الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد حمه لخضر – الوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم تجارية

التخصص: تجارة دولية

دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي للأسواق العالمية

إعداد الطالبتين:

منيرة بلبي

بثينه زبيدي

إشراف الدكتور:

أحمد نصير

أعضاء لجنة المناقشة:

هشام غربي	أستاذ محاضر – ب–	بجامعة الوادي	رئيسا
أحمد نصير	أستاذ محاضر – أ–	بجامعة الوادي	مشرفا ومقررا
عقبة عبد اللاوي	أستاذ محاضر – أ–	بجامعة الوادي	ممتحنا
عبد القادر عبيدلي	أستاذ مساعد – أ–	بجامعة الوادي	ممتحنا

السنة الجامعية: 2016/2015

شكر وتقدير

الشكر أولا لله عز وجل، كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه على توفيقه وعونه

كما نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير والعرفان إلى أستاذنا الفاضل الأستاذ: "أحمد نصير" على حسن إشرافه على هذا العمل بتوجيهاته ونصائحه القيمة وعلى جميل صبره

خالص شكرنا وأمتنانا لجميع الأساتذة بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي

كما نتقدم بمزيد من الشكر والعرفان لأعضاء لجنة المناقشة على تكرمهم بقبول مناقشة بحثنا وتحكيمه

وإلى كل من ساندنا من قريب أو بعيد من أجل إعداد هذه المذكرة.

منيرة - بثينه

الإهداء

إلى والدي الكريمين حفظهما الله وأطال في عمرهما .

إلي من كان ولا يزال خير سند ومعين زوجي الفاضل حفظه الله وجازاه عنى خير الجزاء

إلى الربيع كله و الجمال كله و الحقيقة الثابتة التي لا تتغير أولادي الاحباء

إلى عائلتي بلبى وبوكي

إلى كل من ترك بصمة في مسيرتي التعليمية .

إلى كل من قدم لي العون من قريب أو من بعيد .

إلى صديقتي ورفيقتى الغالية زبيدي بثينة مع تمنياتي بوافر الحظ ومزيدا من النجاحات

إلى كل باحث شغوف .

أهدي عملي المتواضع هذا بكل فخر واعتزاز

منيرة بلبي

الإهداء

من دواعي الفخر والاعتزاز أن أهدي ثمرة جهد هذا العمل المتواضع إلى من نطق ب"إقرا" فكان نها مصباحا منيرا نبينا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من حاكت سعادتي بخيوط منسوجة من قلبها . . . إلى من ركع العطاء أمام قدميها وأعطتنا من دمها وروحها وعمرها حبا و تصميما دفعا لغد أجمل إلى أغلى الناس أمي الحبيبة حفظها الله

إلى من كلت أنامله ليقدم لنا لحظة سعادة . . . إلى من عرف بالبر وعزة النفس والجرأة بقول الحق والدي حفظه الله

إلى من هم أقرب إلي من روحي الى من شاركوني حضن الأمل و الحزن وهم استمديت عزمي واصراري إخوتي الأشقاء جعلهم الله سندا لي و عزا

إلى رفيقة دربي في العلم و الوفاء بلبي منيرة حفظها الله ورعاها وحفظ لها أولادها وزوجها الفاضل

بثينة زبيدي

الملخص

ملخص

هدفت الدراسة محاولة معرفة دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي للأسواق العالمية، كونها تمثل ظاهرة عالمية حديثة، تزايدت مع مطلع الألفية الثالثة وتهدف إلى تحقيق الاستقرار المالي لدولها والحفاظ على حق الأجيال المستقبلية في الثروات الطبيعية، وتزايد الاهتمام الدولي بها خصوصا بعد أداءها الإيجابي أثناء الأزمة العالمية 2008/2007، كونها مستثمر سيادي له وزن معتبر في الأسواق العالمية، لما تتميز به من تنويع قطاعي وجغرافي لاستثماراتها وتواجدها في الأسواق المتقدمة وكذلك الناشئة واعتمادها على استراتيجيات استثمارية طويلة الأجل تبعا للتغيرات التي يشهدها الاقتصاد الدولي.

Abstract:

This study, aimed to know the role of the sovereign wealth funds, in support of financial stability of international markets. As it represents a modern international phenomenon, increased with the beginning of the third millennium. Also, aims to achieve the financial stability of its preserving the right of future generations to natural resources. In addition, increasing international attention, especially after the positive performance during the global crisis of 2007/2008. Because, being a sovereign investor has considerable weight in the international markets, featuring the diversification of the sectors and geographical presence of investments in the developed and Emerging Markets. Moreover, its reliance on and long-term investment strategies, according to changes in the international economy.

قائمـة المحتويـات

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
1-1	من أشهر الصناديق السيادية في العالم (مرتبة حسب سنوات التأسيس)	04
1-2	أهم الصناديق السيادية وتقديم حجم أصولها	06
1-3	القيمة المتداولة لبعض الأسواق العالمية من 2000 - 2011	22
1-4	القيمة المتداولة في بعض الأسواق المالية الناشئة من 2000 - 2011	24
1-5	أداء بعض الأسواق العربية الناشئة لسنة 2015	24
1-6	تدخل صناديق الثروة السيادية للتخفيف من أزمة 2007	33
1-7	تدخل صناديق الثروة السيادية للتخفيف من أزمة 2008	34
2-1	أهم الصناديق السيادية في جنوب شرق ووسط آسيا لسنة 2015	41
2-2	أهم الصناديق السيادية للشرق الأوسط لسنة 2015	43
2-3	أهم الصناديق السيادية في أمريكا الشمالية لسنة 2015	45
2-4	أهم الصناديق السيادية في أمريكا اللاتينية لسنة 2015	47
2-5	أهم الصناديق السيادية في قارة إفريقيا لسنة 2015	48
2-6	أهم الصناديق السيادية في أوروبا لسنة 2015	50
2-7	أهم الصناديق السيادية في أستراليا 2015	51
2-8	استثمارات الصناديق السيادية حسب القطاعات 2014	53
2-9	استراتيجية استثمار الصناديق السيادية من 2000- 2006	59
2-10	الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية 2007-2008	61
2-11	مساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة البنوك	63
2-12	الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية 2009-2014	64

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
1-1	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب أهم المعايير	11
2-1	مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية	31
1-2	حجم الأصول لأهم الصناديق	41
2-2	حجم الأصول لأهم الصناديق في الشرق الأوسط	44
3-2	حجم الأصول لأهم الصناديق في أمريكا الشمالية	46
4-2	حجم الأصول لأهم الصناديق أمريكا اللاتينية	47
5-2	حجم الأصول لأهم الصناديق في قارة أفريقيا	49
6-2	نسب الأصول لأهم الصناديق في أوروبا	50
7-2	حجم الأصول لأهم الصناديق في أستراليا	52
8-2	استثمارات الصناديق السيادية في الأوراق المالية 2014	54
9-2	استثمارات الصناديق السيادية في القطاعات البديلة	55
10-2	استثمارات الصناديق الثروة السيادية في الأسواق العالمية	57
11-2	الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية في الأسواق المتقدمة مقارنة بالأسواق الناشئة	58
12-2	استراتيجية استثمار الصناديق السيادية 2000-2006	60
13-2	استراتيجية استثمار الصناديق السيادية 2007-2008	61
14-2	حجم استثمارات الصناديق السيادية لسعر النفط 2000-2015	66
15-2	قطاعات المحفظة الاستثمارية لشركة مصدر	67

الفـــــهـــــرس

المحتوى	الصفحة
الإهداء	
شكر وعرفان	
الملخص	
قائمة الجداول	I.
قائمة الأشكال	II.
الفهرس	III-III
المقدمة العامة	**أ-ز**
الفصل الأول: أساسيات حول صناديق الثروة السيادية والأسواق المالية	
تمهيد	2
المبحث الأول: أساسيات عامة حول صناديق الثروة السيادية	3
المطلب الأول: مفاهيم عامة حول صناديق الثروة السيادية	3
أولا: مفهوم صناديق الثروة السيادية	3
ثانيا: نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية	5
المطلب الثاني: أهداف ومميزات صناديق الثروة السيادية	7
أولا: أهداف صناديق الثروة السيادية	7
ثانيا: مميزات صناديق الثروة السيادية	8
المطلب الثالث: أنواع صناديق الثروة السيادية	8
المطلب الرابع: صناديق الثروة السيادية المخاوف والتحديات	11
أولا: صناديق الثروة السيادية والمخاوف الغربية	11
ثانيا: صناديق الثروة السيادية والتحديات الغربية	13
المبحث الثاني: نظرة على الأسواق المالية العالمية	15
المطلب الأول: تعريف السوق المالي وأهميته	15
أولا: تعريف السوق المالي	15
ثانيا: أهمية السوق المالي	16
المطلب الثاني: نشأة وتطور السوق المالي	17
المطلب الثالث: أركان ووظائف السوق المالي	19
أولا: أركان السوق المالي	19
ثانيا: وظائف السوق المالي	21
المطلب الرابع: أداء بعض الأسواق العالمية والأسواق الناشئة	22
أولا: أداء بعض الأسواق العالمية	22
ثانيا: أداء بعض الأسواق المالية الناشئة	23
المبحث الثالث: استثمارات صناديق الثروة السيادية في ظل النظام المالي العالمي	25
المطلب الأول: موقف الدول المتلقية لصناديق الثروة السيادية	25
أولا: موقف الولايات المتحدة الأمريكية	25

ثانيا: الموقف الفرنسي	26
ثالثا: موقف المملكة المتحدة (بريطانيا)	26
رابعا: الموقف الألماني	27
المطلب الثاني: الجهود الدولية لوضع إطار منظم لصناديق الثروة السيادية	27
أولا: جهود صندوق النقد الدولي	28
ثانيا: جهود البنك الدولي	29
ثالثا: جهود المملكة المتحدة ومنظمة التعاون والتنمية OECD	29
المطلب الثالث: استراتيجيات تمويل الصناديق السيادية وأهميتها في النظام المالي العالمي	31
أولا: استراتيجيات تمويل الصناديق السيادية	31
ثانيا: أهمية الصناديق السيادية في النظام المالي العالمي	32
الخلاصة	37
الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية وفاعليتها في تحقيق الاستقرار المالي في الأسواق العالمية	
تمهيد	39
المبحث الأول: صناديق الثروة السيادية في العالم	40
المطلب الأول: أهم صناديق الثروة السيادية في قارة آسيا	40
أولا: صناديق جنوب شرق ووسط آسيا	40
ثانيا: أهم الصناديق في الشرق الأوسط	42
المطلب الثاني: أهم الصناديق في الأمريكيتين	44
أولا: أهم الصناديق في أمريكا الشمالية	44
ثانيا: أهم الصناديق في أمريكا اللاتينية	46
المطلب الثالث: أهم الصناديق في قارة إفريقيا	48
المطلب الرابع: أهم الصناديق في أوروبا وأستراليا	49
أولا: أهم الصناديق في أوروبا	49
ثانيا: أهم الصناديق في أستراليا	51
المبحث الثاني: استثمارات صناديق الثروة السيادية	53
المطلب الأول: استثمارات صناديق الثروة السيادية في العالم حسب القطاعات	53
المطلب الثاني: استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأوراق المالية والقطاعات البديلة لسنة 2014	54
أولا: استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأوراق المالية	54
ثانيا: استثمارات صناديق الثروة السيادية في القطاعات البديلة لسنة 2014	55
المطلب الثالث: استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق العالمية 2014/2013	56
المطلب الرابع: استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق الناشئة	57
المبحث الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية	59
المطلب الأول: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية من 2000-2006	59
المطلب الثاني: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية 2008/2007	61
المطلب الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية 2009-2014	64
الخلاصة	69
الخاتمة العامة	71
قائمة المراجع	74

المقدمة العامـة

فيما بدأ الاقتصاد العالمي يخرج من تحت أنقاض الأزمة المالية، عززت صناديق الثروة السيادية مركزها بوصفها جهات فاعلة وهامة في الأسواق المالية العالمية وما وراءها، وتندرج صناديق الثروة السيادية في «فئتين رئيستين، الأولى هي الصناديق السلعية الممولة في الغالب من عائدات النفط، أما الثانية فهي غير السلعية الصناديق الممولة أساساً من احتياطيات النقد الأجنبي الرسمية، وفي بعض الحالات من المعاش التقاعدي والاحتياطيات، ورغم أنها لا تشكل سوى أقلية، إلا أن هذه الأخيرة (الصناديق غير السلعية) قد نمت، ولكن بوتيرة أسرع على مدى العقد الماضي، وهو اتجاه من المرجح أن يستمر.

وعلى الرغم من أن توقعات العام 2007، التي قدّرت أن تصل قيمة أصول صناديق الثروة السيادية إلى 12 تريليون دولار في العام 2015، غالت بشكل صارخ في مسار نموها، إلا أن صناديق الثروة السيادية تشرف بالفعل على قوة مالية كبيرة، في أواخر العام 2009، بلغت قيمة أصول صناديق الثروة السيادية في المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية 2.4 تريليون دولار، وبالإضافة إلى ذلك، اتجهت صناديق الثروة السيادية بصورة متزايدة إلى فئات الأصول خارج سندات الدين، حيث ركّزت التعقيدات السياسية في وجهها.

صنفت مؤسسة (SWF Institute) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية في آخر تصنيف لها سنة 2013، صندوق التقاعد الحكومي النرويجي كأكبر صندوق سيادي بالعالم بموجودات قدرت بـ 737.2 مليار دولار، وكانت دول الشرق الأوسط من أوائل الدول التي بادرت إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية .

وتبعا للتطورات فقد شهدت الأسواق المالية العالمية تطورا ومزيدا من الترابط المالي نتيجة للتطورات التكنولوجية والفنية مما جعلها تلعب دوراً هاماً في اقتصاديات الدول، وإحدى أدوات السياسة المالية مستخدمة لتعبئة المدخرات المحلية وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية، وتوفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص موارد المشاريع ذات الجودة الاقتصادية العالية، والمساهمة في زيادة معدل نمو الناتج من خلال الدور الفاعل للادخار والاستثمار.

ونتيجة لهذه التطورات فقد تمكنت العديد من الدول تسجيل فوائض مالية تراكمية تكون في الاغلب أكبر من القدرة الاستيعابية للاقتصاديات المحلية جعلها توجه إلى صناديق سيادية استثمارية ذات أهداف اقتصادية كلية تنشط على مستوي عالمي انطلاقا من الأسواق المالية العالمية، مما جعلها محط اهتمام عالمي نتيجة أهدافها واستراتيجياتها الغير مفصح عنها في اغلب الاحيان .

❖ **الإشكالية الرئيسية:**

رغم حجم استثمارات الصناديق السيادية فهي تتقمص دور المستثمر السلبي الذى لا يتدخل في إدارة المراكز أو المؤسسات المساهم فيها، بالإضافة إلى كون استثماراتها في الأسواق المالية طويلة الأجل مما يجعلنا نطرح التساؤل التالي: **ما مدى مساهمة استثمارات الصناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي للأسواق المالية العالمية؟**

. الذي من خلاله نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

1- ما لمقصود بالصناديق الثروة السيادية، وفيما تتمثل مبررات إنشائها؟ وهل أن الصناديق السيادية كيانات استثمارية مثل الكيانات الخاصة او الحكومية ؟، وما هي التحديات الدولية التي تواجهها؟، وهل تعتبر آلية للتغلغل في الاقتصاديات العالمية؟.

2- ما طبيعة أداء البورصات العالمية والناشئة؟، وفيما تتمثل أهمية الأسواق المالية في النظام المالي العالمي؟، وهل تعتبر الاسواق الناشئة امتداد للأسواق العالمية؟

3- ما هو واقع وملامح صناديق الثروة السيادية في العالم؟، وهل تقتصر صناديق الثروة السيادية على الدول النفطية؟.

4- ماهي الآليات والاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة من الصناديق الثروة السيادية في الاسواق العالمية؟، وهل تتأثر بالتغيرات الاقتصادية العالمية؟.

❖ **فرضيات الدراسة:**

للإجابة على هذه الأسئلة وضعنا الفرضيات الآتية:

1- الصناديق السيادية كيانات استثمارية لديها خصوصية من حيث مصادر تمويلها وأهدافها الاستثمارية، بحيث تسعى وراء الاسواق العالمية التي تحقق لها أعلى عائد مع أقل مخاطرة والعمل على الحفاض على أصولها وتنميتها على المدى البعيد .

2- تكمن أهمية الأسواق المالية في كونها تساهم في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق استغلال الفوائض المالية، وفي ضل التطورات التقنية والرغبة الشديدة لبعض الدول النامية في تحقيق تنمية اقتصادية تعتبر بعض الأسواق الناشئة امتداد للأسواق العالمية.

3- الصناديق السيادية متواجدة عالميا بإعداد واحجام متغايرة بغض النظر عن مصادر تمويلها وأهدافها الاقتصادية.

4- تتبع الصناديق السيادية استراتيجية استثمارية حذرة تعتمد على التقليل من المخاطرة والعائد الثابت، وتتغير طبقا للتغيرات العالمية.

❖ **أسباب إختيار الموضوع:**

من البديهي أن لكل باحث أراد الخوض في دراسة ما، مبررات ودوافع تجعله يتمسك بموضوع بحثه ومن هذه الأسباب ما هو ذاتي(شخصي)، وما هو موضوعي، حيث يمكن حصرها فيما يلي:

- ✓ صلة الموضوع بالتخصص، والميل إلى الخوض في هذه المواضيع الحديثة التي تعرف تحديثات وتطورات متلاحقة في العالم باعتبارها موضوع الساعة، لا سيما أمام التحولات التي يفرضها الواقع الاقتصادي.
- ✓ أما الثانية فهو التعرف على دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي للأسواق العالمية، وإستراتيجياتها المتبعة فيها، في حالة تغير معطيات الاقتصاد العالمي.

❖ **أهداف الدراسة وأهميتها:**

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في تحديد دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي للأسواق العالمية، إضافة إلى أهداف أخرى تندرج ضمن الهدف الرئيسي، نجملها فيما يلي:

- ✓ تهدف صناديق الثروة السيادية إلى اقتناص الفرص الاستثمارية في الأسواق العالمية.
- ✓ التعرف على الأسواق المالية وأداء بعض الأسواق العالمية والأسواق الناشئة .
- ✓ التطرق إلى إستثمارات صناديق الثروة السيادية والإستراتيجيات الاستثمارية التي تتبعها هذه الصناديق.

كما تستمد أهمية هذا الموضوع من الأهمية الكبيرة لمجال التجارة الدولية، حيث تتضمن صناديق الثروة السيادية اهتماما كبيرا من قبل الاقتصاديات الدولية، لما لها من القدرة في إدارة الفوائض المالية للدول والنمو المتسارع في حجم أصولها، والمرونة في تغيير سياساتها الإستثمارية حسب التغيرات في البيئة الدولية.

❖ **الدراسات السابقة حول الموضوع:**

هناك العديد من الدراسات باللغتين العربية والأجنبية التي تناولت موضوع الصناديق السيادية

✓ **الدراسات باللغة العربية**

- **الدراسة الأولى:** للطالب نبيل بوفليح بعنوان: "**دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق مع الاشارة لحالة الجزائر**"، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر03، السنة الجامعية 2011/2010، وتناولت هذه الرسالة ماهية صناديق الثروة السيادية، وأبراز توفر ها على قدرات تمويلية عالية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية عن طريق رفع مستوى ملاءمتها المالية وتوفير مصدر تمويل بديل عن

مصادر التمويل الأجنبي، كما تساهم هذه الصناديق في الحفاض على الاستقرار الاقتصادي للدولة، ومن أهم النتائج المتوصل إليها تتوفر صناديق الثروة السيادية النفطية على قدرات تمويل عالية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية عن طريق رفع مستوى ملائمتها المالية؛ كما تساهم في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتعزيز قدرة الاقتصاد على التصدي لمختلف الأزمات الاقتصادية العالمية عن طريق تعويض الانخفاض المتوقع في المداخيل على مستوى الصادرات أو الإرادات العامة للدولة.

– **الدراسة الثانية:** للطالب زواري فرحات سليمان بعنوان: "**دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)**"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادي، جامعة الجزائر 03، السنة الجامعية 2012/2011، وتناولت هذه الرسالة فهم موضوع صناديق الثروة السيادية وتحليل تفاصيله؛ والتطرق إلى الأزمة المالية العالمية والكشف عن انعكاسات هذه الأزمة والحلول التي اتخذت للخروج منه، ومن بين النتائج المتوصل اليها الأزمة المالية العالمية استفادت منها صناديق الثروة السيادية، حيث أنها خلقت لها فرصًا استثمارية جيدة لم تكن متوفرة لها فيما سبق؛ كما أنها أكسبتها خبرة في التكيف مع الظروف الصعبة، والاستفادة من الأخطاء، وهو ما لاحظناه من بداية اعتزام بعض الصناديق السيادية للاستثمار محليا وفي الأسواق التي ينقص فيها تنافس المستثمرين كدول أوروبا الشرقية وأسواق الدول الناشئة التي تشهد معادلات نمو مرتفعة مقارنة بالأسواق العالمية الأخرى.

