</sup>

- تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى ادارة السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف، ويغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية، ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف، تستثمر أساسا في السندات. وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.
- تتميز عن صناديق المعاشات العمومية لكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة، وهي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة ثانية.
- تتميز عن المؤسسات العمومية، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري. و الأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار و وظيفة الشركات التجارية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.

### 2-2- أهداف صناديق الثروة السيادية:

تختلف أهداف الصناديق السيادية من صندوق لآخر، لكن جميعها تسعى لتحقيق هدف واحد متمثل في نقل الثروة إلى المستقبل، و غالبا ما تجتمع هذه الأهداف فيمايلي:

### 2-2-1- تحقيق الاستقرار في المداخيل:

تم إنشاء هذه الصناديق أساسا من أجل التصدي للقلبات الحادة التي تعرفها أسعار السلع الأساسية، و بالتالي ضمان إستقرار إيراداتها من صادرات هذه السلع.

ففي الواقع أن سوق السلع الأساسية لا سيما النفط يتسم بتغيرات حادة في أسعاره، و الدول التي تعتمد على صادرات هذه المنتجات تتحمل وطأة هذه التغيرات، و بالتالي سيكون لهذا الصندوق دور هام في حماية الاقتصاد و تمويله ضد هذه التقلبات، وتكون مسؤولة و تحل محل عائدات مستقرة و متكررة لتقادي التقلبات في أسعار الموارد الطبيعية، نذكر من بين هذه الصناديق: الهيئة العامة للاستثمار الكويتية KIA، الصندوق الاحتياطي الروسي، صندوق ضبط الإيرادات الجزائري.<sup>7</sup>

تمويل هذه الصناديق يكون عادة من تلك العائدات التي تتجاوز السعر المرجعي للمواد الخام، ففي سنة 1953 كانت الكويت الدولة الرائدة في مجال تأسيس صندوق يضمن للأجيال القادمة الحق في الانتفاع بالموارد الطبيعية الوطنية، حيث دأبت الحكومة الكويتية على تحويل 10 بالمائة من عوائدها البترولية إلى صندوقها السيادي الهيئة العامة للاستثمار، الذي قام باستثمار هذه الأموال في أسهم الشركات العالمية.<sup>8</sup> كما تساهم هذه الصناديق في دعم السياسة المالية خلال سنوات التدهور في إيرادات المحروقات، بحيث لا تتعطل خطط و برامج التنمية، و بذلك يتحقق الاستقرار شبه الدائم في السياسة المالية العامة و الوضع الاقتصادي كله، و وجود هذا النوع يحد من فرص الفساد عند انفاق الفوائض المالية بطرق غير منتظمة خلال سنوات الطفرة.

**2-2-2- ادخار للأجيال القادمة:** يتمثل هدف إنشاء هذا النوع من الصناديق السيادية في الحفاظ على العائدات من الموارد الطبيعية غير المتجددة، حيث أن المواد الخام و الموارد ذات الصلة بها تتميز بالنضوب، و هذا ما دفع ببعض الدول التي تعتمد على هذه الموارد في إقتصادياتها إلى توجيهها في سبيل تحقيق العدالة بين الأجيال لتلبية إحتياجات المستقبل في حالة نضوب هذه الموارد.<sup>9</sup> كما أن صناديق الأجيال و المعروفة أيضا بصناديق المدخرات تستخدم لتخصيص هذه الإيرادات مناصفة عبر الأجيال ( العدالة بين الأجيال) بتحويل أصول غير قابلة للتجديد إلى أصول مالية دائمة. من بين هذه الصناديق : صندوق احتياطي الأجيال القادمة في الكويت، صندوق الاحتياطي الحكومي في عمان و جهاز أبو ظبي للاستثمار.

**2-2-3 تمويل المعاشات التقاعدية:** هناك بعض الصناديق أنشأت لتغطية العجز المحتمل في المستقبل في نظام التقاعد و نظام الضمان الاجتماعي بسبب إرتفاع نسبة الشيخوخة مقارنة بالقوة العاملة و هو ما سوف يخلق إختلال بين معاشات التقاعد و قيمة الاشتراكات المدفوعة من القوة العاملة، أو ما يعرف بشيخوخة المجتمع (عدد الشيوخ أكبر من عدد الكهول و الشباب) ويمكن لإيرادات صناديق الثروة السيادية تغطية هذا العجز.<sup>10</sup> ومن بين هذه الصناديق نذكر: صندوق الثروة الوطنية الروسي، صندوق

المستقبل الأسترالي، الصندوق الوطني للمعاشات الأيرلندي، صندوق الاحتياطات العامة للشيلي، صندوق احتياطي المعاشات الفرنسي.