– **الدراسة الثالثة:** للطالبة منال نبيل بعنوان بعنوان:"**دور الصناديق السيادية في تعزيز الاستثمار–دراسة استكشافية في سوق دمشق للأوراق المالية**"، رسالة مكملة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية،جامعة اليرموك، السنة الجامعية2013/2012، وقد هدفت الدراسة إلى معرفة دور الصناديق السيادية في تعزيز الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، وقدتمت الدراسة بجمع بيانات أولية عن طريق الاستبانة، وتفريغها وتحليلها عن طريق البرنامج الإحصائي SPSS، وأظهرت النتائج أنه يوجد دور للصندوق السيادي للأوراق المالية بمتوسط حسابي بلغ 3.71 كما يوجد أهداف واستراتيجيات يتبعها الصندوق السيادي لتعزيز الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

الدراسات باللغة الاجنبية:هناك العديد من الدراسات باللغة الأحنبية من بينها:

– **الدراسة الأولى:** لكل من: Jean Michel ROCCHI و Michel RUIMY، "**صناديق الثروة السيادية**"، كتاب صادر عن ايكونوميكا، باريس فرنسا سنة 2011، تناول هذا الكتاب مختلف الجوانب المتعلقة بصناديق الثروة السيادية، مع الإشارة إلى الاستراتيجيات الحمائية للدول الغربية اتجاه الصناديق السيادية، ودراسة

الاستراتيجيات الاستثمارية لبعض الصناديق السيادية، والنتيجة العامة التى خلص إليها أن صناديق الثروة السيادية أُنشأت لتحقيق توازن بين الدفاع وحماية أوطانها، والقطاعات الاستراتيجية الحساسة من جهة، ومن جهة أخرى حرية الاستثمارات التى تعتبر واحدة من أسس التحرير.

- **الدراسة الثانية**: للطالب مجيد قاسمية،"**Essai d'analyse des stratègies d'investissement des fonds souverains et fonds institutionnels**"، مذكرة ماجستير علوم اقتصادية، فرع اقتصاد ومالية دولية، جامعة مولود معمري، تيزى وزو، الجزائر، نوقشت بتاريخ 2014/06/03، وقد تناولت الدراسة مقارنة الاستراتيجيات الاستثمارية لكل من صناديق الثروة السيادية وصناديق المعاشات وصناديق التحوط وقد توصلت الدراسة إلى أن استراتيجيات صناديق الثروة السيادية تقليدية تتميز بتنويع محفضاتها بين السندات والأسهم خصوصا.

❖ **الإطار الزماني والمكاني للدراسة:**

حددت دراسة الموضوع في إطارين مكاني وزماني، فالإطار المكاني لم يحدد بل تمثل في تواجد الصناديق السيادية في أي مكان من القارات الست بحيث يخدم أهداف الدراسة، أما الإطار الزماني فقد حددت الفترة ما بين 2015/2000، ويعود إختيار هذه الفترة لاعتبارها شهدت أعلى نسبة لإنشاء الصناديق السيادية مقارنة بالفترات السابقة.

❖ **وسائل جمع المعلومات والبيانات :**

سنعتمد في بحثنا هذا على مجموعة من الوسائل المستخدمة في جمع المعلومات والبيانات، وهي تلك الأكثر شيوعا، نختصرها في:

- **الوسائل النظرية**: وهي كالتالي:
  - ✓ المسح المكتبي للوقوف على ما تم تناوله في إطار دراستنا بهدف إرساء الدعامة النظرية له.
  - ✓ البحوث والدراسات السابقة التي تحدد لنا مجالات التركيز الجديدة في هذا الموضوع .
  - ✓ البحث عبر شبكة الانترنت لجعل بحثنا لا يهمل المستجدات التي ترتبط مباشرة بموضوعه.
- **الوسائل العملية**:

تستمد الدراسة بياناتها من التقارير السنوية الصادرة من طرف المعاهد المتخصصة في دراسة ضاهرة الصناديق السيادية، والمواقع الالكترونية الرسمية لبعض الصناديق السيادية مثل الموقع الرسمي للصندوق السيادي النرويجي.

❖ المنهج المتبع في الدراسة:

لمعالجة الإشكالية محل البحث معالجة علمية وموضوعية، إعتمدنا على منهجين لبحثنا هذا، ويأتي على رأسها:

المنهج الوصفي التحليلي بهدف تحديد الإطار النظري للموضوع بجانبه الفكري والمفهومي، نظراً لملائمة المنهج في ذلك، والذي نستقي منه المعطيات الرقمية، وبما أن المعطيات الكمية جامدة لا تفي بالمطلوب دون تحليلها فقد إستدعى منا الأمر الإعتماد على المنهج التحليلي لتحليل المعطيات الكمية بالإعتماد على الجداول والرسومات البيانية لعرض وتصنيف هذه المعطيات حتي يسهل على القارئ التعمق في هذه المعطيات.

❖ صعوبات الدراسة:

نظرا لحداثة الموضوع نسبيا مقارنة بموضوعات اقتصادية أخرى فإن جمع المعلومات النظرية تميز بشيء من الصعوبة كون الحصول على معلومات موثقة أكاديميا يعد حالات نادرة جدا، مما تطلب جهدا في الحصول على بعض المصادر واستدعى الاعتماد على بعض التصريحات لشخصيات اقتصادية، أو تابعة لهيأت عالمية، كما أن البيانات والإحصائيات التي تصب في مضمون الدراسة تم انتقاء أكثرها من التقارير السنوية لجهات أكاديمية دولية تعنى بدراسة صناديق الثروة السيادية، مما جعلنا نلاحظ وجود تناقضات صارخة استوجب جمع أكبر عدد ممكن من التقارير وأوراق العمل البحثية ومحاولة ترجيح القيم الأكثر إدراجا.

❖ تقسيمات البحث:

حتى نتمكن من الإلمام بالموضوع والإحاطة بكل جوانبه تم تقسيم البحث إلى فصلين يضم كل منهما ثلاث مباحث:

الفصل الأول: تناولنا فيه أساسيات نظرية حول الصناديق السيادية والأسواق المالية، كما تطرقنا فيه إلى توضيح أساسيات عامة حول الصناديق الثروة السيادية مفهومها ونشأتها وتطورها، أهدافها، مميزاتها، أنواعها، المخاوف والتحديات الغربية من هذه الصناديق، كما خصصنا عرض لنظرة على الأسواق المالية، حيث تطرقنا فيها إلى تعريفها وأهميها، نشأتها وتطورها، أركانها ووظائفها وأداء بعض الأسواق العالمية والناشئة، كما ألم هذا الفصل باستثمارات صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي وذلك من خلال موقف الدول المتلقية للصناديق

السيادية، والجهود الدولية لوضع إطار منظم لهاته الصناديق، وختاما تم التطرق إلى استراتيجيات تمويل الصناديق السيادية وأهميتها في النظام المالي العالمي.

الفصل الثاني: تناولنا فيه صناديق الثروة السيادية وفاعليتها في تحقيق الاستقرار المالي في الأسواق العالمية، من خلال التطرق إلى تقديم صناديق الثروة السيادية في العالم وذلك من خلال التوزيع الجغرافي للصناديق السيادية في القارات الست، كما تناول هذا الفصل إلى استثمارات الصناديق الثروة السيادية، وذلك من خلال استثماراتها في العالم، الأوراق المالية، القطاعات البديلة، واستثماراتها في الأسواق العالمية والناشئة، وتطرقنا أيضا في هذا الفصل إلى الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية، وذلك من خلال الاستراتيجيات المتبعة قبل الأزمة المالية العالمية 2008/2007 وأثناء الأزمة، والاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة بعد الأزمة المالية العالمية.

الفصل الأول:

أساسيات نظرية حول صناديق الثروة السيادية والأسواق المالية

تمهيد:

صناديق الثروة السيادية كيانات استثمارية تابعة للحكومات، تدير الفوائض المالية لدولها، من أجل تحقيق أهداف إستراتيجية عن طريق الاستثمار في الأسواق المالية العالمية التي توفر لها تنوع الفرص مما يتيح لها الاختيار الأمثل لانتهازها، مما يدر عليها عوائد مالية طويلة الأجل.

والدول المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية اتبعت سلوكاً يتميز بالتحفظ نظراً للإبهام الذي يسود أهدافها ولعدم الافصاح عنها بوضوح، مما دفع بهذه الدول إلى السعي لإيجاد اطار منظم لأداء هذه الصناديق بما يتوافق والأهداف الخاصة بهذه الاخيرة وأهداف الدول المتلقية لها.

ونظرا لحجم أصول هذه الصناديق وتنامي احتياطاتها وتزايد أعدادها، أصبحت تلعب دوراً هاما في الأسواق العالمية:

- **المبحث الأول: أساسيات عامة حول صناديق الثروة السيادية**
- **المبحث الثاني: نظرة على الأسواق المالية العالمية**
- **المبحث الثالث: استثمارات صناديق الثروة السيادية في ظل النظام المالي العالمي**

المبحث الأول: أساسيات عامة حول صناديق الثروة السيادية

تعد الصناديق السيادية حديثة النشأة على الساحة المالية العامة وشهدت اهتماما دولياً وترقباً لنموها واستثماراتها خاصة بعد تدخلها في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية خلال الأزمة المالية العالمية في سنة 2008.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول صناديق الثروة السيادية

سنتناول في هذا المطلب مفهوم صناديق الثروة السيادية ونشأتها وتطورها.

أولا: مفهوم صناديق الثروة السيادية

للصناديق السيادية تعاريف عديدة من بينها:

1. «أنها صناديق استثمارية تملكها الحكومات التي لها فوائض كبيرة في موازنتها، للاستثمار في الأسواق الدولية»[1].

2. وتعرف أيضا بأنها: «صناديق مكلفة بإدارة الاحتياطات الدولية لحكومات الدول التي لديها مدخرات تفوق القدرة الاستيعابية لاقتصادياتها، مما تطلب سياسة استثمارية تمكنها من تنويع أصولها وامتلاك أصول مالية أجنبية»[2].

3. ومن التعاريف الأخرى للصناديق السيادية أيضا تعرف بأنها: «عبارة عن فوائض الأموال أو المداخيل المالية لبعض الدول، وهي الاحتياطات المالية في البنوك المركزية والتي في الدول الغنية»[3].

4. كما يعرف صندوق النقد الدولي الصناديق 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 وإدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية »[4].

وتنشأ الحكومة صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض مالية عامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة[5].

---

[1] Patrick BOLTON et autre, **les fonds Souverains de menace a opportunitè**, TeraNova, la fondation progressiste, 30 juin2001, pp: 1,2.

[2] Surendranath R joy and all, **The role of souvereign wealth funds in globale financiale Intermediation**, featurearticle, school of management, university of Michigan-flint, 2010, p: 590.

[3] هزاع دواد سليمان، مقال بعنوان: **الصناديق السيادية ودورها في الاقتصاد العالمي**، مجلة آداب الكوفة، المجلد1، رقم 11، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2012، ص: 168.

[4] بيان صحفي رقم 08/06، لمجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، 11اكتوبر 2008، على الموقع: http://www.iwg-swf.org/pr/pdf/ara/pr0806a.pdf تاريخ الاطلاع: 2016/04/10، على الساعة 23:45، ص: 01.

[5] عبد المجيد قدي، مقال بعنوان: **الصناديق السيادية والازمة المالية الراهنة**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر،2006، ص: 02.

ومع أنه لا يوجد تعريف شامل لصناديق الثروة السيادية إلا أنه يمكن أن نأخذ تعريف هذه الصناديق بأنها: صناديق استثمارية تتميز بطبيعة خاصة، تنشئها الحكومات للحفاظ على الفوائض المالية وتوظيفها في استثمارات طويلة الأجل.

و الجدول التالي يمثل أشهر الصناديق السيادية في العالم:

الجدول رقم (1-1): من أشهر الصناديق السيادية في العالم (مرتبة حسب سنوات التأسيس)

البلد	الصندوق	التأسيس	مصدر أصوله
الكويت	الهيئة العامة للاستثمار Kuwoit investment authority	1953	نفط
كيريباتي	صندوق احتياطي للصادرات Revenue Equialazation Rrserve Fund	1965	فوسفات
سنغافورة	تماسك القابضة Temasek holdings	1974	فائض تجاري
ابوظبي UAE	هيئة ابو ظبي للاستثمار Abu dhabi investment authority	1976	نفط
عمان	صندوق الاحتياطات العامة State generale reserve fund	1980	نفط
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية Governement of Singapore investment corporation	1981	فائض تجاري
بروناي	شركة الاستثمار بروناي Brunei investment Agency	1983	نفط
ابوظبي UAE	شركة الاستثمارات البترولية الدولية International petrolieum investment Company	1984	نفط
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي Governement Pension fund	1990	نفط
ماليزيا	صندوق الخزينة الوطني Khazanah nasion alberhard	1993	غير سلعية
الصين	صندوق الرعاية الاجتماعية الوطني National social security fund	2000	فائض تجاري
ايرلندا	صندوق الاستثمارات الاستراتيجية Ireland Strategic investment Agency	2001	غير سلعية
دبيUAE	مركز دبي المالي العالمي Debai international funancial center	2002	غير سلعية
ابوظبي UAE	شركة مبادلة للتنمية Mubadala Developpement company	2003	نفط
دبيUAE	الاستثمار العالمية Istethmar world	2003	غير سلعية
قطر	هيئة الاستثمار القطرية Qatar investment authority	2005	نفط
البحرين	شركة ممتلكات البحرين القابضة Mumtalakat holding Company	2006	غير سلعية
استراليا	صندوق المستقبل الاسترالي	2006	غير سلعية

	Australian futur fund		
الصين	مؤسسة الاستثمار الصين China investment corporation	2007	فائض تجاري
ابوظبي UAE	مجلس ابو ظبي للاستثمار Abu Dhabi investment council	2007	نفط
روسيا	صندوق الثروة الاحتياطي National Wealth fund and reserve fund	2008	نفط
UAE	هيئة الاستثمار الاماراتية Emirates investment Authrity	2007	نفط

Source: Boficarfin , **Towards a new normal sovereign wealth fund** , annual report 2014, p: 08.

ثانياً: نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية

مع تزايد الفوائض المالية في الدول المصدرة للنفط ومع عدم توافر المناخ الاستثماري المناسب بتلك الدول، فضلا عن ضعف طاقتها الاستيعابية على امتصاص تلك الفوائض مع الرغبة في الاستفادة من تلك الفوائض، كان لابد من استثمار تلك الفوائض في الخارج، ورغبة حكومات تلك الدول في تقليل عنصر المخاطرة اتجهت إلى المؤسسات والشركات المالية الرئيسية في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية .

وقد أطلق على تلك الفوائض في البداية مصطلح "البترودولار" ويعني استثمار الفوائض المحقق من النفط في الدول الغربية والولايات المتحدة الأمريكية، ولكن سرعان ما استغني عن ذلك المصطلح بمصطلح "الصناديق السيادية "[1].

هذا المصطلح الذي استخدم في البداية عام 2005 من قبل: Andrew Rosonov، في مقالة صدرت بعنوان: who holds the wealth of nation، إلا أن نشأة الصناديق تعود إلى فترة طويلة، على الأقل منذ خمسينيات القرن الماضي عندما انشات دولة الكويت عام 1953 هيئة الاستثمار الكويتية، الهيئة العامة للاستثمار حاليًا.

وصل عدد الصناديق السيادية عام 1969 إلى ثلاثة فقط ثم واحد وعشرون صندوقا على مستوى العالم سنة 1999، وحتى عام 2005، كان هناك اثني عشر صندوقا[2]، وقد بلغت سنة 2015 خمسة وسبعون صندوقا[3].

[1] هشام حنضل عبد الباقي، مقال بعنوان: **رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية**، مجلة التعاون، العدد التاسع والستّون، الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، مارس 2010، ص: 24.

[2] منال نبيل عيون، "**دور الصناديق السيادية في تعزيز الاستثمار– دراسة استكشافية في سوق الأوراق المالية**"، (رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2012 /2013)، ص:11.

[3] عدنان كريمة، مقال بعنوان: **أموال النفط تواجه خطر صناديق الثروة السيادية**، على الرابط: www. raiamyoum.com/?p:200628 , تاريخ الإطلاع: 09/01/2016، على الساعة: 23:15، ص: 01.

والجدول التالي يبين اهم الصناديق السيادية حجم أصولها لسنة 2015.

الجدول رقم (1-2): أهم الصناديق السيادية وتقديم حجم أصولها

الوحدة: مليار دولار

الترتيب	الصندوق السيادي	الدولة	حجم الأصول
01	صندوق التقاعد الحكومي(NIBM)	النرويج	873
02	جهاز ابوظبي للاستثمار(ADIA)	الإمارات	773
03	شركة الصين الاستثمار(CIC)	الصين	746.7
04	الأصول الأجنبية لمؤسسة العربي السعودي	السعودية	671.8
05	الهيئة العامة للاستثمار(KIA)	الكويت	592
06	شركة سيف للاستثمار(SAFE)	الصين	547
07	محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد يونغ كونغ(HKMA)	الصين	400.2
08	شركة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة	344
09	هيئة قطر للاستثمار(QIA)	قطر	256
10	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	الصين	236
11	تماسك القابضة	سنغافورة	193.6
12	مؤسسة دبي للاستثمار	الامارات	183
13	مجلس ابوظبي للاستثمار	الإمارات	110
14	صندوق المستقبل الاسترالي	استراليا	95
15	الصندوق الاحتياطي الروسي	روسيا	88.9
16	شركة كوريا للاستثمار	كوريا الجنوبية	84.7
17	صندوق الرفاه الوطني	روسيا	79.9
18	محفظة الاستثمار التابعة لهيئة الأوراق المالية لكازاخستان	كازاخستان	77
19	شركة الاستثمارات البترولية الدولية	الإمارات	66.3

المصدر :من إعداد الطالبتين اعتمادا على الرابط: www.Olborsanews.com تاريخ الاطلاع:2015/10/14 ، على الساعة 03:15، ص: 01.

✍ حسب تصنيف مؤسسة (SWF Institute) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، فقد احتل صندوق التقاعد الحكومي النرويجي المرتبة الأولى بأصول تقدر بقيمة 873 مليار دولار.

✍ وجاء جهاز ابوظبي للاستثمار في المرتبة الثانية بقيمة 773مليار دولار، وتلاه شركة الصين للاستثمار التي تقدمت بدرجة واحدة إلى المرتبة الثالثة بعد أن وصلت موجوداتها إلى 746.7 مليار دولار، بعد أن كانت 652.7 مليار دولار خلال السنة الماضية.

المطلب الثاني: أهداف ومميزات صناديق الثروة السيادية

في هذا المطلب نوضح في أهداف الصناديق السيادية ومميزاتها.

أولاً: أهداف صناديق الثروة السيادية

هي مجموعة متغايرة الخصائص ممولة من مصادر مختلفة ولأغراض متنوعة، واستناداً إلى أهدافها البارزة، قسم صندوق النقد الدولي هذه الصناديق إلى خمسة فئات رئيسية هي[1]:

1- صناديق لاستقرار المالية العامة: ويتمثل هدفها الأولي في حماية الميزانية والاقتصاد من تقلبات أسعار السلع الأساسية (النفط عادة).

2- صناديق المدخرات للأجيال القادمة: وترمي إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظات أصول أكثر تنوعا، تخفيف آثار المرض الهولندي*.

3- مؤسسات استثمار الاحتياطات: التي كثيرا ما تحسب أصولها حتى الأن على أنها أصول احتياطية، ويجري إنشاءها لزيادة العائد على الاحتياطات.

4- صناديق التنمية: التي تقدم عادة المساعدة في تمويل المشروعات الإجتماعية والاقتصادية، أو تعزز السياسات الصناعية التي تزيد نمو الإنتاج المحتمل في بلد ما.

5- صناديق طوارئ احتياطات التقاعد: (من مصادر غير مساهمات التقاعد الفردية) غير مقترنة بالتزامات تقاعدية صريحة في الميزانية العمومية للحكومة، وينبغي في واقع الأمر توخي المرونة في استخدام هذا النظام الفئوي نظرا إلى أن أهداف صناديق الثروة السيادية قد تكون متعددة أو متداخلة أو قد تتغير بمرور الوقت.

مما سبق نستشف أن لكل صندوق سيادي طبيعته الخاصة والأسباب التي تدعوا إلى تأسيسه والأهداف الخاصة به، ولكن الأهداف المشتركة لهذه الصناديق تدور حول ما يلي[2]:

- حماية وتحقيق الاستقرار في الميزانية والاقتصاد من التقلبات المفرطة في الإيرادات، الصادرات .
- تنويع صادراتها من السلع الأساسية غير القابلة للتحديد.

---

[1] أودا برداس وآخرون، تقرير بعنوان: **اقتصاديات الثروة السيادية قضايا لصناع السياسات**، صندوق النقد الدولي، الطبعة العربية، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2010، ص: 60.

* **المرض الهولندي**: ظهر هذا المصطلح سنة 1977، ويقصد به العلاقة الظاهرة بين ازدهار التنمية الاقتصادية بسبب ارتفاع عائدات الموارد الطبيعية وانخفاض قطاع الصناعات التحويلية، ينشأ عندما تتسبب التدفقات الداخلة للعملة الأجنبية زيادة في اسعار الصرف الحقيقية في بلد ما، ويتمثل تأثير المرض الهولندي في تخفيض القدرة التنافسية الخارجية مما يؤدى إلى إضعاف الصادرات مما يسهم في إضعاف الصناعة وإلحاق الضرر بالصناعات التي لا تقوم على الموارد من جراء زيادة الثروة التي تولدها الموارد الطبيعية.

[2] إضاءات مالية ومصرفية، **صناديق الثروة السيادية**، السلسة السادسة، العدد 05، معهد الدراسات المصرفية والمالية، دولة الكويت، ديسمبر 2013، ص: 01.

- تحقيق عوائد أكبر من التركيز على احتياطيات النقد الأجنبية.
- مساعدة السلطات النقدية في انفاق السيولة غير المرغوب فيها.
- أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لما بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال القادمة.
- تمويل تطوير التنمية الإجتماعية والاقتصادية.
- المساهمة في تنمية الدول المستقلة لاستثمارات الصناديق بتمويل الهياكل القاعدية.
- استراتيجية سياسية.

ثانياً: مميزات صناديق الثروة السيادية

تتميز صناديق الثروة السيادية عن غيرها من الهيئات الأخرى (Demarolle,2008)[1]:

تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف ويغلب على أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف استثمرت أساسا في السندات وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل: الصين والنرويج، توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى اقسام من البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.

تتميز عن صناديق المعاشات العمومية لكون موارد هذه الاخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة، وهي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة ثانية.

تتميز عن المؤسسات العمومية، حيث تأخذ المؤسسات العمومية بشكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري، والأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار، ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.

المطلب الثالث: أنواع صناديق الثروة السيادية

يمكن تمييز صناديق الثروة السيادية إلى خمسة أنواع هي[2]:

---

[1] عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 02.

[*] **الأصول الغير متجددة**: ويقصد بها إيرادات الموارد الطبيعية كالنفط والغاز والمعادن، وهذه الموارد غير متجددة ومآلها النضوب نتيجة استخداماتها.

[2] شريف شعبان مبروك، **صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية والافاق الخليجية**، الطبعة الأولى، مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص ص: 16،17.

1- صناديق الاستقرار: ويتمثل هدفها الأساسي في حماية الموازنة العامة للدولة والاقتصاد ككل عن تقلبات أسعار السلع وخاصة النفط.

2- صناديق احتياطي (مدخرات) الأجيال القادمة: وتهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة* إلى حافظة أصول أكثر تنوعا .

3- شركات استثمار الاحتياطات: وهي التي لاتزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحتفظ بها لدى المصرف المركزي، وتتميز برغبتها المتزايدة لتحمل المزيد من المخاطر في سبيل تحقيق عوائد اعلى.

4- صناديق التنمية: وهي التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع ذات الشقين الاجتماعي والاقتصادي.

5- صناديق احتياطات طوارئ التقاعد: وهي تغطي التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الموازنة العامة للدولة (من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد)، كما أن صناديق الثروة السيادية تصنف وفق مجموعة من المعايير إلى عدة أنواع كما يلي:

- **وفق مجال عمل الصندوق:** تنقسم صناديق الثروة السيادية وفق مجال عملها إلى صناديق محلية وصناديق دولية وهي كالتالي:

صناديق سيادية محلية: يرتكز نشاطها داخل البلد ونعني بها توظيف الفوائض المالية لهذه الصناديق في مختلف المجالات والفرص المتاحة للاستثمار في الداخل تعود هذه الصناديق باستثماراتها في الداخل بفوائد كبيرة لاقتصادها الوطني من حيث التسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية وزيادة الناتج المحلي الإجمالي من هذه الصناديق جهاز للاستثمار من خلال ذراعه الاستثمارية القوية (شركة الديار) التي انطلقت تبحث عن أفضل الفرص الاستثمارية في الأسواق الخارجية وفي نفس الوقت أسست شركة محلية ومنها: بروة العقارية، ومصرف الريان الإسلامي، كما أنه توجد صناديق تنشط في الداخل مهمتها الحفاظ على الاستقرار المالي على غرار صندوق ضبط الايرادات في الجزائر، وصندوق الاستقرار في روسيا*.

صناديق سيادية دولية: تستثمر بعض الدول صناديقها السيادية في الخارج كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص، أو لتجنب ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بالمرض الهولندي، بأدوات وآجال يتم تحديدها، أو يترك لاجتهاد القائمين على تلك الصناديق مثل: هيئة ابوظبي للاستثمار، أو صندوق المعاشات الحكومي

* صندوق الاحتياطي الروسي الذي أنشأ بهدف تحقيق الاستقرار المالي (لسد عجز الميزانية).

النرويجي[1].

- **وفقا لموارد الصندوق:** وهي كالآتي:

صناديق سيادية نفطية: تأتي مواردها أساسا من الصادرات النفطية مثل: صندوق ضبط الموارد الجزائري، وصندوق النفط النرويجي.

صناديق سيادية غير نفطية: تتمثل مواردها أساسا في فائض الميزان التجاري واحتياطات الصرف مع العلم أن هذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية على غرار سنغافورة والصين.

- **وفقا لوظيفة الصندوق:** وهي كالآتي:

1- **صناديق ادخار:** على غرار صندوق ضبط الموارد في الجزائر.

2- **صناديق استثمارية:** تقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية في شكل قيم منقولة مثل: هيئة ابوظبي للاستثمار.

- **وفقا لدرجة الاستقلالية:** وهي كما يلي:

صناديق سيادية حكومية: هي صناديق تابعة للحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار، كما أنها لا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة، على غرار صندوق ضبط الموارد الجزائري .

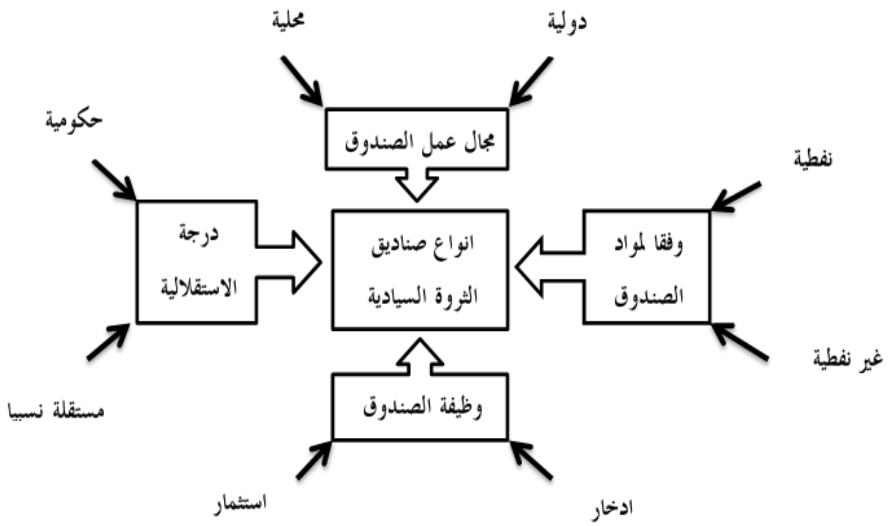
صناديق سيادية مستقلة نسبيا: وهي صناديق سيادية تتمتع بالاستقلالية نسبية عن الحكومة، إذ تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع لرقابة ومساءلة السلطة التشريعية والرأي العام، على غرار صندوق النفط النرويجي[2].

و الشكل التالي يوضح تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب أهم المعايير:

[1] عبد الكريم سليماني، **"دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الايرادات النفطية العربية مع اشارة حالة ابوظبي"**، (مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد الدولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، سنة 2014/2013)، ص: 06.

[2] نبيل بوفليح، مقال بعنوان: **صناديق الثروة السيادية في معالجة الازمة المالية والاقتصادية العالمية**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان: 48-49، 2010، لبنان، ص: 100.

الشكل رقم (1-1): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب أهم المعايير



المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على:

- عبد الكريم سليماني، "**دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الايرادات النفطية العربية مع اشارة حالة ابو ظبي**"، (مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد الدولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، سنة 2014/2013)، ص: 06.

المطلب الرابع: صناديق الثروة السيادية المخاوف والتحديات الغربية

في هذا المطلب سنحاول التعرف على المخاوف الغربية للصناديق الثروة السيادية وتحدياتها.

الفرع الأول: صناديق الثروة السيادية والمخاوف الغربية

أدى تصاعد وتغلغل نشاط الثروة السيادية على ساحة الاقتصاد العالمي إلى النظر لطبيعة عملها على أنها مسالة سياسية أكثر من كونها مسالة اقتصادية تخضع لقواعد عمل السوق، خاصة في اقتصاديات الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي، باعتبار ساحة العمل الرئيسية للجزء الأكبر من استثمارات هذه الصناديق ومستقبلها، وحقيقة أهدافها، وخاصة فيما يتعلق بتنامي تلك الصناديق المملوكة لقوى دولية منافسة وصاعدة على الساحة الدولية (الصين وروسيا)، وسعيهما للتواجد بقوة في داخل اقتصاديات الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

ومن المعطيات الجديدة أيضا على أشارت وتزايد المخاوف الدول الغربية، ما يتعلق بتحسن مناخ الاستثمار في الدول العربية نتيجة الإصلاحات الاقتصادية، التي تمت خلال الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين، الأمر الذي شجع على توجيه جزء متزايد من هذه الاستثمارات إلى التوظيف في الدول العربية، سواء في مشاريع عقارية وسامية أو في مشاريع مالية، وهو ما يمثل تهديداً للدول الغربية من ناحية التحول في استقطاب

الدول العربية للاستثمارات بشكل كبير[1].

وبصفة عامة تكمن المخاوف الغربية اتجاه صناديق الثروة السيادية إلى مخاوف سياسية واقتصادية ويمكن تفصيلها فيما يلي:

أولا: المخاوف الاقتصادية: تمثلت المخاوف الاقتصادية في:

1- الصناديق السيادية تعطي حكوماتها تأثيرا مباشرا على الأسواق العالمية.

2- يتم ضبط معظم الصناديق السيادية من قبل دول تتبنى مبادئ محاسبية متدنية، مقارنة مع المبادئ المحاسبية المتقدمة المتبعة من دول أخرى، حيث تجعل المبادئ المحاسبية المتدنية حكوماتها تواجه مخاطر كبيرة مع الأموال الحكومية.

والجدير بالذكر أن أكبر الصناديق موجودة في الإمارات العربية المتحدة وسنغافورة والمملكة السعودية وروسيا والصين والكويت، إلا أنه من بين أكبر عشر صناديق سيادية هناك واحد فقط مبني على مبادئ محاسبية متقدمة وهو صندوق النرويج، حيث يمنع القانون النرويجي أن تصبح عملية استثمار الأموال عملية خطرة وذلك من خلال الحصول على 60% من الصندوق كدخل ثابت، وهو ما شكل عائق لا تشعر بعض الأنظمة الاخرى والتي تطبق مستوى ثابت من المبادئ المحاسبية[2].

3- صناديق سيادية تساهم في اضطراب السوق وعدم اليقين من جهة في أنها قد تسهم في الاستقرار المالي من جهة أخرى، لكن صافي مساهمتها لا يمكن تحديده بدقة، لا سيما أن عملياتها لا يتم الكشف والإفصاح عنها حالة بحالة[3].

4- نمو حجم صناديق الثروة السيادية: ارتفعت الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية سواء النفطية أو غير النفطية بشكل كبير بداية هذه الالفية (2000)، نتيجة زيادة الطلب على السلع غير النفطية مما ساهم في تحفيز النمو الاقتصادي في الصين والهند وغيرهما من دول الاقتصاديات الناشئة، كما أن الزيادة الهائلة والمفاجأة في أسعار النقط والغاز الطبيعي وفرت للدول النفطية إيرادات كبيرة، هذه الزيادات وفرت المصدر الرئيسي لتمويل صناديق الثروة السيادية للدول النفطية والغير نفطية[4].

---

[1] شريف شعبان مبروك، مرجع سابق، ص ص: 23، 22.

[2] منال نبيل عيون، مرجع سابق، ص: 22.

[3] Edwin M.TRUMAN, **Souvereign wealth funds: newchallengesfrom a changinglandscaps**, Petersoninstitute for international economic, Septembre10, 2008, p: 03.

[4] أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، مقال بعنوان: **دراسة تحليلية لدى حوكمة صناديق الثروة السيادية في ظل الامتثال لمبادئ سنتياغو**، مقدمة في الملتقى الدولي حول: السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، المنعقد يومي 07/08/ أفريل/ 2015، جامعة فرحات عباس، سطيف 01، الجزائر، ص: 03.

5- عدم تطابق إدارة هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الراشد والشفافية وتأثيرات ذلك على تطورات الأسواق والانكشاف التجاري للدول الصناعية الكبرى لأن هذه الصناديق تفتقر إلى الإطار القانوني بخلاف المستثمرين المؤسسين[1].

ثانيا : المخاوف السياسية: والتي تمثلت في:

1- التخوف من استخدامها لاقتناء التقنيات والخبرات الحيوية من خلال الدخول في الصناعات الاستراتيجية[2].

2- قد تسعى الحكومات التي تدير استثمارات الصناديق السيادية إلى تحقيق أهداف سياسية، مما يثير الكثير من المخاوف لدى الدول المتلقية للاستثمارات، وهذا السلوك لا تقتصر نتائجه على صراعات سياسية بين الدول بل يتعداها إلى ايجاد مشاكل واختلالات اقتصادية[3].

الفرع الثاني: الصناديق السيادية والتحديات الغربية

مثلت استثمارات صناديق الثروة السيادية طوال الفترة الماضية هاجسا أمنيا لدى الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي[4]، وترتكز الاتهامات الغربية لتلك الصناديق بأن أغلبها مملوكة من قبل حكومات وبالتالي فإنها لا تسعى للربح في المقام الأول، بل قد يكون لها تأثير سياسي، كما أنها تفتقر لقواعد الشفافية وهي أقل خضوعا لقواعد السوق من الشركات الغربية الخاصة [5].

فقامت الدول الغربية بوضع قوانين ولوائح وقواعد خاصة بهذه الصناديق والمؤسسات الاستثمارية الأخرى المملوكة للحكومات التي تسعى للوصول إلى الأسواق الأمريكية والأوروبية[6].

1. رد فعل ألمانيا اتجاه الصناديق السيادية: أول دولة كان لها رد فعل ضد هذه الصناديق، خاصة عند محاولة تملك صندوق الثروة الصيني Deutshs telecom (CIC)، فقد أعلنت حكومة Market Angel على قانون مراقبة الاستثمار الأجنبي لصناديق الثروة السيادية، والذي يمنع الأجانب تملك الشركات المحلية، إذا كانت الصفقة تمثل خطرا على مصلحة الدولة أو لحمايتها وتجاوزت 25% من أسهم الشركة[7].

---

[1] تقرير بعنوان: **صناديق الثروة السيادية**، مركز الدراسات والأبحاث، فلسطين، يونيو- حزيران، 2014، ، متاح على الموقع: www.PbF.org.ps تاريخ الاطلاع: 2016/12/13، على الساعة: 03:20.

[2] شريف شعبان مبروك، مرجع سابق، ص ص: 23، 24.

[3] Edwin M.TRUMAN, Auteur, Op.Cit, P: 04.

[4] شريف شعبان مبروك، مرجع سابق، ص: 29.

[5] احمد حسن الشيمي، مقال بعنوان: **الصناديق السيادية في الخليج**، مجلة الالوكة، بدون عدد، متاح على الرابط: http://www.alukah.net/culture/0/3143 تاريخ الإضافة 08/12/ 2008، ص: 01.

[6] شريف شعبان مبروك، مرجع سابق، ص: 29.

[7] عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيمه، مداخلة بعنوان: **واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري**، المؤتمر العلمي السادس حول: منظمات الأعمال المعاصرة لأزمة المالية العالمية والافاق المستقبلية، كلية العلوم المالية والإدارية، جامعة فيلادلفيا، 13-2009/05/14، ص: 20.

2. رد فعل الولايات المتحدة الأمريكية: نلاحظ ذلك عند إلغاء الكونغرس الأمريكي صفقة إدارة الموانئ الستة الأمريكية من طرف شركة موانئ دبي العالمية، المملوكة للإمارات العربية المتحدة[1].

3. رد فعل صندوق النقد الدولي: أمام النمو المتزايد للصناديق السيادية وزيادة دورها على مستوى الأسواق المالية العالمية، عمل صندوق النقد الدولي إلى إيجاد آليات تمكن من اندماج هذه الصناديق ضمن قواعد النظام المالي العالمي، وهكذا قامت اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية بدعوة من الصندوق في اكتوبر 2007 لإقامة حوار مع البلدان الأعضاء قصد وضع مجموعة من القواعد التي تحكم الممارسات في مجال إدارة الصناديق السيادية وعمل صندوق النقد الدولي في ذات الوقت بهذا الخصوص مع منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية [2].

[1]Steven cvissard,yannEchinard et autres, **L'emergence des fonds Souveerainsrealites et en jeux,** on the link: www.afri-ct.org/IMG/pdf/56. p: 6.

[2]اياد حماد، "**ادارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط**"، (رسالة ماجستير في إدارة الاعمال، كلية الادارة الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2009/2008)، ص: 14.

المبحث الثاني: نظرة عن الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دورا هاماً في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، كونها إحدى أدوات السياسة المالية مستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: تعريف السوق المالي وأهميته

وسنتناول في هذا المطلب تعريف السوق المالي وأهميته:

أولا: تعريف السوق المالي

هناك عدّة تعاريف للسوق المالي نذكر منها:

1. «هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه, ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الائتمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه»[1].

2. «هي عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالهما أو بواسطتهما بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفائض إلى التي تعاني من العجز»[2].

3. «هي الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها الجمع أو المكان الذي يتم فيه»[3].

---

[1] وليد الصافي ،أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، الطبعة الأولى، دار البداية، الأردن، 2010، ص: 16.

[2] دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012، ص: 37.

[3] محمّد عبد الخالق، **الإدارة المالية والصرفية**، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن، 2010، ص: 215.

4. «وقد عرف أيضا هو ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط تتوفر قنوات اتصاله فعالة»[1].

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف السوق المالي على احد وسائل وآليات التمويل الخارجية المباشرة، في إطار تلبية حاجيات المؤسسات لبيع الأدوات المالية (أسهم، سندات، وغيرها)، ويتطلب السوق المالي قاعدة بيانات دقيقة حول أصحاب المؤسسات المصدرة الأوراق المالية، وينقسم السوق المالي إلى السوق النقدي والذي تباع وتشتري فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال ويتم فيه بيع وشراء الأصول المالية.

ثانيا: أهمية السوق المالي

تزداد أهمية الأسواق المالية في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع ويمكن تلخيصها فيما يلي:

1. تساهم الأسواق المالية في تجمع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة, أي استخدام الأموال في الأنشطة الرابحة التي تحقق أعلى عائد وأعلى قيمة مضافة.
2. أنه يساهم بفاعلية في تمويل الاستثمارات التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على المستوى الاقتصادي الوطني[2].
3. الاحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار الشرعية.
4. تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية للأوراق المالية.
5. إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم[3].

1بن عمر بن حسين، **"فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية"**، (أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بالقايد، تلمسان، 2013/2012)، ص: 10.

2دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 36.

3أمين عبد العزيز حسن، **الأسواق المالية**، بدون طبعة، دار قباء الحديث، القاهرة، مصر، 2007، ص: 14.

المطلب الثاني: نشأة وتطور الأسواق المالية

يذكر التاريخ الاقتصادي أن أشهر وأهم الأسواق المالية التي عرفت في أوروبا بل وفي العالم (وكان التعامل فيها يتم بالكمبيالات الفاصلة والسندات أذونات الخزينة والمعادن النفيسة)، هي أسواق البندقية وجنوه في إيطاليا, وسوق Frankfurt, وكانت تلك الأسواق من أكثر الأسواق المالية الأوربية تعاملا مع الشرق الأوسط التي شهدت في تلك الفترة نشاطا تجاريا هائلا[1]؛ وتستند فكرة الأسواق المالية على نظرية أدم سميث* التي تقوم على فكرة تقسيم العمل, وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق, ويعتمد كبر حجم السوق على الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصيص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية وهو ما يطلق عليه تخصيص الموارد[2].