**2-2-4 تعظيم العائد:** تهدف بعض الصناديق السيادية لتعظيم عائد احتياطات الصرف الأجنبي، حيث يتحكم البنك المركزي بالاحتياطات الرسمية و تتم إدارتها بعناية فائقة على المدى القصير لتحقيق الهدف المزدوج و المتمثل في المحافظة على هذه الأصول و ضمان السيولة في نفس الوقت، و ينبغي عادة أن تغطي ما لا يقل عن ثلاثة أشهر من واردات أو مقدار الديون الخارجية القصيرة الأجل للبلاد. أما الجزء المتبقي من احتياطات الصرف الأجنبي يمكن أن تدار بأكثر رشادة في الاطار الكلاسيكي المتمثل في الاحتياطات الرسمية. و تحقيقا لهذا الهدف يتم وضعها في صناديق الثروة السيادية لاستثمارها في أصول ذات مخاطر عالية و متنوعة. نذكر من بين هذه الصناديق: شركة الاستثمار الصينية CIC، صندوق شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة GIC و صندوق شركة الاستثمار الكويتية.<sup>11</sup>

**2-2-5 التنوع الاقتصادي:** إضافة إلى المعضلة المالية العامة في البلدان النفطية و أبعادها التنموية، تواجه هذه البلدان التي تعتمد إقتصادياتها على إنتاج و تصدير النفط معضلة أخرى تتمثل في الاستعداد لعصر ما بعد نضوب الموارد الطبيعية و لهذا السبب كان هدف التنوع الاقتصادي أو تنوع مصادر الدخل الوطني بتطوير القطاعات و الإيرادات غير النفطية هدفا واضحا لمعظم البلدان النفطية، نذكر من بين هذه الصناديق: صندوق الاستثمار العام السعودي، صندوق تماسيك السنغافوري.<sup>12</sup>

### 3- موارد صناديق الثروة السيادية:

تعتمد صناديق الثروة السيادية على موارد لتحقيق أهدافها يمكن اجمالها في مايلي:

- 3-1- الفوائض المالية الناتجة من تصدير المواد الأولية و خاصة المحروقات، و ذلك نتيجة الارتفاع الكبير الذي عرفته أسعار هذه الموارد، حيث أدى ذلك إلى زيادة المداخيل الناتجة عن تصدير المحروقات، وهذه الأخيرة فاقت حاجة الدول لتمويل متطلبات التنمية فيها، و من هنا جاءت فكرة إنشاء صناديق لهذه المداخيل التي ليست بحاجة إليها الدولة، و إستثمارها في قطاعات مختلفة خارج الوطن للحفاظ عليها و زيادة قيمتها، مثل صناديق دول الخليج العربي، النرويج و روسيا.**
- 3-2- الفوائض التجاري الناتج عن زيادة قيمة الصادرات عن قيمة الواردات، و ذلك نتيجة إرتفاع تنافسية صادراتها، ما أدى إلى زيادة احتياطات الصرف بشكل كبير ، فقامت بعض الدول بإنشاء صناديق لاستثمار جزء من هذه الفوائض و توظيفها للحصول على موارد إضافية بدل تركها كاحتياطات لدى البنك المركزي.**

**3-3- عوائد عمليات الخوصصة،** و ذلك عن طريق بيع العديد من المؤسسات العمومية لصالح الخواص التي إعتدتها العديد من الدول، و نظرا لضخامة هذه العوائد، وتخوفا من أن تقود إلى توسع كبير في الانفاق العمومي يفوق الطاقة الاستيعابية للاقتصاد و الذي يمكن أن يؤدي إلى حالة تضخم غير مقدور على التحكم فيه، و إنطلاقا من كون المؤسسات المخوصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل جزء أو كل عوائد الخوصصة إلى صناديق سيادية.