إن نشأة الأسواق تعود إلى عهود قديمة وكان الرومان أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء منطقة لاجتماع التجار كما انشأ اليونانيون متجرا للمقايضات في أثينا في القرن الخامس قبل الميلاد, حيث يرى البعض أن أصل الأسواق ونشأتها قديم العهد منذ أن كثر الناس على الأرض وازدحمت بهم البلدان وتعهدت مطالب الإنسان[3]؛ وكانت تقتصر على بيع وشراء السلع حقيقية وتبادلها وهو ما سمي في علم الاقتصاد بالمقايضة, وبعد تطور الأوراق النقدية كانت طريقة المقايضة بتبادل السلع بالنقود, وبعد أن تطورت وسائل الاتصالات الحديثة أصبح السوق لا يقتصر على مكان معين، أي أصبح المكان لايشكل شرطا لإتمام عملية الشراء أو البيع، إذ أصبح بإمكان البائع أو المشتري أن يبيع ويشتري بإيصال تلفوني مباشر بواسطة الوسطاء, وأن الأسواق التجارية قد أصبحت في وقتنا الحاضر أسواقا متخصصة وأصبح للأوراق المالية سوقا خاصا بها كالعقارات والذهب أطلق عليها بالسوق المالي[4]؛ حيث كان إنشاء أول سوق مالي في عام 1339 في بلجيكا وانتقل إلى مدينة ليون في فرنسا في عام 1639، ثم إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق بحلول 1890 بعد حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف

*أدم سميث: فيلسوف اسكتلندي ومن رواد الاقتصاد، اشتهر بكتابته الكلاسيكية ومن أهم مؤلفاته: تقسيم العمل، العمل والتجارة، التجارة الحرة، كما لازال يعتبر من أكثر المفكرين الاقتصاديين تأثيراً في الاقتصاديات.

[1] صلاح الدين شريط، "**دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية**"، (أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2012)، ص: 77.

[2] حسين علي بني هاني، **الأسواق المالية، طبيعتها – تنظيمها – أدواتها – مشتقاتها**، دار مكتبة الكندي، الطبعة الأولى، 2014، ص ص: 3،4.

[3] محمد فرح عبد الحليم، **الأسواق المالية و البورصات**، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، اليمن، 2013، ص: 83.

[4] نفس المرجع ونفس الصفحة.

أمريكا الشمالية والجنوبية, وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية[1]؛ وقد تزايد الدور الاقتصادي للأسواق المالية حيث أصبح يطلق عليها بالبورصات وأصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم، ومن أهم بورصات العالم: بورصة نيويورك، بورصة لندن أما البورصات العربية حديثة العهد ولا تزال بدائية بالمقارنة بالبورصات الدولية، وأهم البورصات العربية: بورصة الأوراق المالية بالقاهرة, وسوق عمان المالي كما يوجد أسواق مالية في السعودية، مسقط وتونس وغيرها من الدول[2].

وقد مرت فكرة الأسواق المالية بعدة مراحل[3]:

– **المرحلة الأولى:** تميزت بوجود عدد كبير من البنوك ومحلات الصرافة, وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وغيرها، مما أدى إلى اتساع المعاملات وكبر حجم المعاملات.

– **المرحلة الثانية:** تميزت ببداية ظهور البنوك المركزية تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى.

– **المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط وطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والتجارية وبنوك التنمية؛

– **المرحلة الرابعة:** ظهور السوق النقدي مع السوق المالي.

– **المرحلة الخامسة:** اندماج السوق النقدي مع السوق المالي واندماج الأسواق المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصال الحديثة.

[1] دريد آل شبيب، مرجع سابق، ص: 34 .

[2] محمد فرح عبد الحليم، مرجع سابق، ص: 83.

[3] نفس المرجع ونفس الصفحة.

المطلب الثالث: أركان ووظائف السوق المالي

سنتناول في هذا المطلب أركان ووظائف الأسواق المالية.

أولا: أركان السوق المالي

إن عملية تحويل الأموال من المالكين إلى من هم بحاجة لها تتم من خلال وسطاء في السوق المالي، ومن خلال هذه العملية يتم تحديد أركان السوق المالي التي تقوم على ثلاث أركان أساسية وهي[1]:

1. **فئة المقرضين أو المستثمرين:** وهم الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخلهم النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية وبإمكان المؤسسات المالية أن تقوم بدور المستثمر في السوق المالي إلا أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار أن هذه الفئة تهتم بالعوامل التالية:
   - معدل العائد المتوقع على الاستثمار.
   - عامل السيولة والأمان.
   - نازع الاستحقاق.
2. **فئة المقرضين أو المصدرين:** وهم الأفراد والمؤسسات التي تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة, بهدف إشباع رغبات استهلاكية أو للتوسع.

تنطوي فئة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية مجموعة مختلفة من المؤسسات والهيئات الأهلية والحكومية، وتقسم إصدارات الأوراق المالية إلى ما يلي:

1.2. إصدارات أولية: وهي الإصدارات التي تتم عند تأسيس الشركة لتموين رأس مالها الأساسي.

2.2. إصدارات موسمية: وهي الإصدارات التي تهدف إلى زيادة رأس المال للشركة وللتوسع في إصداراتها الموسمية.

3.2. إصدارات أهلية: وتكون أهلية عندما تكون جهة الإصدار شركة أو مؤسسة أهلية كشركة البنك التجاري.

[1] محمد عبد الخالق، مرجع سابق، ص ص: 216، 217.

4.2. إصدارات حكومية: وهي جهة الإصدار تكون هيئة حكومية كالبنك المركزي.

5.2. إصدارات قصيرة الأجل: حيث أدوات الملكية غير مرهونة بأجل بل تبقى ما بقيت الشركة المصدرة لها قائمة.

6.2. إصدارات طويلة الأجل: عندما تكون أدوات الملكية قد زادت أجل الورقة المالية المصدرة عن عام واحد.

7.2. إصدارات محلية وأجنبية: تكون النطاق الجغرافي للإصدار محلا للاعتبار.

وتقسم الإصدارات تبعا لموطن جهات الإصدار إلى[1]:

- **إصدارات لحامله:** ويكون حامله مغفلا أي خاليا من اسم المستثمر ويكون الصك المصدر اسميا.
- **إصدارات دين:** حيث يعتبر الإصدار دينا متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حق الدائنية.
- **إصدارات ملكية:** تكون حق الملكية متى رتبت الورقة الأوراق المالية المصدرة لحاملها نفس حقوق الملاك في جهة الإصدار.

3. الوسطاء الماليون: يشكل الوسطاء الماليون جزءا مهما من مؤسسات النظام المالي الكفء وتشمل هذه الفئة صناديق التقاعد، شركات التأمين، وبنوك الادخار، والسماسرة، والوكلاء، ومكاتب الاستعلام، والخدمات المالية الأخرى، وتكون مهمة الوسطاء الماليين الأساسية التوسط في نقل أو تحويل الأموال قصيرة وطويلة الأجل من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز في مواردها المالية والنقدية، مقابل عوائد وعملات يحصلون عليها لقاء توسطهم هذا، وتقوم بعض مكاتب الخدمات المالية أيضا بمهمة تزويد المتعاملين معها بمعلومات تساهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

أهم الخدمات التي يقدمها الوسطاء في السوق المالي[2] :

1.3. صناعة الأسواق: ويقوم الوسيط المالي بدور صانع الأسواق بممارسة مهمته في بيع وشراء الأوراق المالية شرط توفير السيولة اللازمة للسوق المالي, والمحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل.

[1] نفس المرجع ونفس الصفحة.

[2] نفس المرجع ونفس الصفحة.

2.3. السمسرة: عندما يقوم الوسيط المالي بدور السمسار فإنه ينال عمولته، وهناك أوامر تحكم عمل السمسرة:

- وقت التنفيذ للصفقة سواء بيعا أو شراءا.
- سعر التنفيذ للصفقة سواء بيعا أو شراءا.

3.3.تغطية الإصدارات: وهو دور الوسيط في إصدار معين سواء كان في صورة أسهم أو في صورة سندات,كما جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة.

ثانيا: وظائف الأسواق المالية

هناك عدة وظائف للأسواق المالية نذكر منها:

- تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من العجز في الأموال[1]؛
- توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص موارد المشاريع ذات الجودة الاقتصادية العالية، والمساهمة في زيادة معدل نمو الناتج من خلال الدور الفاعل للادخار والاستثمار.
- المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدولة من خلال دخول البنك المركزي للسوق والتأثير على أسعار الفائدة وبيع سندات الحكومية.
- جذب المستثمرين من خارج البلد للمساهمة في المشاريع الكبيرة, مستفيدين بذالك من مفردات مظاهر العولمة للانفتاح واستخدام تقنيات البيانات وتكنولوجيا المعلومات[2].
- تسهيل المدفوعات بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات, والبطاقات الائتمانية ...).
- تسهيل الحصول على السيولة: إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات...)، إلى نقد.
- جاهز عند الحاجة إليه[3].

[1] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص: 84 .

[2] دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص ص: 41،42.

[3] زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، الطبعة الثانية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2010, ص: 9-11.

المطلب الرابع: أداء بعض الأسواق العالمية والأسواق الناشئة

يتميز أداء السوق المالية بالحساسية الشديدة والاستجابة السريعة للتغيرات الحادثة على الساحة الدولية.

1. **أداء بعض الاسواق العالمية:** شهدت السّاحات المالية العالمية أداء جيّد للأسواق المالية العالمية، وقد كان للبنوك المركزية دور كبير في دعم هذه الأسواق، ففي بريطانيا عرفت الأسواق الازدهار بفضل المناخ الاقتصادي الواعد، وكذلك اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية.

والجدول التالي يبين القيمة المتداولة لبعض الاسواق العالمية من سنة 2000 إلى غاية 2011:

الجدول رقم (1-3): القيمة المتداولة لبعض الاسواق العالمية من 2000 إلى غاية 2011

الوحدة: مليون دولار

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
بريطانيا	124.37	126.78	119.24	168.75	119.18	181.5	172.94	365.4	244.89	155.8	133.26	121.53
اليابان	56.94	43.9	39.52	73.68	52.82	109.31	143.51	149.14	121.25	83.27	77.99	70.91
الو م أ	321.8	283.77	239.57	164.06	140.2	171.2	249.86	305.21	450.19	336.27	211.21	205.12

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على: http://www.worldbank.org/404_response.htm تاريخ الاطلاع: 2016/03/12، على الساعة: 20:15.

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة المتداولة في الأسواق العالمية شهد انخفاض مستمر من سنة 2000 إلى غاية 2011، باستثناء سنة 2007 التي شهدت ارتفاعا في القيمة المتداولة، وذلك راجع لبداية الازمة المالية العالمية نلاحظ أن السوق المالي البريطاني عرف انخفاض في القيمة المتداولة حيث بلغت 121.53 مليون دولار بعدما كانت 124.37 مليون دولار سنة 2000 و365.4 مليون دولار سنة 2007، كما أن بورصة اليابان عرفت انخفاض كبير في القيمة المتداولة لسنة 2011 حيث اصبحت 70.91 مليون دولار بعدما كانت 149.14 مليون دولار سنة 2007، والولايات المتحدة الأمريكية عرفت انخفاض في اللقيمة المتداولة لسنة 2011 حيث بلغت 205.12 مليون دولار بعدما كانت 321.8 مليون دولار سنة 2000.

2. الأسواق المالية الناشئة:

ويقصد بالأسواق الناشئة الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية، وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقا على المستوى العالمي.

وأهم تعريف لمؤسسة التمويل الدولية، حيث تعرفها على «أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من عشرة ألاف دولار»، وفي ما يلي بعض مؤشرات أداء الأسواق الناشئة[1]:

- **رسملة السوق**: من أهم المؤشرات، يحسب النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر أنه يدرس بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالية.
- **عدد الشركات المسجلة**: وهو مقياس يعبر أيضا على حجم السوق ولو أنه يهمل إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر.
- **معدل التداول**: ويقيس التداول المنظم لأسهم الشركات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل في الأسواق الناشئة ككل.
- **مؤشر مورغان ستانلي MSCI**: يحسبه بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي، وهو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق ولكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ولا نفس العدد من الأسواق. [1]

والجدول التالي يبين القيمة المتداولة لبعض الأسواق الناشئة:

[1] ساعد مرابط ، أسماء بلميهوب ، مداخلة بعنوان: **"العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة"**، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، المنعقد في يومي 21، 22 نوفمبر 2006، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص: 12.

الجدول رقم (1-4): القيمة المتداولة في بعض الاسواق المالية الناشئة من سنة 2000 إلى غاية 2011:

الوحدة: مليون دولار

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
البرازيل	15.71	11.76	9.56	14.1	10.94	17.48	23.37	42.82	44.03	40.03	42.05	38.81
الصين	60.2	33.89	22.93	38.74	29.06	25.98	60.27	223	120.98	179.44	135.4	104.82
سنغافورا	95.37	69.54	61.96	74.37	94.11	97.02	132.52	228.12	162.42	43.39	132.37	105.87
كوريا الجنوبية	200.23	139.51	137.55	88.49	106.05	142.39	140.8	188.14	157.4	189.61	160.27	182.12

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الموقع: .http://www.worldbank.org/404_response.htm تاريخ الاطلاع: 2016/03/12، على الساعة: 20:30.

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة المتداولة في بعض الأسواق الناشئة في تزايد مستمر من سنة 2000 إلى غاية 2011، حيث نلاحظ أن البرازيل قيمة التداول فيها بلغت 38.81 مليار دولار لسنة 2011، بعدما كانت 15.71مليار دولار سنة 2000،كذلك الصين بلغت قيمة التداول فيها 104.82 بعد ما كانت 60.2 مليون دولار.

الجدول رقم (1-5): أداء بعض الأسواق العربية الناشئة لسنة 2015

السوق	القيمة المتداولة (مليون $)	الأسهم المتداولة (مليون$)	القيمة السوق (مليون $)	عدد الشركات المدرجة
سوق أبوظبي للأوراق المالية	1,434	204,9.8	111,903	68
سوق عمان للأوراق المالية	895,9	230,9	25,366.3	228
بورصة البحرين	17,7	39.5	19.09	46
بورصة قطر	1,607.9	144,2	151,892	42
سوق المال السعودية	760’33	60,9	420,656	172
سوق دبي المالي	1,824	5,934.56	83,873	59
البورصة المصرية	2,03	5,823	459,3	222
سوق الكويت للأوراق المالية	798.7	236,8	877,667	216
بورصة الجزائر	41.2	11	90.6	2

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2015 ، أبوظبي الإمارات العربية المتحدة، على الموقع: http://www.amf.org.ae/ar/jointrep

نلاحظ من خلال الجدول أن الأسواق العربية الناشئة قيمة التداول فيها مرتفعة، نلاحظ أن سوق أبوظبي للأوراق المالية بلغت القيمة المتداولة فيه 1,434 مليون دولار لسنة 2015، وبلغت الأسهم المتداولة 204,9.8 مليون دولار، والقيمة السوقية له بلغت 111,903 مليون دولار، وعدد الشركات المدرجة في هذه السنة 68 شركة.

المبحث الثالث: استثمارات الصناديق السيادية في ظل النظام المالي العالمي

شكلت استثمارات الصناديق السيادية تحفظ لدى الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوربي بدعوة عدم وضوح الرؤية الاستثمارية، فسعت جاهدة لوضع قوانين ولوائح وقواعد تضبط عمليات الصناديق السيادية والمؤسسات الاستثمارية الأخرى الراغبة في الاستثمار داخل هذه الدول.

المطلب الأول: موقف الدول المتلقية لصناديق الثروة السيادية

تميز موقف العديد من الدول المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية بالمماطلة وتردد هذه الدول لاستقبال الاستثمارات الأجنبية،وذلك لانعدام الثقة لأسباب اقتصادية أو مخاوف سياسية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية وبلدان أوربا، حيث شكلت وجهة أساسية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية.

أولا: موقف الولايات المتحدة الأمريكية: تميز باتجاهين:

الاتجاه الأول: موقف عدائي اتجاه وجود استثمارات صناديق الثروة السيادية ومن بين الداعين والمؤيدين لهذا الاتجاه لورانس Laurence Sommers السكرتير الأسبق للخزينة الأمريكية، ذكر في مقال له أن الحكومات مختلفة جدا عن الفعاليات الاقتصادية الأخرى، المستثمرون يتبعون ما لديهم من معتقدات ولتوضيح الصورة أكثر (حسب رأيه): أن منطق الرأسمالية تعظيم قيمة الأسهم في الشركات الذي يعتبر أعظم هدف، والدافع الحصري للمساهمين أن تكون الشركات الوطنية أكثر تنافسية وانتقال المعارف التكنولوجية، واستغلال النفوذ، وبالتالي فإن استثمارات صناديق الثروة السيادية ضارة بالاقتصاد الوطني لما لديها من أهداف خفية.

1.2. الاتجاه الثاني: موقف مرحب باستثمارات صناديق الثروة السيادية, حيث يرى أن تلقيها يخفف من النقص في المدخرات المحلية والعجز في موازين المدفوعات، ويعتقد أن تدخلاتها مقبولة للغاية, ويمكن أن تكون أكثر انفتاحا لقبول هذا النوع من الاستثمار، كما أثيرت هذه الملاحظة أمام الأصوات المعارضة في 2008 عندما تدخلت صناديق الثروة السيادية لإعادة رسملة البنوك الكبيرة المتعثرة إبان الأزمة المالية العالمية[1].

[1]Jean-Michel et Rocchi Ruimy, **Les fonds Souverains**, Economique, Paris, 2011, pp : 127,128.

2. الموقف الفرنسي: تميز الموقف الفرنسي ببعض الليونة نوعا ما، مرحبا باستثمارات صناديق الثروة السيادية وذلك لكون الشركات الفرنسية في منافسة مباشرة وحادة، خاصة مع الأسواق الرئيسية الأخرى لمنطقة (EURO) وشركاتها، ماجعلها تسعى لجذب استثمارات الصناديق السيادية[1].

ولكن وضعت قيود لهذه الاستثمارات في ظل افتراض استثمار هذه الصناديق في دول الاتحاد الأوربي أن تتحمل دول الاتحاد مسؤولية تحديد وتعريف أساليب مواجهة الاستثمارات التي تمس المؤسسات أو القطاعات الإستراتيجية لهدف استكمال التشريعات الوطنية التي لا تتوافق مع القواعد الأوربية المنافسة.

صناديق الثروة السيادية التي تريد الاستثمار في الشركات الفرنسية المتخصصة في النشاطات الحساسة (بموجب القانون الصادر في 30 ديسمبر2005 حددت إحدى عشر نشاط منها: القمار، الأمن الخاص، تطوير وسائل التعامل مع الاستخدام غير المشروع للعوامل البيولوجية أو السامة، وأغراض الاتصالات والتكنولوجيا ذات الاستخدام المزدوج والتشفير والصناعة المتعلقة بأسرار الدفاع وغيرها)، يجعلها تحتاج إلى إذن مسبق من وزارة الاقتصاد والمالية وذلك في حالة سعي هذه الصناديق للحصول عل 33.33% أو أكثر من رأس مال الشركات الفرنسية، وهذا ما حدث في سنة 2005 حينما استحوذت شركة الديار القطرية التابعة لهيئة الاستثمار القطرية على حصة 100% من شركة "Sgelk" بقيمة 2.69 مليار دولار، وهي شركة متخصصة في الهندسة الكهربائية الفرنسية ولديها جهود دراسية في مجال الدفاع النووي[2].

1. موقف المملكة المتحدة (بريطانيا): اتسم بالتخوف مما جعلها تفرض ضغوطا على استثمارات صناديق الثروة السيادية، قوانين المملكة في إطار مفهوم المصلحة العامة وآلية النظام التي تسمح بالمعارضة فيما يخص منع امتلاك الصناديق السيادية لحصص كبيرة في الشركات البريطانية، فعند امتلاك هيئة الاستثمار الكويتية لحصة بلغت 22% من Britich Petroleum لتصبح كبر مساهم فيها، بيد أن تحولها لأكبر حامل أسهم في الشركة أثار القلق ودفع بلجنة الاحتكارات والاندماجيات البريطانية إلى إجراء تحقيق نتج عند مطالبة هيئة الاستثمار الكويتية بتخفيض استثمارها

[1]Alain DEMAROLLE, **rapport sur les fonds souveerains**, rapporteur Henri DEMAROLLE p: 22.
على الرابط: http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000299.pdf تاريخ الاطلاع: 2016/04/11 على الساعة:14:13.

[2]سليمان زواري فرحات، **"دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة"**، (مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية،جامعة الجزائر، 2012/2011)، ص:38.