**3-4- فوائض الميزانية العامة،** حيث أنه إذا فاقت الإيرادات العامة للدولة نفقاتها بشكل كبير تلجأ بعض الحكومات إلى توظيف جزء من هذه الإيرادات أو الفوائض الزائدة عن حاجتها للتمويل أي تكوين صناديق سيادية و ذلك قصد إستثمارها و تنميتها بشكل أفضل.<sup>13</sup>

### الجدول رقم 1: أهم الصناديق السيادية في العالم

البلد	اسم الصندوق	حجم الأصول (مليار دولار)	سنة التأسيس	المصدر
النرويج	صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي GPFG	893	1990	محروقات
الامارات العربية المتحدة	جهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA	773	1976	محروقات
السعودية	مؤسسة النقد العربي السعودي القابضة الخارجية SAMA	757,2	-	محروقات
الصين	مؤسسة الاستثمار الصينية CIC	652,7	2007	أخرى
الصين	شركة تسيير احتياطي الصرف الصينية SAFE	567,9	1997	أخرى
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية KIA	548	1953	محروقات
هونغ كونغ	هونغ كونغ السلطة النقدية للمحفظة الاستثمارية HKMP	400	1993	أخرى
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية GIC	320	1981	أخرى
قطر	جهاز قطر للاستثمار QIA	256	2005	محروقات
الصين	الصندوق الوطني للضمان	201,6	2000	أخرى

			الاجتماعي NSSF	
سنگافورة	تماسيك القابضة Temaseak Holding	177	1974	أخرى
أستراليا	صندوق المستقبل الأسترالي AFF	95	2006	أخرى
الإمارات العربية المتحدة	مجلس أبو ظبي للاستثمار ADIA	90	2007	محروقات
روسيا	الصندوق الاحتياطي الروسي RF	88,9	2008	محروقات
روسيا	صندوق الثروة الوطنية الروسي NWF	79,9	2008	محروقات
	مجموع الصناديق السيادية للمحروقات في العالم	4292		
	المجموع	7057		

**Source :** Marie- claire Aoun ;Quentin Boulanger, Les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers, Ifri, février 2015, P : 7

#### 4- التصنيفات المختلفة لصناديق الثروة السيادية:

تختلف الصناديق السيادية باختلاف المعيار المستخدم في التصنيف ، نذكر منها مايلي:

##### 4-1- وفقا لمجال عمل الصندوق: هناك نوعين هما:<sup>14</sup>

- صناديق سيادية محلية: يتركز نشاطها داخل البلد، ونعني بها توظيف الفوائض المالية لهذه الصناديق في مختلف المجالات و الفرص المتاحة للاستثمار في الداخل، و تعود هذه الصناديق بفوائد كبيرة لاقتصادها الوطني من حيث التسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية و زيادة الناتج المحلي الاجمالي، على غرار صندوق ضبط الموارد في الجزائر و صندوق الاستقرار في روسيا.

- صناديق سيادية دولية: تستثمر بعض الدول صناديقها السيادية في الخارج كي لا يراحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص، أو لتجنب أعراض المرض الهولندي من خلال أدوات و آجال محددة مسبقا، أو تترك لاجتهاد القائمين على تلك الصناديق، على غرار هيئة أبو ظبي للاستثمار و صندوق النفط النرويجي.

##### 4-2- وفقا لموارد الصندوق: تنقسم إلى نوعين:

- صناديق سيادية نفطية: تتأتى مواردها أساسا من الصادرات النفطية، مثل صندوق ضبط الموارد الجزائري و صندوق النفط النرويجي.

- صناديق سيادية غير نفطية: تتمثل مواردها أساسا في فائض الميزان التجاري و احتياطات الصرف ، مع العلم أن هذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية على غرار سنغافورة و الصين.

##### 4-3- وفقا لوظيفة الصندوق: ينقسم إلى :

- صناديق ادخار: على غرار صندوق ضبط الايرادات الجزائري.
- صناديق استثمار: تقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية و العالمية في شكل قيم منقولة مثل هيئة أبو ظبي.

#### 4-4- وفقا لدرجة استقلالية الصندوق: تنقسم إلى:

- صناديق سيادية غير مستقلة: هي صناديق مدارة بصفة مباشرة من قبل الحكومة و لا تتمتع باستقلالية القرار، تتميز معظم هذه الصناديق بعدم خضوعها للرقابة المستقلة و المسائلة و الافصاح.
- صناديق سيادية مستقلة نسبيا: هي صناديق مدارة بطريقة غير مباشرة من قبل الحكومة حيث يتم اشراك جهات أخرى على غرار البنك المركزي و الهيئات المستقلة في ادارتها، وأهم ما يميزها أنها تتمتع بالاستقلالية النسبية في اتخاذ القرار، كما أنها تخضع للرقابة المستقلة و المسائلة و الافصاح.

#### 5- التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية:

##### الجدول رقم 2 : المناطق الجغرافية لصناديق الثروة السيادية

المنطقة	عدد الصناديق	حجم الأصول	النسبة %
الشرق الأوسط و شمال افريقيا	17	2478	35,0
أوروبا	7	1203,6	17,0
آسيا	23	2832	40,0
أمريكا الشمالية و الجنوبية	21	212,4	3,0
افريقيا	9	212,4	3,0
باقي دول العالم		141,6	2,0
المجموع	77	7080	100,0

Source : Sovereign Wealth Fund Institute

تتركز صناديق الثروة السيادية في ثلاثة مناطق جغرافية هي:

- **منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا:** تمتلك هذه المنطقة 18 صندوق سيادي، و يبلغ حجم أصولها 2478 مليار دولار أمريكي، حيث تشكل نسبة تقدر ب 35 % من اجمالي أصول الصناديق السيادية، ومن أبرز الصناديق في هذه المنطقة صناديق الثروة السيادية الاماراتية، حيث تقدر حجم أصولها ب 1200,6 مليار دولار أمريكي أي 48,45 % من اجمالي أصول الصناديق السيادية بالمنطقة.
- **منطقة آسيا:** تتوفر هذه المنطقة على 23 صندوق سيادي، حجم أصولها يساوي 2832 مليار دولار أمريكي أي 40 % من اجمالي أصول الصناديق السيادية، من أبرز الصناديق في هذه المنطقة نذكر: الصناديق السيادية الصينية التي يقدر حجم أصولها ب 1440,7 مليار دولار أمريكي، أي 53,62 % من اجمالي أصول الصناديق السيادية للمنطقة.

• **منطقة أوروبا:** تتواجد في هذه المنطقة 7 صناديق سيادية، و يبلغ حجم أصولها 1203,6 مليار دولار أمريكي، حيث تشكل نسبة تقدر ب 17 % من اجمالي أصول الصناديق السيادية، من أبرز هذه الصناديق صندوق الثروة السيادي النرويجي، حيث يقدر حجم أصوله ب 882 مليار دولار أمريكي أي 73,28 % من اجمالي الأصول للمنطقة.

### ثانيا: مكانة الصناديق السيادية في النظام المالي العالمي

تحتل صناديق الثروة السيادية مكانة هامة في النظام المالي العالمي بالرغم من حداثتها على الساحة العالمية مقارنة بهيئات مالية أخرى، حيث تتباين المواقف ما بين مؤيد و متحفظ على نشاط هذه الصناديق، و يمكن ابراز هذه المواقف كمايلي:

#### 1- موقف الدول المالكة للصناديق:

حيث تساند الدول المالكة نشاط صناديقها السيادية على المستوى العالمي باعتبارها أداة حكومية فعالة و أكثر ربحية مقارنة بأدوات استثمارية حكومية أخرى على غرار الشركات الحكومية الإنتاجية<sup>15</sup> ، كما أنها تساهم في تحقيق استقرار نظامها المالي من خلال امتصاص الانخفاض المؤقت لأسعار المواد الأولية و تسمح كذلك بنقل نسبة من المداخل للأجيال القادمة ( تلعب دور الاحتياط).<sup>16</sup>

#### 2- موقف الدول المستقبلة لاستثمارات الصناديق:

يمكن ابراز أهم المواقف فيمايلي:<sup>17</sup>

✓ التخوف من التحكم في الأسواق الأمريكية و الأوروبية: حيث ينظر لها أنها تخفي وراءها أغراضا تتعدى الربح وصولا للسيطرة على الأسواق الأمريكية و الأوروبية، و الاستحواذ على نسبة كبيرة من رؤوس الأموال الموجودة في الأسواق المالية و التحكم فيها مستقبلا، و استخدامها كأداة للضغط السياسي في المستقبل.

✓ عدم العدالة في المنافسة بين صناديق الثروة السيادية و شركات الاستثمار: ترى حكومات بعض الدول أن المنافسة غير عادلة كون أن المؤسسات المدعومة حكوميا أقل خضوعا لقواعد السوق من شركاتها الخاصة بالمنافسة، كما أن الصناديق السيادية يمكن أن تستغل صلاتها الرسمية للحصول على معلومات غير متاحة لباقي المستثمرين.