إلى أقل من 9.9% بحلول أكتوبر 1989، وعلى الرغم من أنها أبلغت الحكومة البريطانية أنها لم تكن تنوي القيام بدور فاعل في إدارة Britich Petroleum، استجابت إلى الضغوط السياسية والتنظيمية التي تعرضت لها، وخفضت بشكل ملحوظ مصالحها في Britich Petroleum[1].

خلال الأزمة المالية تزايد الاهتمام بالاستثمارات صناديق الثروة السيادية حيث كان طرح وزير الأعمال البريطاني بأن على أوروبا الترحيب بالصناديق السيادية لأنها تحتاج إلى استثمارات من دول غنية بالأموال للمساعدة في دعم اقتصادياتها، وهذا ما جعل الوزير البريطاني يقوم بجولة في دول الخليج لإقناعها بضرورة ضخ المزيد من السيولة في الاقتصاد العالمي[2].

2. الموقف الألماني: أصدرت ألمانيا في فيفري 2010 قانونا يشدد الرقابة على الاستثمارات الأجنبية تحت إشراف وزارة الاقتصاد وذلك فيما يخص الاستثمارات التي تشكل خطرا على النظام العام أو الأمن القومي يشمل القانون إضافة إلى ما سبق قطاعات الطاقة الإستراتيجية، والاتصالات السلكية واللاسلكية والخدمات العامة، ونخص العمليات التي يتقدم بها المستثمرون الغير أوربيين لامتلاك 25% أو أكثر من رأس مال الشركات الألمانية، سواء كان الاستثمار مباشرا أو غير مباشر، وهذا التنظيم لا يطبق على المستثمرين الأوربيين ورابطة التجارة الحرة الأوربية EFTA (سويسرا، أيسلندا، النرويج، إمارة Liechtenstein)، وهذا النظام الجديد وقوانينه يستهدف المستثمرين الأجانب سواء كانوا عموميين أو خواص وهذا ما ينطبق على استثمارات صناديق الثروة السيادية في الشركات الألمانية[3].

المطلب الثاني: الجهود الدولية لوضع إطار منظم لصناديق الثروة السيادية

نظرا للمخاوف التي أثارتها صناديق الثروة السيادية, من مدى تأثير هذه الصناديق بما في ذلك بحجمها استراتيجياتها الاستثمارية، وكذلك الدور الموسع الذي تؤديه الحكومات في الأسواق والصناعات الدولية، دفع بالمؤسسات الدولية بقيادة صندوق النقد الدولي إلى لبحث إطار منظم لعمل هذه الصناديق.

[1] سيفن بيرنت، مقال بعنوان: "**حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة**"، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 12، بيروت، لبنان، 2008، ص: 09.

[2] هزاع داوود سليمان، مرجع سابق، ص:212.

[3] carollin Bertin delacour,.**les fonds Souverains ces nouveaux acteurs de l economie mondiale**, groupe Eyrolles, les echos edution, paris, 2009, p: 132-134.

1. جهود صندوق النقد الدولي: إدراكا للأهمية المتزايدة التي تكتسبها صناديق الثروة السيادية ودور صندوق النقد الدولي في مراقبة سلامة اقتصاديات البلدان الأعضاء والنظام المالي العالمي، قامت اللجنة الدولية للثروة النقدية والمالية في أكتوبر2008، بدعوة الصندوق إلى إقامة حوار مع البلدان الأعضاء للتوصل إلى مجموعة من الممارسات الفضلى الطوعية في مجال إدارة صناديق الثروة السيادية واستجابة إلى هذه المبادرة حقق صندوق النقد الدولي تقدما في العمل المعني بهذه الصناديق على عدد من الأصعدة[1].

في أفريل 2005 توسط صندوق النقد الدولي آخذا على عاتقه القيام بدور المساعدة لتسهيل إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية التي يشارك في رئاستها ممثل بارز من هيئة ابوظبي للاستثمار، ومدير دائرة النقد الدولي والأسواق الرأس مالية في صندوق النقد الدولي، كان هدف المجموعة هو التوصل إلى اتفاق على حزمة عامة من المبادئ الطوعية لصناديق الثروة السيادية، على شكل مبادئ وممارسات مقبولة عموما على أن تقدم الحزمة بحلول أكتوبر 2008، في حين ركزت جهود صندوق النقد الدولي بشكل رئيسي على إيجاد معايير خاصة بالمستثمرين[2].

تأسست مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في إجماع عقد في العاصمة واشنطن، يومي 30 أفريل والأول من ماي 2008 بعضوية ممثلي البلدان التي تسير صناديق الثروة السيادية وتم الاتفاق في الاجتماع على أن تبدأ المجموعة عملها بمساعدة الصندوق النقد الدولي في دور المسير والمنسق واختير للتشارك في رئاستها السيد حمد السويدي وكيل وزارة المالية في إمارة ابوظبي والسيد Haima Coruna مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي، وعقدت المجموعة ثلاث اجتماعات في العاصمة واشنطن.

وفي سنغافورة وفي سانتياغو عاصمة تشيلي لتحديد مجموعة من ممارسات المبادئ المتعارف عليها (GAPP) وصياغتها على نحو يعكس صورة صادقة لممارستها وأهدافها الاستثمارية، واتفق أعضاؤها على مبادئ سانتياغو في الاجتماع الثالث[3].

---

[1] صندوق النقد الدولي، **يكتنف عمله المعني بصناديق الثروة السيادية**، نشرة الصندوق النقد الدولي الالكترونية، 4 مارس2008.

[2] سليمان زواري فرحات، مرجع سابق، ص: 51.

[3] حمد السويدي، هايما كروانا, **تقرير صندوق النقد الدولي**، أكتوبر 2008، على الرابط: www.ecgi.org/codes/document/iwg.Santiago-principales-2008-ar.pdf ، تاريخ الاطلاع: 2016/02/10، على الساعة: 02:55.

2. جهود البنك الدولي: مما يخص إدارة الاستثمارات والتنمية في العالم فإن البنك الدولي يسعى جاهدا لإيجاد سبل جديدة لاجتذاب تريليونات الأموال هذه الصناديق إلى مشروعات الدول النامية[1].

وقد اقترح مدير البنك الدولي زوليك Robert B .Zoellik في كلمة ألقاها في واشنطن افريل 2008 ينبغي لصناديق الثروة السيادية استثمار01% من أصولها المدارة، في القارة الإفريقية[2].

3. جهود منظمة التعاون والتنمية (OECD): منذ نشأتها كانت منظمة التعاون والتنمية تدعم بقوة حرية حركة رأس المال واستثماراتها طويلة المدى، وكانت دائما بمثابة منتدى لتحليل البيانات ووضع مبادئ توجيهية بشأن الممارسات الجيدة لسياسة الاستثمار، وقد شرعت المنظمة في تحضير مشروع لبناء إطار محدد لممارسات الاستثمارات من بينها استثمارات صناديق الثروة السيادية شاركت فيها 30 دولة من بينها 14 دولة غير عضو، مما يساعد على تجنب الاستجابات الحمائية، ويمكن صناديق الثروة السيادية والبلدان المتلقية من تنفيذ البيانات التي يقوم عليها التبادل الحر والثقة، والتي تدعم وتحث جميع الأطراف على مبادئ الشفافية وعدم التمييز والتحرير وتتلخص المبادئ في إطار[3]:

- تعبير عن فهم مشترك المعاملة المصنفة للمستثمرين الأجانب بما في ذلك صناديق الثروة السيادية.
- التزام وتمسك الحكومات لإتباع معاملة عادلة أي إلغاء التمييز في البيانات الاستثمارية.
- الالتزام بالإفصاح عن البيانات الاستثمارية (الهدف، رأس المال)؛

أسفرت جهود المجتمع الدولي (صندوق النقد الدولي، ومنظمة التعاون والتنمية والبنك الدولي) على إنشاء المجموعة الدولية للصناديق السيادية ووضعت مبادئ سنتياغو24 مبدأ تلزم الدول الموقعة وهي 26 دولة، على الشفافية الطوعية والحكم الرشيد ومعايير المساءلة، هذه المبادئ تعطي الصناديق السيادية حافز اكبر لدخول الأسواق العالمية، والإفصاح عن مبررات وجودها، فضلا عن الجوانب المختلفة لفلسفتها الاستثمارية.

[1] كلمة رئيس مجموعة البنك الدولي، جيم يونغ كيم، جامعة جورج واشنطن،2013/10/01، على الموقع: www.Albankadauali.org تاريخ الاطلاع:2015/02/14 ، على الساعة:15:03.

[2] Jean-MichelRocchi, op.cit, p: 13

[3] OECD investment committèe,**"sovereign wealth funds and recipient countrypolicies**",report.04/april/2008.

وتغطي مبادئ سانتياغو المجالات الرئيسية التالية[1]:

- الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع البيانات الاقتصادية الكلية؛
- الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة؛
- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر؛

ويتمثل الغرض الإرشادي لهذه المبادئ فيما يلي[2]:

- ✓ إرساء هيكل شفاف وسليم للحكومة, يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.
- ✓ ضمان الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية؛
- ✓ التأكد من أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تراعي المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد؛
- ✓ المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر بحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات.

❖ **مؤشر الشفافية:** يتمثل في رقمين قياسيان يوصفان شفافية صناديق الثروة السيادية:

- **المؤشر الأول:** حدده معهد صناديق الثروة السيادية ويسمى مؤشر linoburg Mduell : ويتضمن عشرة معايير ويقيم شفافية صناديق الثروة السيادية على أساس المعلومات التي يقدمونها، أصل رأس المال الاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة والأهداف؛
- **المؤشر الثاني:** أدوين ترومان أكثر شمولا لأنه يأخذ بعين الاعتبار 25 معيار مصنفة في أربعة فئات:الهيكل، الحكم، الشفافية، المحاسبة والسلوك، من خلال إجراء مقابلات مباشرة مع مسيري صناديق الثروة السيادية، يتميز مؤشر ترومان أنه يصف نوعية أداء صناديق الثروة السيادية[3].

[1] بيان صحفي رقم 11/08/06،مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية، اكتوبر2006، على الموقع: www./iwg-swf.org تاريخ الاطلاع 17مارس 2016، الساعة 2:30، ص: 01.

[2] سفين برنت، صناديق الثروة السيادية: تحدى الحكومة، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، 2008، على الموقع: http://carnegieendowment.org تاريخ الاطلاع: 2016/03/17، ساعة 9:40 .

[3] Steven Coissard,et autre,**Lemergence des fonds souverains** Realites et enjeux.: http://www.afri-ct.org/IMG/pdf/56_Article_Coissard_Echinard_et_Laurent.pdf

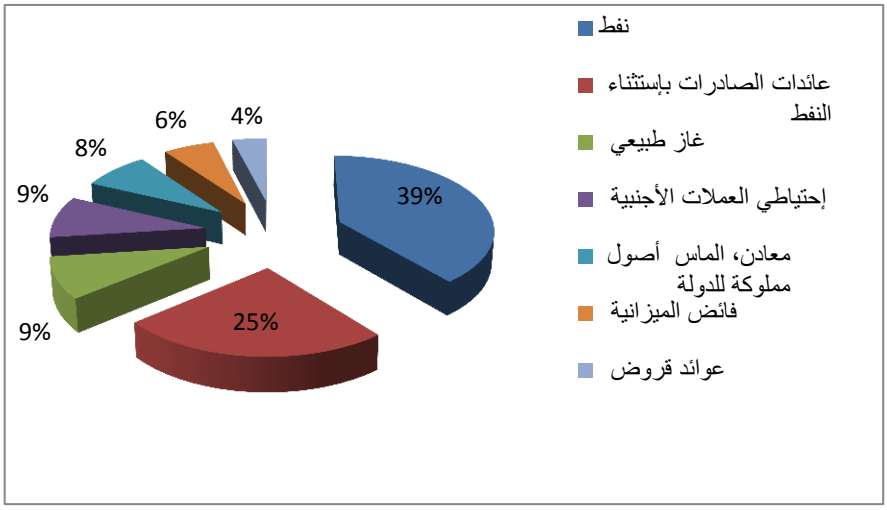
واعتمادا على هذين المؤشرين فإن من بين صناديق الثروة السيادية الأكثر شفافية، صندوق التقاعد الحكومي النرويجي وصندوق تماسك القابضة لسنغافورة وصندوق ألاسكا الدائم في الولايات المتحدة الأمريكية، ومبادلة للتنمية لأبوظبي[1].

المطلب الثالث: استراتيجيات التمويل وأهمية الصناديق السيادية في النظام المالي العالمي

ستناول في هذا المطلب استراتيجيات تمويل الصناديق الثروة السيادية وأهميتها في النظام المالي العالمي.

أولا: استراتيجيات التمويل: تعتمد صناديق الثروة السيادية على مصادر تمويل مختلفة، والشكل التالي يبين مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية:

الشكل رقم (1-2): مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية



Source: thunder bird **international Business review vol52No6** November/december2010.

من خلال الشكل أعلاه يبين مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية يدل على أن:

– النفط هو المصدر الأكبر قيمة مقارنة بالمصادر الأخرى حيث يمثل 39% من المجموع، ومن أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم، وفي الدول المنتجة للنفط مثل الإمارات العربية المتحدة، المملكة العربية السعودية، النرويج والكويت وروسيا وقطر.

[1] معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع: http://www.swfinstitute.org/ تاريخ الاطلاع: 05/02/ 2016، على الساعة: 21:00.

– ثاني أهم مصدر لتمويل صناديق الثروة السيادية، إيرادات الصادرات الغير نفطية في العديد من البلدان، خاصة مثل الصين وسنغافورة، في حين يتم تمويل العديد من صناديق الثروة السيادية من عائدات التصدير والتنقيب عن الموارد الطبيعية.

– هناك عدة صناديق تمول بطرق غير تقليدية مثل مؤسسة الصين للاستثمار جزئيا تمول من عائدات السندات المدعومة من الحكومة ويتم تمويل صندوق الأمن الوطني في الصين جزئيا من عائدات بيع الأصول المملوكة[1].

ثانيا: أهمية صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي

تزايد أصول وعدد صناديق الثروة السيادية، وتوجهها للاستثمار في الأسواق الدولية، جعل نشاط هذه الصناديق مؤثر في النظام المالي العالمي.

1. دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في النظام المالي الدولي:

تأثير صناديق الثروة السيادية يكون متعدد الأوجه فعلى الصعيد الوطني تعطى للسلطات العمومية القدرة على إدارة تدفقات الأموال، مما يسهم في حل المشاكل الهيكلية المستمرة كما يحدث في معظم الدول الناشئة، مما يساعد على الرفع أو المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي، أما على المستوى الدولي يسمح الحجم الكبير لصناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية على المدى الطويل من توفير السيولة والمساهمة في حل الأزمات التي تعرفها الأسواق المالية العالمية[2].

2.1.صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة تدفقات رؤوس الأموال: تسمح الصناديق السيادية تسهيل إدارة الاقتصاد الكلي في ظل تنامي فوائض الحساب الجاري من خلال تحويلها إلى صناديق الاستثمار، واستثمار هذه الفوائض بدلا من أن تكون عاملا في زياد الضغوط التضخمية وذلك من خلال امتصاص هذه الصناديق لهذه فوائض

[1]Surend Ranth R .Joy and al,**The role of Souvereign wealth funds in globale financial intermediation**,feature article,2010, p: 596.

[2]Tamara GOMEZ, **les effets des fonds souverains sur le système financier internationale**, rapport, Revue du système financier, BANQUE DU CANADA, decembre 2008, p: 49.

بدلا من أن توجه للاستيراد المفرط، كما يمكن أن تكون عامل مهم في تحقيق استقرار سعر الصرف وتجنب الصدمات الشديدة[1].

2.2.توفير السيولة عبر الحدود: كانت هناك مخاوف متزايدة حول كيفية وحجم وتنويع محافظ صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية العالمية من ناحية الاستثمار الطويل الأجل نسبيا ،وتعمل عادة بتأثير محدود نسبيا،

وبالتالي توفر مصدر ثابت للسيولة عبر الحدود للنظام المالي العالمي كما أنها ترفع من فوائد الشركات المستهدفة.

3.1.المساهمة في حل الأزمات المالية العالمية: من خلال توفير رؤوس أموال جديدة للبنوك لأجنبية وشركات الاستثمار المنعشة وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية كما حدث في الأزمة المالية منذ نوفمبر 2007 إلى جانفي 2008، ضخت صناديق الثروة السيادية في الأسواق الناشئة أكثر من 44 مليار دولار من رأس المال في المؤسسات المالية المحتاجة، وشكلت هذه الاستثمارات أكثر من4/3 من رأس مال الشركات المستهدفة[2].

ويعترف الكثير من الاقتصاديين أن خطر الأزمة المالية كان أعلى لو لم تتدخل صناديق الثروة السيادية برؤوس أموالها.

والجدول التالي يمثل تدخل صناديق الثروة السيادية للتخفيف من أزمة 2007:

[1]كمال العقريب، **تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي**، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 10، المجلد 01، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2014، ص: 129.

[2]JASHUA AI Zernmann and Reuven Glick,"**Souvereign wealth funds Stylized facts about their Determinants and governance Nationale**" bureau of economic research, combridge, MA02138, DECEMBRE, 2008, pp: 23,24.

الجدول رقم(1-6): يمثل تدخل صناديق الثروة السيادية للتخفيف من أزمة 2007

التاريخ	الصندوق	المركز المالي	البلد	المبلغ ($ مليار)	النسبة في رأس المال بعد العملية
2 ماي	ICD دبي	HSBC	المملكة المتحدة	1.2	–
جوان	CIC الصين	Black Stone	الولايات المتحدة	3	%9.90
23 جويلية	CDB الصين	Barclays	المملكة المتحدة	3	%3.10
23 جويلية	TEMASEKسنغافورا	Barclays	المملكة المتحدة	1.9	%2.10
22 سبتمبر	Mubadala صندوق التنمية ابوظبي	Barclays	الولايات المتحدة	13.5	%7.50
26 نوفمبر	ADIA ابوظبي	City Group	الولايات المتحدة	7.5	%4.90
07 ديسمبر	TEMASEKسنغافورة	Merrill ynch	الولايات المتحدة	5	–
24 ديسمبر	KORENIG كوريا الجنوبية	Merrill ynch	الولايات المتحدة	5	–
25 ديسمبر	TEMASEKسنغافورة	Barclays	المملكة المتحدة	1.4	%18

Source: Bertrand BLANCHETON, **Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ?**, Cahiers du GREThA n° 2009-04, Université Montesquieu Bordeaux , FRANCE, p: 10.

نلاحظ من خلال الجدول أن صندوق التنمية لأبوظبي ضخ سيولة بقيمة 13.5 مليار دولار في المركز المالي Barclays بالولايات المتحدة الأمريكية، وهي أعلى قيمة بالنسبة للصناديق الأخرى، وبلغت نسبته في رأس مال المركز المالي بعدها 7.5%، ويليه صندوق ابوظبي ADIA بقيمة 7.5 مليار دولار في المركز المالي City Group بالولايات المتحدة الأمريكية، وامتلك نسبة 4.9% من رأس ماله، كما ضخ كل من TEMASEK صندوق سنغافورة و KORENIG بكوريا الجنوبية قيمة 5 مليار دولار لكل منهما في المركز المالي Merrill ynch، كما ضخ TEMASEK 1.4 مليار دولار في المركز المالي بالمملكة المتحدة، وحصل على نسبة 18% من رأس ماله، أما صندوقي الصين CIC، CDB فقد ضخا بقيمة 3 مليار دولار لكل واحد منهما في المركز المالي Black Stone بالولايات المتحدة الأمريكية وBarclays بالمملكة المتحدة البريطانية، وهذا الأخير تحصل CIC نسبة 9.9% من رأس ماله و CDB نسبة 3.1% من رأس مال المركز المالي Black Stone .

والجدول التالي يبين تدخل الصناديق الثروة السيادية في التخفيف من الأزمة 2008:

الجدول رقم (1-7): يمثل تدخل صناديق الثروة السيادية للتخفيف من أزمة 2008

التاريخ	الصندوق	المركز المالي	البلد	المبلغ بليون $	النسبة في رأس المال بعد العملية
15 جانفي	KIA الكويت	Merill lynch	الولايات المتحدة	2	–
15 جانفي	CIC سنغافورة	City Group	الولايات المتحدة	6.88	%3.70
15 جانفي	KIA الكويت	City Group	الولايات المتحدة	3	%1.60
18 فيفري	QIA قطر	Gedit Suisse	سويسرا	600	%1
جويلية	TEMASEK	Borclays	المملكة المتحدة	0.33	%7.50
جويلية	QIA قطر	Borclays	المملكة المتحدة	0.86	%3-%2.5
جويلية	TEMASEK سنغافورة	Merill lynch	الولايات المتحدة	3.4	–
16 أكتوبر	Qatar Holding قطر	Gedit Suisse	سويسرا	8.8	–
نوفمبر	Holding Qatar قطر	Borclays	المملكة المتحدة	11.4	%12.70

Source: Bertrand BLANCHETON, **Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ?**, Cahiers du GREThA n° 2009-04, Université Montesquieu Bordeaux , FRANCE, P: 10.