✓ تغيير مجال نشاط صناديق الثروة السيادية في الاقتصاديات المتلقية: حيث أصبحت هذه الصناديق لا تقتصر على استثمارات في سندات الخزنة الأمريكية ذات العائد الثابت، حيث قامت بعض الصناديق الخليجية باستثمارات في أهم الشركات الأمريكية مثل شركة « Barneys New York » و شركة « Carlyle Group » بل و حتى في مؤشر ناسداك للشركات التكنولوجية، وذلك في ضوء انخفاض أسعار الدولار و انهيار سوق العقارات.

✓ الافتقار الى الشفافية الكافية في عملها، حيث أن معظمها لا يكشف عن حجم عوائد الاستثمارات وكيفية ادارتها و توزيعها.<sup>18</sup>

وعلى خلفية هذه الانتقادات، وبعد جولات من المحادثات، وأربعة أشهر من المداولات في أكثر من عاصمة كان آخرها سانتياغو عاصمة تشيلي، توصلت في أكتوبر من عام 2008 لجنة عمل دولية معنية بصناديق الثروات السيادية، وبدعم استشاري وفني من قبل صندوق النقد الدولي، إلى اتفاق على حزمة مبادئ وممارسات صارت تُعرف بمبادئ سانتياغو. وتعهد 26 صندوق ثروة سيادية بالالتزام بتنفيذ هذه المبادئ وبما جاء فيها من معايير تخص الشفافية والحوكمة الرشيدة والمساءلة. وضمت اللجنة في عضويتها أبرز الصناديق السيادية العربية والأجنبية، وكذلك الدول الراغبة في استضافة استثماراتها، وهي الإمارات والكويت وقطر والسعودية والبحرين وليبيا وعمان، إضافة إلى سنغافورة والصين وروسيا والنرويج والولايات المتحدة وتشيلي وأذربيجان وإيران وبوتسوانا وكندا وأستراليا ونيوزيلندا وفيتنام. وتمثل مبادئ سانتياغو القواعد والممارسات المتعارف عليها في النشاطات التجارية والتي تعبر تعبيراً دقيقاً عن ممارسات وأهداف استثمارات الصناديق السيادية. ويتمثل الغرض الإرشادي لهذه المبادئ في إلزام الصندوق السيادي بالإفصاح عن حجم وتفاصيل الإنفاق والتمويل، إضافة إلى تطبيق معايير الحوكمة لا سيما التقسيم الواضح للوظائف. كما تلزم مبادئ سانتياغو الصندوق السيادي بتقديم تقرير سنوي مدقق يعكس أدائه المالي والتشغيلي وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية. إضافة أن هذه المبادئ توجب على الصندوق السيادي الإفصاح عن سياساته الاستثمارية وإدارته للمخاطر و الإفصاح عن أداء أصوله، وتطالبه بالالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المتبعة في البلدان التي يستثمر فيها؛ والتأكد من أن استثماراته تراعي المخاطر الاقتصادية و المالية و اعتبارات العائد، وبضرورة المساهمة باستقرار النظام المالي العالمي وبحرية تدفق رؤوس الموال و الاستثمارات. كما تؤكد هذه المبادئ على أن لا يُفرض أي قيد على الصفقات الاستثمارية لدواعي الأمن الوطني، إلا بالتناسب مع الأخطار الأمنية الحقيقية، التي تثيرها الصفقات المعنية.<sup>19</sup>

### ثالثاً: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على صناديق الثروة السيادية

تعتبر الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) من أعنف الأزمات التي مست الاقتصاد العالمي، حيث تميزت المرحلة الأولى من الأزمة ( جويلية 2007 - سبتمبر 2008 ) بتطور الصناديق السيادية و توسع استثماراتها في البلدان الصناعية المتقدمة بالرغم من التصاعد الموازي للضغوطات الحمائية، نتيجة لذلك استفادت هذه الصناديق من الصعوبات المالية التي تواجهها البنوك الغربية الكبرى ( ندره السيولة) و انخفاض قيمة أصولها المالية، حيث قامت هذه البنوك بفتح المجال لاستثمارات هذه الصناديق التي قامت

بضخ حوالي 60 مليار دولار خاصة ما بين نوفمبر 2007 و جانفي 2008، حيث استحوذ الصندوق السنغافوري وتيماسيك على نصف هذه الاستثمارات في هذه البنوك تقريبا.<sup>20</sup> في سبتمبر 2008 تم افلاس البنك الأمريكي العملاق ليمان براذرز و الذي كان مؤشرا على الدخول في المرحلة الثانية للأزمة المالية مع التدهور الشديد للأوضاع المالية عوضا عن التحسن المنتظر، حيث شهدت هذه المرحلة انخفاضا في أسعار المواد الأولية و تباطؤ التجارة العالمية. و على إثر ذلك تطورت الأزمة المالية الى أزمة اقتصادية عنيفة خريف 2008 و امتدت الى باقي دول العالم، بما فيها الدول المالكة للصناديق السيادية، حيث تسببت في انخفاض أصولها بنسبة 25 % (ما بين 750 و 1000 مليار دولار). مع خسائر تقدر بنحو 40 % في الأسهم، 36 % في العقارات، 23 % على الملكية الخاصة.<sup>21</sup>

و الجدول الموالي يوضح خسائر استثمارات بعض الصناديق السيادية في الأسواق المالية العالمية عن طريق توضيح قيمة الاستثمار عند تاريخ الشراء و قيمته في تاريخ 2009/03/27 مع حساب الفرق بينهما بالقيمة و النسبة المئوية

### الجدول رقم 3: خسائر بعض الصناديق السيادية في الأزمة المالية 2008

اسم الصندوق السيادي المتدخل	اسم البنك	تاريخ الاستثمار	قيمة الاستثمار	قيمة الاستثمار في 2009/03/27	الارباح و الخسائر (مليار دولار)	الارباح و الخسائر (%)
صندوق GIC السنغافوري	UBS	2008-02-08	14,400	4,339	10,060-	69,87-
صندوق GIC السنغافوري	UBS	2007-12-10	9,760	2,121	7,639-	78,27-
هيئة أبو ظبي للاستثمار ADIA	Citigroup	2007-11-27	7,500	0,684	6,815-	90,87-
صندوق GIC السنغافوري	Citigroup	2008-01-15	6,880	2,370	4,510-	65,55-
صندوق CIC الصيني	Morgan Stanley	2007-12-19	5,000	2,545	2,454-	49,10-
صندوق Temasek السنغافوري	Merrill Lynch	2007-12-27	4,400	0,515	3,885-	88,30-

43,97-	1,319-	1,680	3,000	2008-01-28	Credit suise	هيئة الاستثمار القطرية QIA
88,10-	1,761-	0,238	2,000	2008-01-15	Merrill Lynch	شركة الاستثمار الكورية KIC
88,10	1,761-	0,238	2,000	2008-01-15	Merrill Lynch	هيئة الاستثمار الكويتية KIA
48,02-	1,632-	1,767	3,400	2008-07-27	Merrill Lynch	Temasek
	<b>41,841-</b>	<b>16,498</b>	<b>58,34</b>			<b>المجموع</b>

**Source :** veljko Fotak- Bill Megginson, Sovereign Wealth Fund Losses in Listed Firm Stock Investments, Monitor- FEEM SWF Transaction Data base, SWF Annual Report 2008, 2009, p:57

نلاحظ من خلال الجدول ارتفاع في استثمارات صناديق الثروة السيادية في قطاع البنوك و هذا راجع الى محاولة استغلال فرصة انخفاض قيمة أسهمها في الأسواق المالية الدولية بسبب الأزمة، حيث تعد فرصة استثمارية بالنسبة للصناديق السيادية في حالة ارتفاع هذه الأسهم في المستقبل، لكن مع استمرار الأزمة المالية و تحولها الى أزمة اقتصادية عنيفة مع نهاية 2008 أدت الى تدهور كبير في قيمة أسهم البنوك المستثمر فيها و هذا ما ألحق الضرر بالمحافظ الاستثمارية للصناديق السيادية تسببت في خسائر كبيرة لها قدرت ب 41,841 مليار دولار من اجمالي 58,34 مليار دولار، حيث فاقت الخسارة في بعض الصناديق نسبة 90 % على غرار هيئة أبو ظبي للاستثمار حيث قدرت نسبة خسارتها ب 90,87 % حيث فقدت حوالي 6,8 مليار دولار من اجمالي 7,5 مليار دولار في استثمارها في البنك الأمريكي Citigroup، كما خسر الصندوق السيادي السنغافوري 17,6 مليار دولار في استثماره في البنك السويسري UBS و 4,5 مليار دولار في استثماره في بنك Citigroup، أما الصندوق السيادي الصيني فخرس 2,5 مليار دولار من استثمارته في البنك الأمريكي Morgan Stanley، بينما سجل الصندوق السنغافوري Temasek خسارة تقدر ب 5,5 مليار دولار في استثماره في البنك الأمريكي Lynch. Merrill.