من خلال الجدول أعلاه الذي يبين حجم تدخل الصناديق السيادية في التخفيف من الأزمة المالية خلال2008/2007 نلاحظ أنه من مجموع 44 مليار دولار، فإن ما ضخته صناديق الخليج لوحدها يفوق 30 مليار دولار مما يبرز الحجم الهائل والمهم لهذه الصناديق والدور الذي يمكن أن تؤديه على مستوى الأسواق المالية الدولية.

2. دور صناديق الثروة السيادية في استقرار الأسواق المالية: إن هذه الدور لا يتوقف على الاستثمار طويل الأجل فحسب بل يرجع أيضا إلى طبيعة معقولية الأهداف المالية التي هي قريبة من الجدوى الاقتصادية لاستثمارات الأصول المالية ويقاس استقرار الاستثمارات من20 إلى 30 عاما بمعدل دوران محفظة اقل بثلاث مرات من صناديق التقاعد وتمويل الاستثمارات في الأسهم وتتميز بسهولتها من حيث السيولة وكأنها حل لضمان النظام المالي [1].

[1]Pierre CHRISTIAN ATANGANA,**L'emrgence du fonds souverains et leurs impact sur les investissement transfrontieres**, Memoire de la maitrise en droit, universitè du QUEBEC à Montèreale.fevrier 2013, p: 33.

3. مخاطر صناديق الثروة السيادية على النظام المالي الدولي: رغم أن صناديق الثروة السيادية يمكن أن تلعب العديد من الأدوار الايجابية إلى تساهم في استقرار النظام المالي العالمي إلا أنها يمكن أن تكون مصدر خطر على استقرار النظام المالي العالمي.

1.3. المساهمة في تطوير وزيادة خطر سلوك القطيع: وذلك لاحتواء صناديق الثروة السيادية على أصول مالية ضخمة، يتحكم في تسييرها واتخاذ القرار بشأنها عدد محدود جدا، ما يساهم في رفع المخاطر؛ أن وجود هؤلاء المتعاملين (صناديق الثروة السيادية) بهذا الحجم يمكن أن يكون عامل مساعد في تطوير سلوك القطيع الذي له آثار سلبية على كفاءة السوق.

2.3. مخاطر الاضطرابات المالية الناتجة عن عمليات صناديق الثروة السيادية:

إن العمليات المالية التي تقوم بها صناديق الثروة السيادية على أسعار الأصول المالية أو معدلات الفائدة، تؤدي إلى خلق اضطرابات في القطاع المالي، وهذا راجع لحجم الأصول المالية التي تحوزها هذه الصناديق، وغياب الشفافية في إدارة أصولها، ولذلك فان القرارات التي تتخذها إدارة الصناديق أو الإشاعات باتخاذ قرارات معينة تتعلق باستثمارات معينة، أو سحب مبلغ معين، سوف يؤدي إلى لاضطراب الأسواق وتذبذب في أسعار الأصول، ومعدلات الفائدة.

في نهاية 2005 قام الصندوق النرويجي بشراء معظم السندات الخاصة بالبنوك الأيسلندية ثم بفترة قصيرة قام ببيعها، هذا القرار أجبر البنوك المركزية في كل من النرويج والسويد والدانمرك على التدخل وإنشاء صندوق النجدة من أجل إقراض البنك المركزي الأيسلندي جزء من احتياطات البنوك المركزية في هذه الدول لمعالجة الآثار السلبية التي لحقت بالقطاع المالي الأيسلندي نتيجة العملية التي قام بها الصندوق السيادي النرويجي[1].

[1] Carrolin bertin delaaour, opcit, p:88.

الخلاصة:

تعتبر صناديق الثروة السيادية صناديق مملوك للدولة أو كيان يتم تأسيسه عادة من فوائض ميزان المدفوعات، عائدات نفطية أو غير نفطية، وتزايدت أهمية صناديق الثروة السيادية نتيجة للتطورات المالية والاقتصادية العالمية في وقتنا الحالي، وتكمن هذه الأهمية فيما توظفه هذه الصناديق من ثروات مختلفة والتي تؤدي إلى تعزيز الاستقرار الاقتصادي المالي والعالمي.

وتلعب الاسوق المالية دورا هاما في و عنصراً حيوياً لاستثمار الصناديق السيادية فيها، والسوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتهما بيعاً وشراءً، إذ يتم في معظم دول العالم تأسيس أسواق مالية رسمية منظمة وظيفتها إيجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عمليات تبادله، ويتم التداول فيها الأوراق المالية إما مباشرة أو عن طريق وسطاء ماليين، وتهدف إلى استثمار الفوائض المالية لتحقيق الأهداف الاقتصادية.

بالرغم من أن الصناديق السيادية لها مساهمة كبيرة في إدارة أكبر الفوائض العالمية، إلا أن بعض الدول إتخذت موقف منها فمنها ما أبدى ليونة، والبعض الأخر اتخذ موقف عدائي اتجاه الاستثمارات الأجنبية لهاته الصناديق كالولايات المتحدة الأمريكية، وهذه المخاوف أدت المؤسسات الدولية إلى بذل الجهد لوضع إطار منظم لصناديق الثروة السيادية، لما لها من قدرة أو أهمية لتحقيق التوازن المالي ما بين دول الفائض ودول العجز، بالإضافة إلى أنها تمثل مستثمرا طويل الأجل مستعدا لتحمل تقلبات السوق القصيرة الأجل الأمر الذي يمثل عامل استقرار للأسواق المالية.

الفصل الثاني:

صناديق الثروة السيادية وفاعليتها في تحقيق الاستقرار المالي في الأسواق العالمية

تمهيد:

عرفت فترة الألفية من القرن الواحد والعشرين نموا سريعا لصناديق الثروة السيادية وبالموازاة مع التباطؤ الذي يشهده الاقتصاد العالمي وكذا الأزمات المالية وارتفاع أسعار النفط وما نتج عنه من زيادة في العائدات النفطية، وعليه عمدت الدول النفطية وغير النفطية إلى إنشاء صناديق للنفط والتي هي تحت غطاء صناديق الثروة السيادية للإدارة واستثمار هذه العوائد، أو للحد من تدهور ميزانيات الدول غير النفطية نتيجة الأزمات المالية، وتغيرت استراتيجية استثمار الصناديق السيادية بعد الأزمة العالمية سنة 2008/2007 والتي كان لها أثر كبير في تغيير الاستراتيجيات الاستثمارية لها.

يحتوي هذا الفصل على ثلاث مباحث:

- **المبحث الأول: التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية**
- **المبحث الثاني: استثمارات صناديق الثروة السيادية**
- **المبحث الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية**

المبحث الأول: صناديق الثروة السيادية في العالم

شهد العالم تزايدا في عدد صناديق الثروة السيادية، سواء في الدول المتقدمة أو النامية، في القارات الست: آسيا، أوروبا، إفريقيا، أمريكا الشمالية، أمريكا اللاتينية واستراليا.

المطلب الأول: أهم الصناديق السيادية في قارة آسيا

سنتناول في هذا المطلب صناديق كل من جنوب شرق ووسط آسيا ومنطقة الشرق الأوسط.

أولا: صناديق جنوب شرق ووسط آسيا

بلغ عدد الدول المنشئة للصناديق السيادية في القارة الآسيوية 12 دولة، و أغلبيتها مصدر تمويلها غير نفطي، تمثل نسبة 39.74% من مجموع الصناديق السيادية في العالم، وأهم الصناديق في هذه المجموعة الصناديق المملوكة لكل من الصين وسنغافورة، بلغ حجم أصول الصناديق السيادية الصينية 1422.2 بليون دولار أمريكي، إما صندوقي سنغافورة فقد بلغ مجموع أصولهما 497 بليون دولار أمريكي سنة 2015[1]، حيث سجلا معا ما قيمته 1341.4 مليار دولار أمريكي بما يمثل نسبة 33.5% من مجموع الأصول المدارة للصناديق السيادية سنة 2010، وحققت صناديق الثروة السيادية الآسيوية سلسلة من استثمارات كبيرة في المؤسسات المالية الأمريكية والأوروبية، ومن بين هذه الاستثمارات[2]:

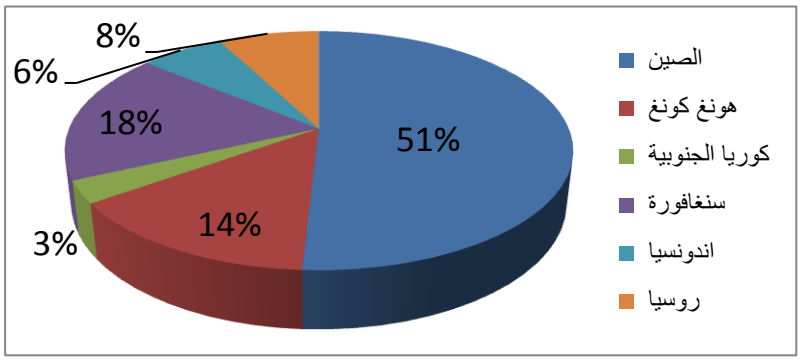
وفي عام 2006 اشترت تماسك حصة 12% في ستاندرد تشارترد، وفي عام 2007، استثمرت 5.9 مليار دولار أمريكي في ميريل لينش لشراء حصة 14%، وفي عام 2007، اشترت شركة الصين للاستثمار CIC حصة 9.9% في بنك مورغان ستانلي بقيمة 5.6 مليار دولار.

كما أن الصين تعد أكبر دولة في منطقة جنوب شرق ووسط آسيا من مجموع أصول صناديق المنطقة، والشكل التالي يبين نسبة حجم الأصول لأهم الصناديق في منطقة جنوب شرق ووسط آسيا:

[1] معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع: http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings، تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 02:48.

[2] NICHOLAS BORST, **THE RISE OF ASIAN SOVEREIGN WEALTH FUNDS**, FRBSF COUNTRY ANALYSIS UNIT MARCH 2015, ASIA FOCUS, p: 04. http://www.frbsf.org/banking/files/FRBSF-Asia-Focus-Rise-of-Asian-Sovereign-Wealth-Funds-March-2015.pdf

الشكل رقم (2-1): يبين نسبة حجم الأصول لأهم الصناديق في قارة آسيا



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html تاريخ الاطلاع: 2016/03/15، على الساعة: 02:48.

نلاحظ أن الصين بصناديقها الأربعة تمثل أكثر من نصف حجم أصول الصناديق السيادية للمنطقة بنسبة 51%، تليها سنغافورة بصندوقيها السياديين بنسبة 18%، والمرتبة الثالثة في المنطقة للصندوق السيادي لهونغ كونغ بنسبة 14%، وتليه صناديق كل من روسيا، اندونيسيا وكوريا الجنوبية بنسبة 8%، 6% و3% على التوالي، والجدول التالي يبين حجم أصول الصناديق السيادية لدول منطقة جنوب شرق ووسط آسيا لسنة 2015

الجدول رقم (2-1): أهم صناديق السيادية في جنوب شرق ووسط آسيا لسنة 2015

البلد	اسم الصندوق		الحجم بليون $	مصدر أصوله
الصين	شركة الصين للاستثمار	Corporation Chaina investment	6 52.7	غير نفطي
	الشركة الاستثمارية	Save investment company	567.9	غير نفطي
	صندوق الأمن القومي	Chaina national security fund	201.6	
هونغ كونغ	المحفظة الاستثمارية هيئة النقد في هونج كونج	Hongkong monetary Authorety Investment portfolio	400.2	غير نفطي
كوريا	الشركة الكورية للاستثمار	Korea investment corporation	84.7	غير نفطي
سنغافورة	الصندوق الحكومي لسنغافورة تماسك القابضة	Temasek holdings Coverment of Singapore	320	غير نفطي
اندونيسيا	وكالة الاستثمار في بروناي	Brunei investment agency	177	غير نفطي
روسيا	صندوق الرفاه الوطني الروسي	Russia national welfare fund	40	غير نفطي
	صندوق احتياطي	Reserve fund	175.5	
المجمـــــوع			**2619.1**	

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html، تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 02:48.

من الجدول نلاحظ أن أكبر الصناديق في منطقة جنوب شرق ووسط آسيا صندوقي الصين: الصين للاستثمار (CIC) بحجم أصول بلغت 652.7 بليون دولار أمريكي، يليه الشركة الاستثمارية (SIC) بحجم أصول قدر بقيمة 567.9 بليون دولار أمريكي، يليهما صندوق هونغ كونغ بأصول قدرت بقيمة 400.2 بليون دولار أمريكي، ثم صندوق سنغافورة (تماسك القابضة) بأصول قيمتها 320 بليون دولار أمريكي، كما نلاحظ أن صندوق الرفاه الروسي سجل أقل حجم أصول في المجموعة بقيمة 40 بليون دولار أمريكي.

ثانيا: أهم الصناديق في الشرق الأوسط

يرجع السبب الأساسي وراء تزايد صناديق الثروة السيادية إلى ارتفاع أسعار النفط وشيوع العولمة المالية, مما أسفر عن تراكم سريع في الأصول الأجنبية لدى بعض البلدان[1]، و هو ما يفسر سيطرة دول الشرق الأوسط (بما أنها دول نفطية) بنسبة 40.24 % من إجمالي أصول الصناديق السيادية في العالم و البالغة 7.168 تريليون دولار بنهاية سنة 2015[2]، حيث سجلت صناديق الخليج حوالي 2.616 تريليون دولار، تضم هذه المجموعة سبعة عشر صندوقا مملوكة لتسعة دول، ومن أهم صناديق الخليج: الصناديق السيادية للإمارات العربية المتحدة حيث تضم سبعة صناديق أهمها: هيئة أبوظبي للاستثمار(ADIA)، حيث بلغ حجم أصوله 773 بليون دولار أمريكي محتلا بذلك المرتبة الثانية عالميا.

و الجدول التالي يمثل أهم الصناديق في الشرق الأوسط لسنة 2015

[1] صندوق النقد الدولي، نشرية بعنوان: **صندوق النقد الدولي يكثف عمله المعني بصناديق الثروة السيادية**، بروكسل، بلجيكا، 4 مارس 2008،ص:01.

[2] معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع: www.SWFInstituts.org/Rankings تاريخ الاطلاع:2016/03/12، على الساعة:15:20.

الجدول رقم (2-2): من أهم الصناديق السيادية للشرق الأوسط لسنة 2015

البلد	اسم الصندوق	الحجم بليون $	مصدر أصوله
السعودية	سما القابضة	757	نفطي
أبوظبي	هيئة ابوظبي للاستثمار مؤسسة ابوظبي للاستثمار مبادلة للتنمية ممتلكات	773 175.2 60.9 10.5	نفطي غير نفطي نفطي غير نفطي
الكويت	الهيئة العامة للاستثمار	548	نفطي
قطر	قطر للاستثمار	256	نفطي
إيران	صندوق التنمية الوطني الإيراني	62	نفطي
المجموع		**2642.6**	

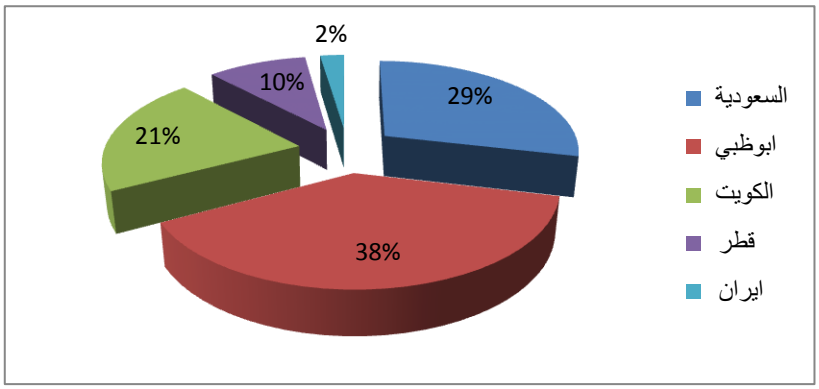
المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http:// http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html، تاريخ لاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 13:45.

ونلاحظ من الجدول:

- أن صندوق سما القابضة للمملكة العربية السعودية، (SAMA) بلغ حجم أصوله 757 بليون دولار أمريكي، محتلا بذلك المرتبة الرابعة عالميا.
- صندوق هيئة العامة الاستثمار KIA، لدولة الكويت، بلغ حجم أصوله 548 بليون دولار أمريكي، محتلا المرتبة الخامسة عالميا.
- صندوق قطر للاستثمار QIA لدولة قطر، بلغ حجم أصوله 256 بليون دولار أمريكي، محتلا المرتبة التاسعة عالميا.
- صندوق التنمية الوطني الإيراني لدولة إيران، حيث بلغ حجم أصوله 62 بليون دولار أمريكي.
- مصدر أصول صناديق الشرق الأوسط إيرادات النفط والغاز، باستثناء بعض الصناديق منها: مؤسسة أبوظبي للاستثمار وصندوق ممتلكات لأبوظبي.
- صناديق أبوظبي بالإمارات العربية المتحدة تمثل أكبر الصناديق حجما في منطقة الشرق الأوسط، والشكل الموالي يبين نسبة الأصول لصناديق بلدان الشرق الأوسط:

الشكل رقم (2-2): يبين نسبة حجم الأصول لأهم الصناديق في الشرق الأوسط



المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 14:03.

ونلاحظ من الشكل أن حجم أصول صناديق أبوظبي الاربعة تمثل نسبة 38% من مجموع حجم أصول صناديق الشرق الأوسط، ويليه صندوق السعودية السيادي (سما القابضة) بنسبة 29%، بينما صندوق الكويت السيادي الهيئة العامة للاستثمار(KIA) تمثل اصوله نسبة 21%، بينما كل من صندوقي قطر وايران تمثل أصول كل منهما نسبة 10% و02% على التوالي.

المطلب الثاني: أهم الصناديق في الأمريكيتين

بلغ عدد الصناديق السيادية في الأمريكتين واحد وعشرين صندوقا، عشرة صناديق تتركز في أمريكا الشمالية واحدى عشر صندوقا في أمريكا اللاتينية.

أولا: أهم الصناديق في أمريكا الشمالية

تتكون مجموعة الصناديق السيادية لأمريكا الشمالية من صندوق Albera s heritage fund مملوك لكندا وتسعة صناديق للولايات المتحدة الأمريكية، ومن أهمها صندوق ألاسكا Alaska permanent fund، أنشئ هذا الصندوق سنة 1976، بهدف استثمار أموال النفط لادخارها للأجيال القادمة من خلال وضع 25% من عوائد النفط في الصندوق، وكان الحجم الأولي لأصول الصندوق 734000 دولار أمريكي لسنة 1979، ووصل إلى ما يقارب 53.9 بليون دولار أمريكي سنة 2015.

والجدول التالي يبين أهم الصناديق السيادية في أمريكا الشمالية:

الجدول رقم (2-3): أهم الصناديق في أمريكا الشمالية لسنة 2015

البلد	اسم الصندوق	الحجم بليون $	مصدر أصوله
كندا	صندوق التراث البيرا Alberà s heritage fund	17.5	نفطي
USA	الصندوق الإستئماني ألاباما Alabama trust fund	2.5	نفط ـ غاز
USA	صندوق ألاسكا الدائم Alaska permanent fund	53.9	نفطي
USA	L E Q T F	1.3	نفط ـ غاز
USA	New mexico state IC	16.9	نفط ـ غاز
USA	صندوق تراث داكوتا الشمالية North Dakota legacy fund	3.2	نفط ـ غاز
USA	صندوق المدرسة الدائم تكساس Texas permanent school fund	37.7	نفط ـ غاز
USA	صندوق الجامعة الدائم تكساس Texas permanent university fund	17.2	نفط ـ غاز
USA	الصندوق الاستئماني دائم وايومنغ المعدنية U S A – permanent wyooming mineral trust fund	5.6	غير نفطي
USA	صندوق المستقبل غرب فرجينيا West Virginia future fund	-	نفط ـ غاز
المجمـــوع		**155.8**	

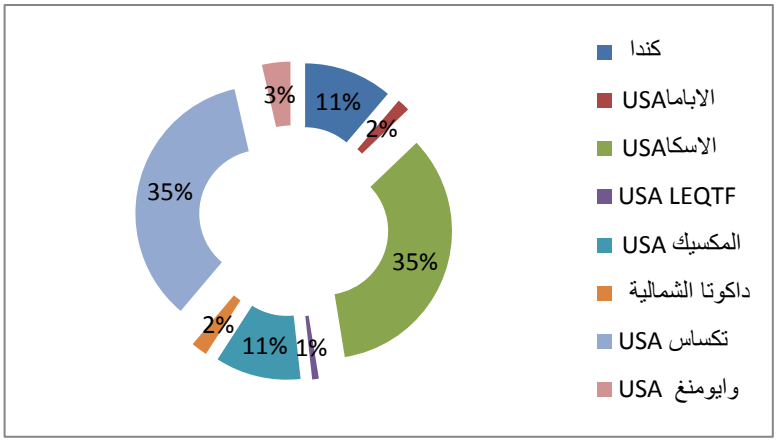
المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 17:35.