#### الخاتمة:

تعتبر الصناديق السيادية أداة مالية مستحدثة لتمويل الاقتصاد، حيث تهدف لإدارة الفوائض المالية للدول قصد الاستثمار لتحقيق جملة من الأهداف المشتركة تتمثل في حماية و تحقيق الاستقرار في الموازنة والاقتصاد.

لقد كان للصناديق السيادية دور مهم في التخفيف من حدة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من خلال استثمار أموال الصناديق كقروض في المؤسسات المالية الغربية التي تعاني من عجز، لكن حدة الأزمة أثرت عليها سلبا و تسببت لها بخسائر فادحة.

إن الخسائر التي تحملتها الصناديق السيادية تمت بصورة مباشرة عن طريق انخفاض أسعار أصولها المالية في الأسواق المالية الدولية و بصورة غير مباشرة عن طريق انخفاض أسعار المحروقات التي تعتبر موردا هاما لهذه الصناديق. و من هنا نستنتج أن الصناديق السيادية تمارس دورا فاعلا في تحقيق استقرار الأسواق المالية الدولية من خلال توفير السيولة لمختلف القطاعات المالية في حالة الأزمات، كما تبقى معرضة لدرجة معينة من المخاطر المالية و الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد العالمي.

#### قائمة الهوامش:

2-Alain Demarolle, rapport sur les fonds souverains, Paris, Ministère de l'économie de l'industrie et de l'emploi, 2008 , p :4

3-A .Blundell-Wignall,Yu-WeiHu,Juan Yermo, sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Publishing, France,2008,P:4

4- معهد صناديق الثروة السيادية هو مؤسسة بحثية أمريكية تهتم بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية و تأثيرها على الاقتصاد العالمي،السياسات الاقتصادية، الأسواق المالية و التجارة الدولية و السياسات العامة

5- نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2010-2011، ص: 87

6- عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية و الأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العلوم و اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة شلف، العدد السادس، 2010، ص: 07

7<sup>-</sup> Caroline Bertin Delacour, Les Fonds Souverains (ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale), les Echos Editions, Paris, 2009, P : 34

8- عدنان عباس علي، الصناديق السيادية وأهميتها في النظام المالي الدولي، الحوار المتمدن، محور العولمة و تطورات العالم المعاصر، العدد 4177، 2013

9- ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية و دورها في إدارة الفوائض النفطية، ملتقى الطاقة العربي، بيروت، سبتمبر 2009، ص: 10  
10- العقريب كمال، تقييم واقع و دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، العدد 10، المجلد 01، 2014، ص: 121

11<sup>-</sup> Caroline Bertin Delacour, opcit, P :37

12<sup>-</sup> Hélène Raymond, Les fonds souverains, l'économie mondiale, Publication du CEPII, La découverte, Paris, 2010, P :82

13-119، 118 كمال العقريب، ، مرجع سابق، ص ص: 1<sup>1</sup>

14- فرحات عباس، سعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية (دراسة لتجربة كل من النرويج و الجزائر)، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة المسيلة، العدد 04، ديسمبر 2015، ص:14  
15- نبيل بوفليح، مرجع سابق، ص: 98

16<sup>-</sup> Andreas Shwab, Les fonds souverains, l'ENA, Strasbourg, 2008, P :2

17- أحمد نصير- سليمان زواري، دراسة تحليلية لمدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سننباغو، المؤتمر الأول: السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية و تأمي الاحتياجات الدولية، المحور الرابع، جامعة سطيف، 2015، ص: 5  
18- اضاءات، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، ديسمبر 2013، السلسلة السادسة، العدد: 5، ص: 7  
19- عدنان عباس علي، مرجع سابق

20<sup>-</sup> Hélène Raymond, opcit , p :88

21<sup>-</sup> Caroline Bertin Delacour, opcit, p : 19