ونلاحظ من الجدول السابق أن الصناديق السيادية لأمريكا الشمالية مصدر تمويلها عائدات النفط والغاز، كما أن صندوق ألاسكا الدائم أكبر صناديق أمريكا الشمالية حجما بقيمة 53.9 بليون دولار أمريكي، ويليه صندوق المدرسة الدائم بحجم أصول 37.7 بليون دولار أمريكي، ثم صندوق الجامعة الدائم تكساس.

والشكل التالي يبين نسبة أصول صناديق أمريكا الشمالية بالنسبة لمجموع أصول صناديق المنطقة:

الشكل رقم (2-3): يبين حجم الأصول لأهم الصناديق في أمريكا الشمالية



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 18:05.

ومن الشكل نلاحظ أن كل من صندوق ألاسكا الدائم وصناديق تكساس تمثل اصول كل منهم 35% من مجموع أصول الصناديق السيادية لأمريكا الشمالية، يليهما كل من صناديق كندا والمكسيك بنسبة 11%.

ثانيا: أهم صناديق أمريكا اللاتينية

تتكون هذه المجموعة من إحدى عشر صندوقا، ومصدر أصولها غير نفطي باستثناء صندوق Fondo del petroleo Mexicano المكسيكي، وHeritage Stabilization Fund لترينيداد، وصندوق FEM – Macroeconomic stabilization fund فنزويلا، وأهم الصناديق في أمريكا اللاتينية صندوق Social and Economic Stabilization fund المملوك لتشيلي والذي تأسس بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي والإجتماعي لتمويل العجز المالي وتخفيض الدين العام، وبلغ حجم أصوله لسنة 2015، 15.2 بليون دولار أمريكي، والجدول التالي يبين ذلك:

الجدول رقم (2-4): أهم الصناديق السيادية في أمريكا اللاتينية لسنة 2015

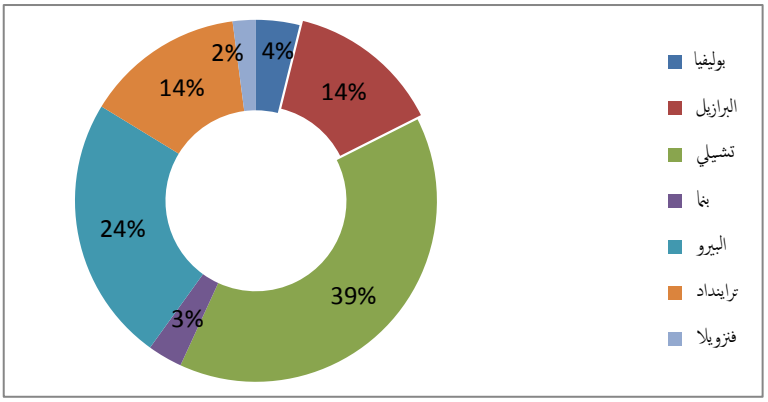
البلد	اسم الصندوق		حجم بليون $	مصدر أصوله
بوليفيا	صندوق الثروة الصناعية و الانتاجية	Finpro	1.2	غير نفطي
البرازيل	صندوق الثروة السيادية البرازيلي	Save fundo Brazil	5.3	غير نفطي
الشيلي	صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي	Social and Economic Stabilization fund	15.2	غير سلعي
المكسيك	الصندوق المكسيكي للبترول	Fondo Mexicano del petroleo	-	نفط و غاز
بنما	صندوق الثروة السيادي البنمي	S W F	1.2	غير نفطي
البيرو	صندوق الاستقرار المالي	Fiscale Stabilization Fund	9.2	غير نفطي
ترينداد	صندوق تحقيق الاستقرار التراث	Heritage Stabilization Fund	5.5	نفطي
فنزويلا	صندوق تحقيق الاستقرار التراث	FEM Macroeconomic stabilization fund	0.8	نفطي
المجموع			**38.5**	

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html ، تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 19:01.

نلاحظ من الجدول أن الصناديق السيادية لأمريكا اللاتينية ذات مصدر تمويل نفطي باستثناء صندوقي ترينيداد وفنزويلا، وذات أحجام أصول متواضعة مقارنة مع أحجام أصول الصناديق السيادية لأمريكا الشمالية، والشكل التالي يبين نسب حجم أصول أهم صناديق أمريكا اللاتينية:

الشكل رقم (2-4): يبين حجم الأصول لأهم الصناديق في أمريكا اللاتينية



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html، تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 19:05.

من الشكل نلاحظ أن نسبة صندوق تشيلي 39% من مجموع أصول الصناديق السيادية لأمريكا اللاتينية المقدرة بقيمة 38.4 بليون دولار أمريكي، مما يجعله أكبر وأهم صندوق في أمريكا اللاتينية، يليه صندوق البيرو بنسبة 24%، يليه كل من صندوقي ترينيداد والبرازيل بنسبة حجم اصول 14% لكل منهما.

المطلب الثالث: أهم الصناديق السيادية في قارة افريقيا

تضم افريقيا اثني عشر صندوقا سياديا، مصدر أصولها نفطية، باستثناء صندوق yelsa development and investment corporation في نيجيريا، وصندوق Pula bunb في بوتسوانا، وصندوق Senegal fund السنغالي، ويعتبر الصندوق السيادي الليبي أكبر الصناديق السيادية في افريقيا، بأصول بلغت قيمتها 66 بليون دولار أمريكي لسنة 2015، ويليها صندوق ضبط الإيرادات للجزائر، الذي أنشئ بهدف امتصاص الفرق بين مداخيل الجباية البترولية الحقيقية والجباية البترولية الخاضعة للميزانية، لتغطية (جزئيا) العجز المالي والديون الخارجية، وللتخفيف من تأثير صدمة خارجية محتملة على تسيير السياسة المالية، حيث بلغ حجم أصوله لسنة 2015، 50 بليون دولار أمريكي، والجدول التالي يبين أهم الصناديق السيادية لإفريقيا:

الجدول رقم (2-5): يبين أهم الصناديق السيادية في افريقيا لسنة 2015.

البلد	اسم الصندوق	حجم بليون $	مصدر الاصول
الجزائر	Revenue Regulation fund	50	نفطي
ليبيا	Libyan Investment Authority	66	نفطي
نيجيريا	Bayelsa development and investment corporation	1.4	نفطي
نيجيريا	Nigérian Sovereign investment Authority	1.2	غير نفطي
موريطانيا	Nationale Fund for hydrocarbon Reserves	0.3	نفط ـ غاز
انغولا	Fund soberano de angola	5	نفط
بوتسوانا	Pula bunb	5.7	غير نفطي
غينيا	Equatorial ginea	0.08	نفط
الغابون	Sovereign wealth fund	0.4	نفط
غانا	Petroleum fund	0.45	نفط
السنيغال	Senegal fund	1	غير نفطي
المجمـوع		**131.53**	

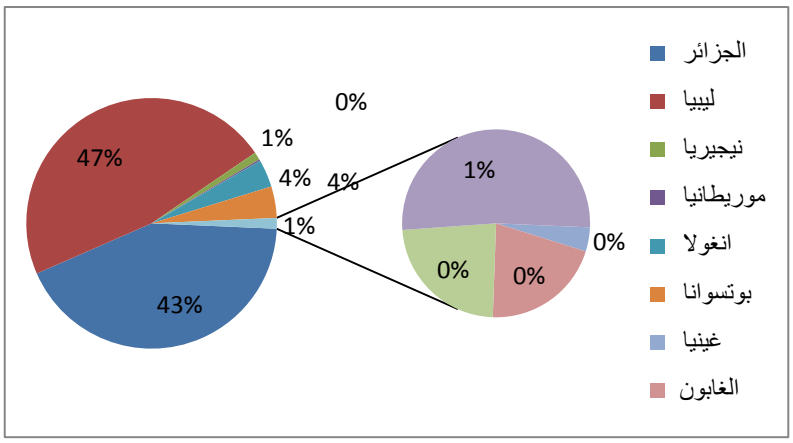
المصدر : من إعداد الطالبتين:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 20:09.

نلاحظ من الجدول أن أكبر صندوقين في افريقيا هما الهيئة الليبية للاستثمار وصندوق ضبط الإيرادات الجزائري بأصول قدرت بقيمة 66 بليون دولار أمريكي و50 بليون دولار أمريكي لكليهما على التوالي، بينما تتميز صناديق افريقيا الأخرى بكونها ذات أحجام أصول متواضعة إذ أن أكبرها حجما أصول الصندوق السيادي لبوتسوانا بقيمة 5.7 بليون دولار أمريكي ومصدر تمويله غير نفطي.

والشكل التالي يبين نسب أصول كل صندوق سيادي في افريقيا بالنسبة لحجم الأصول الكلي لمجموع صناديق افريقيا:

الشكل رقم (2-5): يبين حجم الأصول لأهم الصناديق في قارة أفريقيا



المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html، تاريخ الاطلاع: 2016/03/15، على الساعة: 20:09.

من الشكل نلاحظ أن النسبة الأكبر للأصول يمتلكها كل من صندوقي ليبيا والجزائر مقارنة مع باقي الصناديق السيادية لقارة افريقيا والمتمثلة في 47% و43 % على التوالي لكل منهما.

المطلب الرابع: أهم الصناديق السيادية في أوروبا واستراليا

وسنتناول في هذا المطلب أهم صناديق الثروة السيادية في أوروبا واستراليا

أولا: أهم صناديق الثروة السيادية في أوروبا

تحتوي هذه المجموعة على خمسة صناديق للثروة السيادية، أهمها على الصعيد الأوروبي والصعيد العالمي، هو صندوق التقاعد الحكومي النرويجي GPFG، احتل المرتبة الأولى عالميا بحجم أصوله التي بلغت 824.9 بليون دولار أمريكي، وأنشئ في سنة 1990 كأداة للسياسة المالية والهدف من الصندوق هو توفير مصدر ثروة طويل الأجل للأجيال القادمة، وتمويل الارتفاع المتوقع لنفقات الضمان الإجتماعي للسنوات المقبلة نتيجة شيخوخة السكان، وللتخفيف من التقلبات التي تسببها التغيرات في أسعار النفط، ويمكن للحكومة النرويجية أن تستفيد من هذا الصندوق لدعم ميزانيتها السنوية، وحدد سقف السحب عند 4% من قيمة الصندوق، أما صندوق الاستثمار الاستراتيجي الفرنسي يعتبر من أهم الصناديق السيادية في أوروبا بعد النرويج، بحجم أصول 25.5 بليون دولار أمريكي لسنة 2015، وأنشئ هذا الصندوق سنة 2008، والذي يهدف إلى ضمان الأمن الاقتصادي للبلاد، والجدول التالي يبين أهم الصناديق السيادية لقارة أوروبا:

الجدول رقم (2-6): أهم الصناديق السيادية في أوروبا لسنة 2015

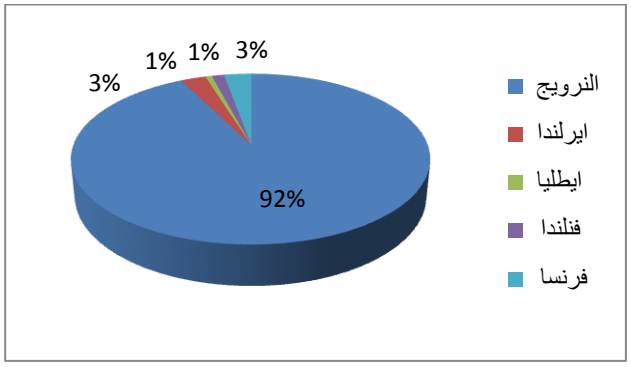
البلد	اسم الصندوق	الحجم بليون$	مصدر أصوله
النرويج	صندوق التقاعد الحكومي العالمي Government pension fund global	824.9	نفطي
ايرلندا	صندوق الاستثمار الاستراتيجي Fund Strategic Investment	23.2	غير نفطي
ايطاليا	الصندوق الاستراتيجي الإيطالي Italian strategic fund	6	غير نفطي
فنلندا	Solidieun	11.5	غير نفطي
فرنسا	صندوق الاستثمار الاستراتيجي Strategic investment fund	25.5	غير نفطي
المجمـــوع		**891.1**	

المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html، تاريخ الاطلاع: 2016/03/15، على الساعة: 21:00.

من الجدول نلاحظ أن أحجام أصول الصناديق السيادية لأوروبا ليست بالحجم الكبير ولكن حجم أصول الصندوق السيادي النرويجي أعطى ثقل لمجموع أصول الصناديق السيادية لقارة أوروبا، والشكل الموالي يبين نسبة حجم الأصول لأهم الصناديق في أوروبا:

الشكل رقم (2-6): يبين نسبة حجم الأصول لأهم الصناديق في أوروبا



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 21:00.

من الشكل نلاحظ ان نسبة الصندوق السيادي النرويجي 92% من مجموع أصول الصناديق السيادية لقارة أوروبا، بينما بقية الصناديق السيادية الأوروبية مجتمعة تمثل نسبة 8%.

ثانيا: صناديق الثروة السيادية في قارة استراليا

تحتوي هذه المجموعة على ستة صناديق للثروة السيادية، وأهمها صندوق المستقبل لأستراليا، تأسس هذا الصندوق سنة 2006، حيث تودع فيه الحكومة الاسترالية أموال الاستثمارات كل من صندوق الصحة والمستشفيات، صندوق التعليم، وصندوق البحوث الطبية الذي أنشئ في اوت 2015، والهدف من صندوق المستقبل هو التمويل الكامل لمدفوعات التقاعد في المستقبل لموظفي القطاع العام، وبلغ حجم أصوله 95 بليون دولار أمريكي لسنة 2015، ويليه صندوق التقاعد النيوزلندي تأسس سنة 2001، والهدف منه التكلفة المستقبلية لمعاشات التقاعد، والتي هي في تزايد نتيجة الشيخوخة، وبلغ حجم أصوله لسنة 2015، 20.2 بليون دولار أمريكي، وهو الثاني بعد صندوق المستقبل لأستراليا، والجدول التالي يبين أهم الصناديق السيادية لقارة استراليا:

الجدول رقم (2-7): أهم صناديق السيادية لقارة أستراليا لسنة 2015

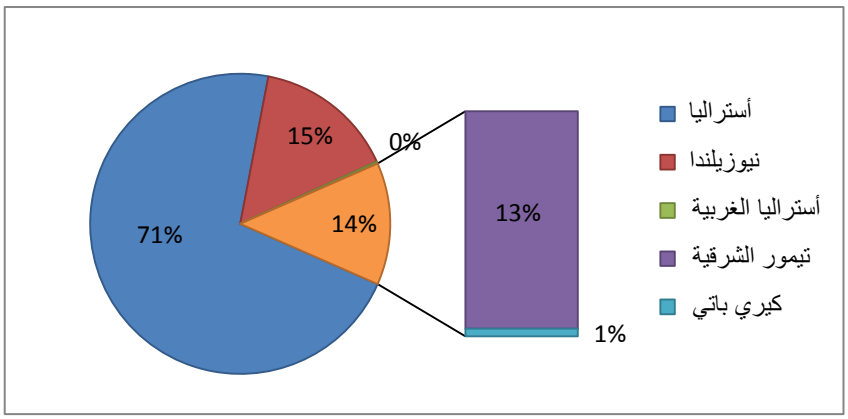
البلد	اسم الصندوق		الحجم بليون$	مصدر أصوله
أستراليا	صندوق المستقبل الاسترالي	Australain Future Fund	95	غير نفطي
نيوزيلندا	صندوق التقاعد النيوزيلندي	New zealand superannuation fund	20.2	غير نفطي
أستراليا الغربية	صندوق المستقبل الاسترالي الغربي	Western Australian Future Fund	0.3	غير نفطي
بابوا – غينيا الجديدة	صندوق الثروة السيادية – بابوا غينيا الجديدة	Papua New Guinea –Sovereing Weath Fund	-	غاز
تيمور الشرقية	صندوق النفط – تيمور الشرقية	Timor – LestePetroleun Fund	16.9	نفط – غاز
كيري باتي	صندوق احتياطي – معادلة الإيرادات	Revenue Equalization Reserve Fund	0.6	غير نفطي
المجموع			**133**	

المصدر: من اعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 02:48.

من الجدول نلاحظ الحجم الكبير لأصول صندوق المستقبل الأسترالي مقارنة مع أحجام بقية الصناديق في القارة والتي قدرت بقيمة 95بليون دولار أمريكي ويليه صندوق التقاعد النيوزيلندي بقيمة 20.2 بليون دولار أمريكي، والشكل التالي يبين نسب أحجام أصول الصناديق السيادية لقارة أستراليا:

الشكل رقم (2-7): يبين نسبة حجم الأصول لأهم الصناديق في قارة أستراليا



المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على:

- معهد صناديق الثروة السيادية، على الموقع: http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html، تاريخ الاطلاع:2016/03/15، على الساعة: 02:48.

من الشكل نلاحظ أن حجم أصول صندوق المستقبل الأسترالي تمثل نسبة 71% من مجموع أصول الصناديق السيادية لأستراليا، وصندوق التقاعد النيوزيلندي نسبة حجم أصوله 15%، بينما الصناديق المتبقية لقارة أستراليا لم تسجل سوى نسبة 14% مجتمعة.

المبحث الثاني: استثمارات صناديق الثروة السيادية

تعتبر صناديق الثروة السيادية من أهم المستثمرين في الأسواق العالمية وذلك لحجم الأصول المدارة التي فاقت سبعة تريليون دولار أمريكي بمحافظ استثمارية تشمل قطاعات استثمارية متنوعة كالأسهم العامة، الخاصة، والسندات...الخ .

وسنحاول في هذا المبحث إلقاء الضوء على استثمارات صناديق الثروة السيادية في العالم من ناحية التركيز ونوعية القطاعات .

المطلب الأول: استثمارات صناديق الثروة السيادية في العالم حسب القطاعات لسنة 2014

الاستثمارات التقليدية مثل الأسهم والسندات تستخدم على نطاق واسع من جانب صناديق الثروة السيادية وتمثل جزء هام من المحفظة الاستثمارية للصناديق السيادية .

ظهرت الأصول البديلة باعتبارها ذات أهمية متزايدة كجزء من المحافظ الاستثمارية للصناديق السيادية، خلال السنوات الأخيرة حيث تسعى لتنويع المحافظ واكتساب الأصول التي يمكن أن تولد ثروة، والمساعدة على تلبية الأهداف طويلة الأجل، حيث يستثمر في هذه الأخيرة ما يقارب 60% من الصناديق السيادية المستثمرة في هذه الفئة من الأصول لسنة 2014، بحيث يتم إنشاء العديد من الصناديق السيادية من أجل البناء وتحسين البنية التحتية داخل بلدهم أو منطقة، إما مباشرة أو من خلال صناديق واضحة المزايا لتحقيق هذا الهدف، أكثر من نصف صناديق ثروة سيادية لها استثمارات في الأسهم العامة، السندات والبنية التحتية، والجدول التالي يبين استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب القطاعات لسنة 2014:

الجدول (2-8): استثمارات الصناديق السيادية حسب القطاعات 2014

الوحدة: %

النسبة/القطاع	الأسهم العامة	الأسهم الخاصة	السندات	البنية التحتية	صناديق التحوط	ديون خاصة	الاصول الحقيقية
النسبة	%81	%47	%86	%60	%33	%24	%59

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على التقرير: Preqin 2015 Sovereign Wealth Fund على الرابط:

https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf

تاريخ الاطلاع : 2016/05/05 على الساعة: 16:15، ص:05.

نلاحظ من خلال الجدول أن أكثر الاستثمارات في قطاع الأسهم العامة للصناديق السيادية بنسبة 81%، وفي قطاع الأسهم العامة تستثمر الصناديق السيادية بنسبة 47%، على سبيل المثال صندوق ألاسكا الدائم الذي شارك في Carlyle الدولية للطاقة Carlyle International Energy Partners، والذي استثمر في الأسهم الخاصة في أكثر من 30% من صناديق الأسهم حتى نهاية 2014، أما السندات حققت الصناديق السيادية أكبر نسبة استثمارات فيها بنسبة 86%.

قطاع العقارات والبنية التحتية فتمثل أكثر من نصف استثمارات الصناديق السيادية بنسبة 60%. ونسبة استثمارات صناديق الثروة السيادية التي تنشط في صناديق التحوط وديون الخاصة 33% و24%، على التوالي، هذا القطاع الذي يعتبر استثمار بديل نشأ في أعقاب الأزمة المالية العالمية، من الصناديق المستثمرة في هذه الفئة من الأصول لسنة 2014، أما قطاع الأصول الحقيقية تستثمر الصناديق السيادية 59% من نسبة المستثمرين في هذه الفئة.

المطلب الثاني: استثمارات الصناديق السيادية في الأوراق المالية والقطاعات البديلة لسنة 2014

سنتناول في هذا المطلب استثمارات الصناديق السيادية في الأوراق المالية والقطاعات البديلة لسنة 2014.

أولا: استثمارات الصناديق السيادية في الأوراق المالية:

تنجذب صناديق الثروة السيادية للاستثمار في الأوراق المالية والتي تعتبر جزء قار وأساسي في المحفظة الاستثمارية لهذه الصناديق، باعتبارها استثمار طويل الأجل وتدر عائد ثابت بعيد عن المخاطرة لاستثمارات الصناديق السيادية، والشكل التالي يبين استثمارات الصناديق السيادية في الأوراق المالية لسنة 2014:

الشكل (2-8): استثمارات الصناديق السيادية في الأوراق المالية لسنة 2014

الوحدة: %

المصدر : من إعداد الطالبتين بناءا على التقرير: Preqin 2015 Sovereign Wealth Fund على الرابط:

https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf

. تاريخ الاطلاع : 2016/05/05 على الساعة: 16:15، ص: 9-11.

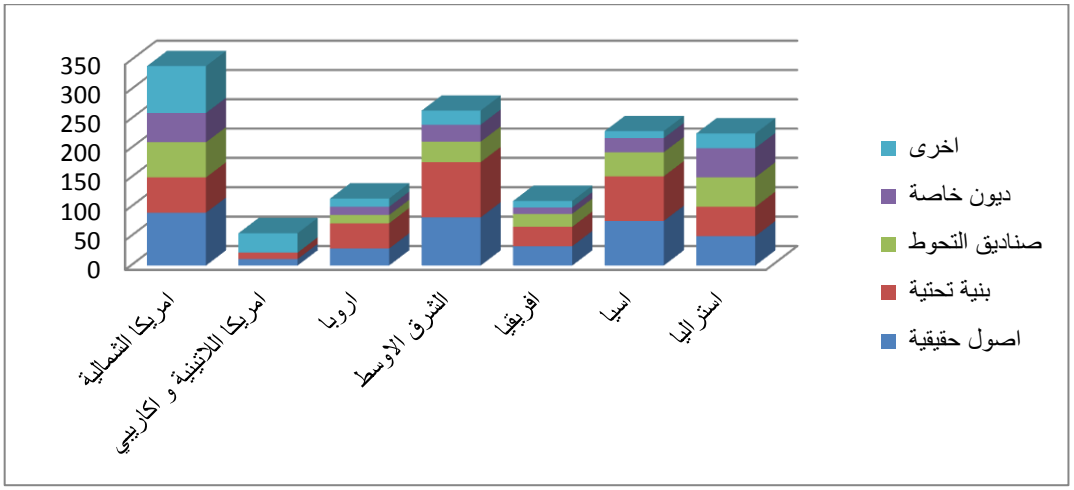
ونلاحظ من خلال الشكل أن السندات تشكل النسبة الأعلى مقارنة بالأسهم، فمجموع صناديق الثروة السيادية لأمريكا الشمالية تستثمر في السندات بنسبة 100%، وكذلك مجموع صناديق استراليا ونجد كل من صناديق أمريكا اللاتينية وأوروبا تمثل 89% و86% من مجموع المستثمرين في هذه الفئة، بينما صناديق الشرق الأوسط وأسيا تمثل نسبة 82% لكل منهما، وتستثمر بنسبة 94% لكل منهما في الأسهم كما نلاحظ أن صناديق إفريقيا تمثل نسبة 78% من مجموع المستثمرين، وتمثل النسبة الأدنى مقارنة بالصناديق السيادية بالمناطق الأخرى.

ثانيا: استثمارات الصناديق السيادية في القطاعات البديلة لسنة 2014

تستثمر الصناديق السيادية في العديد من القطاعات الاستثمارية، ويستحوذ قطاعيا الأصول الحقيقية والبنية التحتية على النصيب الأوفر من استثماراتها، والشكل التالي يوضح استثمارات الصناديق السيادية في القطاعات البديلة لسنة 2014:

الشكل(2-9): استثمارات الصناديق السيادية في القطاعات البديلة لسنة 2014

الوحدة: %



المصدر : من إعداد الطالبتين: بناءا على التقرير:Preqin 2015 Sovereign Wealth Fund

https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf

تاريخ الاطلاع: 2016/05/05 على الساعة: 16:15، ص: 9- 11.

ونلاحظ من خلال الشكل أن الصناديق السيادية لأمريكا الشمالية والشرق الأوسط تمثل النسبة الأعلى بنسبة 90% و82% على التوالي من المستثمرين في الأصول الحقيقية بينما سجلت صناديق الشرق الأوسط أعلى نسبة من المستثمرين في البنية التحتية بنسبة 94%، وعلى سبيل المثال لا الحصر تمكن هيئة قطر للاستثمار QIA من بناء محفظة عقارية عالمية متمثلة في الفنادق: فندق Savoy في لندن، وIntercontentale بنيويورك، وSt. Régis في روما، ومؤسسة الخليج للاستثمار أبرمت صفقات في إسبانيا وفرنسا وتعاونت مع شركة Prologis لاختيار 1.6 مليون قدم مربع من المساحات اللوجستية في إسبانيا، كما اشترت Le madeleine أكبر المكاتب للعقارات المتخصصة في تجارة التجزئة في باريس بقيمة 571.6 مليون دولار أمريكي[1]، وتستثمر صناديق استراليا نفس النسبة في جميع القطاعات المستثمرة فيها نسبة 50% لكل قطاع، أما استراليا تستثمر نسبة 70% في لكل من الأصول الحقيقة والبنية التحتية.

بينما صناديق إفريقيا، أوروبا وأمريكا اللاتينية الأقل نصيبا في الاستثمار في الأصول الحقيقية بنسبة 33%، 25% و11% على التوالي، وأقل نسبة للاستثمار في القطاعات.

[1] Bernardo Bortolotti Annual Report 2014**, Sovereign Wealth Fund Investment**, Lab Università Bocconi, SIL Bocconi, Toruno, ITALY,p:18.

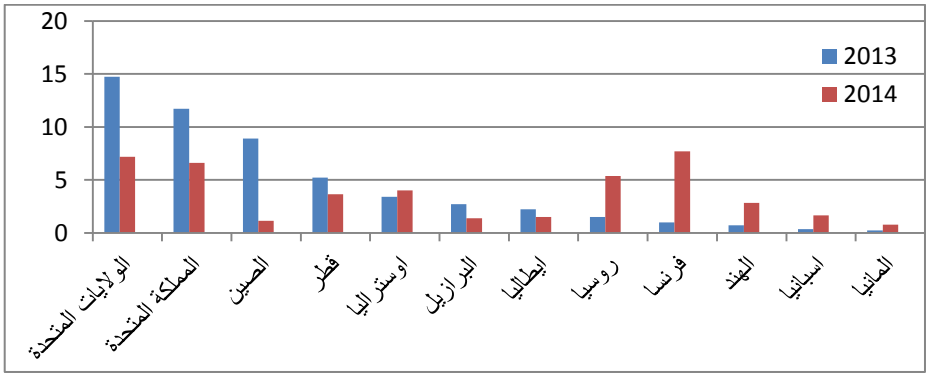
المطلب الثالث: استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق العالمية 2014/2013

تميزت استثمارات الصناديق السيادية بتواجدها في شتى الأسواق العالمية سواء المتقدمة أو الناشئة وذلك لجاهزيتها العالية لاقتناص الفرص الاستثمارية ذات الجدوى الاقتصادية وتحقيق العائد طويل الأجل تماشيا مع الأهداف التي أنشئت لأجلها، واعتمدت على التنويع في العديد من المناطق في العالم.

تعتبر كل من المملكة المتحدة والولايات المتحدة الوجهة المفضلة لاستثمارات الصناديق السيادية، نتيجة الانفتاح الذي تتمتع به المملكة المتحدة اتجاه المستثمرين الأجانب، مما يوفر لهؤلاء المستثمرين مجالات واسعة من الخبرة والتجربة، كما ساهم شفافية النظام القانوني والبيئة التنظيمية الآمنة والمستقرة على تطوير البلاد وتحويلها إلى أكبر مركز إدارة أموال في أوروبا، مما زاد من نشاط استثمار الصناديق السيادية في المملكة المتحدة وعلى رأسهم صناديق الشرق الأوسط مثلا هيئة قطر للاستثمار QIA تستثمر 7.6 مليار دولار، والشكل التالي يبين استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق العالمية:

الشكل (2-10): استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق العالمية 2014/2013

الوحدة: %



Source: Bernardo Bortolotti Annual Report 2014**, Sovereign Wealth Fund Investment**, Lab Università Bocconi, SIL Bocconi, Toruno, ITALY,p:28.

نلاحظ من الشكل توجه الصناديق السيادية نحو الأسواق الناشئة مثل الهند، حيث تضاعف استثمارات الصناديق السيادية بها بالنسبة من 0.72% لسنة 2013 إلى 2.84 %، وروسيا بلغت نسبة الاستثمارات السيادية بها 5.37% لسنة 2014 بعد أن سجلت نسبة 1.49% لسنة 2013 أما بالنسبة لفرنسا فالارتفاع الملاحظ نتيجة زيادة الاستثمارات في البنية التحتية والأصول الحقيقية، وتعتبر سوق جاذبة للاستثمارات في هذا القطاع.

المطلب الرابع: استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق الناشئة

رغم تحبيذ الصناديق السيادية الاستثمارات المباشرة في الأسواق المتقدمة مثل أوروبا والولايات المتحدة، وخاصة منها صناديق الشرق الأوسط، وتمكنت الأسواق الناشئة من جذب استثمارات الصناديق السيادية، خاصة في قطاع البنية التحتية، حيث سجلت نسبة 23.3% (ما يعادل 700مليون دولار) من مجموع التزامات القطاع لسنة 2013، بعدما كانت النسبة 2.6% (ما يعادل 196مليون دولار) السنة السابقة.

على سبيل المثال أسواق أمريكا اللاتينية التي تتميز بالاستقرار، الشفافية والمنافسة، اقل شراسة مقارنة بالأسواق المتقدمة، وتعتبر منطقة ذات جذب خاص، مثلا تماسك استثمرت 70 مليون في Hidrovias مشغل الممرات المائية مع صندوق البنية التحتية البرازيلي.

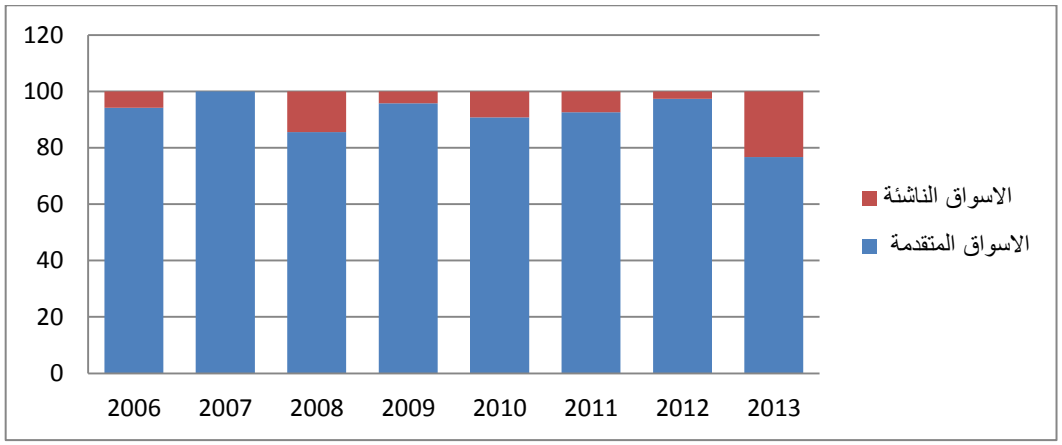
كما أن مؤسسة الصين للاستثمار GiC حقنت 135 مليون دولار لوحدة AGEA Saneamento المختصة في معالجة مياه الصرف الصحي التابعة لشركة Grupo equipav.

صناديق الثروة السيادية تتميز بالبراعة في اقتناص الفرص الاستثمارية خاصة في البنية التحتية فقد استثمرت منذ 2006 ما يعادل 9.1 بليون دولار في الموانئ والمطارات على مستوى العالم، و7 تريليون في مرافق المياه، خاصة في المملكة المتحدة التي المرتبة الأولى في تلقي استثمارات هذا القطاع بقيمة 5.5 تريليون دولار.

والشكل التالي يبين الاستثمارات المباشرة للصناديق السيادية في الأسواق المتقدمة والناشئة:

الشكل رقم (2-11): الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية في الأسواق المتقدمة مقارنة بالأسواق الناشئة

الوحدة: %



Source: Javier Santiso, **Sovereign wealth funds**, ESADE geo- centre for global economiy and geopolitics, p:08.

نلاحظ من الشكل أن استثمار الصناديق السيادية في الأسواق المتقدمة أكثر منها في الأسواق الناشئة، حيث وصل استثمار الصناديق 100% في الأسواق المتقدمة لسنة 2007، وأخذت بالتراجع للسنة الموالية حيث أصبح 85.5% في 2008، وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية، و14.5% في الأسواق الناشئة، وذلك لقلة المخاطرة فيها، وارتفعت الاستثمارات في الأسواق المتقدمة لسنة 2009 بنسبة 95.8% وانخفضت بنسبة 4.2% في الأسواق الناشئة، وفي سنة 2010 بلغت نسبة استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المتقدمة 90.8% وفي الأسواق الناشئة 9.2%، وفي سنة 2012 وصلت نسبة استثمار الصناديق السيادية في الأسواق المتقدمة 97.4%، وفي الأسواق الناشئة بلغت نسبة استثمار الصناديق فيها 2.6%، وفي سنة 2013 بلغت نسبة استثمارات الصناديق السيادية 76%، و23.3%، في الأسواق الناشئة.

المبحث الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية حول العالم

ترتكز الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية على ثنائية العائد/المخاطرة من أجل تحقيق الفعالية في إدارة أصولها لتحقيق الأهداف المنشأة لأجلها ولهذا انتهجت استراتيجية التنويع الجغرافي والتنويع القطاعي ومحاولة السيطرة على التغيرات الاقتصادية الدورية والمفاجئة في الأسواق العالمية، وسنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على تغير الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية قبل الأزمة المالية العالمية وأثناء الأزمة وبعد الأزمة.

المطلب الأول: الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية من 2000 إلى غاية سنة 2006

سنتناول في هذا المطلب أهم القطاعات الاستثمارية للصناديق السيادية للفترة ما قبل الأزمة المالية العالمية من 2000 إلى غاية 2006، والتي تمثلت في استراتيجية طويلة الأجل كما تميزت الصناديق السيادية بكونها مستثمر مستقل واعتمادها على استراتيجية الشراء (buy-and -hold)* في القطاع المالي حيث مثلت استثماراتها 19% من مجموع معاملات الصناديق السيادية، وما يعادل 44% من حجم أصولها .

ومن ذلك نجد صندوق التقاعد النرويجي استثمر في البداية في السندات، ولكن ما يقرب 44% من استثمارات الصندوق تم نقلها لاستثمارات الأسهم، والجدول التالي يبين استراتيجية استثمار الصناديق السيادية من 2000/2007:

الجدول رقم (2-9): استراتيجية استثمار الصناديق السيادية من 2000/2006

الوحدة: بليون دولار

القطاع / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
خدمات مالية	%21	%14	%8	%27	%17	%15	%16
أصول حقيقية	%11	%12	%16	%7	%13	%24	%19
الصناعة	%21	%24	%22	%17	%18	%17	%12
الطاقة والمرافق الخدمية	%9	%12	%5	%10	%8	%8	%7
أخرى	%39	%39	%49	%39	%44	%35	%46

من إعداد الطالبتين بناء على:

- William Miracky E Bernardo Bortolotti, , **Weathering the Storm SOVEREIGN WEALTH FUNDS IN THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS OF 2008 SWF,** Monitor-FEEM SWF, MILAN, ITALY, Annual Report 2008 April 2009, p: 17.

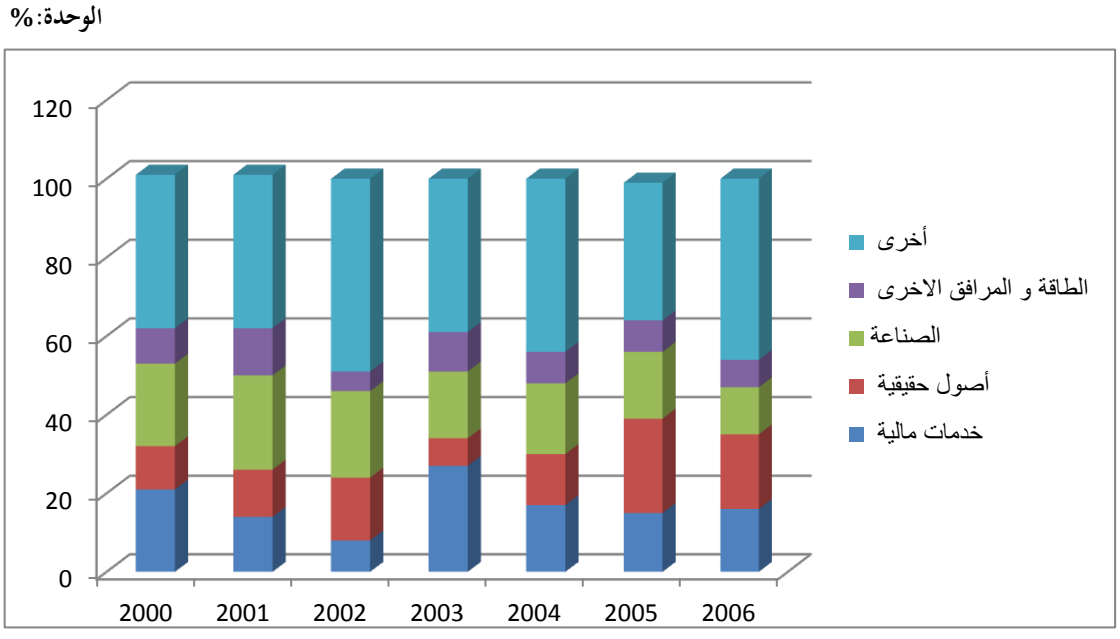
* buy-and -hold : تعبر عن استراتيجية استثمارية تعتمد على الشراء بغض النظر على متغيرات السوق .

نلاحظ من خلال الجدول أن الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية خلال هذه الفترة ارتكزت على القطاع الصناعي وقطاع الخدمات المالية وقطاعات أخرى حيث بلغت نسبة استثماراتها فيهم 21%،21% و39% على التوالي سنة 2000، ونسبة 24% و14%، 39% على التوالي من استثماراتها في هاته القطاعات في سنة 2001، وفي سنة 2002 بلغت نسبة استثمارات الصناديق السيادية في قطاع الصناعة 22% وفي قطاع الخدمات المالية نسبة 8%، وفي القطاعات الأخرى 49%، حتى بلغت نسبة استثمارات الصناديق السيادية سنة 2006 في قطاع الخدمات المالية 16%، وفي قطاع الصناعة انخفض إلى 12%، أما في القطاعات الأخرى بلغت نسبة استثمار الصناديق فيها 46%.

إن الاستثمارات الصناعية أخذت الحظ الأوفر من استثمارات الصناديق السيادية بمتوسط 18.71% لفترة الدراسة، والتي تهدف بالأساس إلى نقل التكنولوجيات والخبرة المعرفية للدولة الأم، وتليها المالية بمتوسط نسبته 16.85% لفترة الدراسة.

والشكل التالي يوضح استراتيجية استثمار الصناديق السيادية من 2000 الى غاية 2006:

الشكل رقم (2-12): استراتيجية استثمار الصناديق السيادية من 2000 لغاية 2006



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

- William Miracky E Bernardo Bortolotti, , **Weathering the Storm SOVEREIGN WEALTH FUNDS IN THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS OF 2008 SWF,** Monitor-FEEM SWF, MILAN, ITALY, Annual Report 2008 April 2009, p: 17.

المطلب الثاني: الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية خلال الأزمة المالية 2007 /2008

تميزت الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية خلال هذه الفترة بمشاركة الصناديق السيادية في أصول الشركات والمراكز المالية خاصة الأمريكية والأوروبية، حيث طالما نظر إليها على أنها قوة مالية هامة، منذ 2007 حيث ضخت أحجام من السيولة في القطاعات البنكية في الدول الصناعية، مما جعل الجميع ينظر إليها على أنها منقذ النظام المالي العالمي، والجدول التالي يوضح استراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية للفترة 2009/2007:

الجدول(2-10): الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية 2008/2007

الوحدة: بليون دولار

السنة/القطاع	خدمات مالية	أصول حقيقة	صناعية	طاقة و الخدمات	أخرى
2007	%27	%21	%9	%8	%35
2008	%28	%22	%9	%13	%28

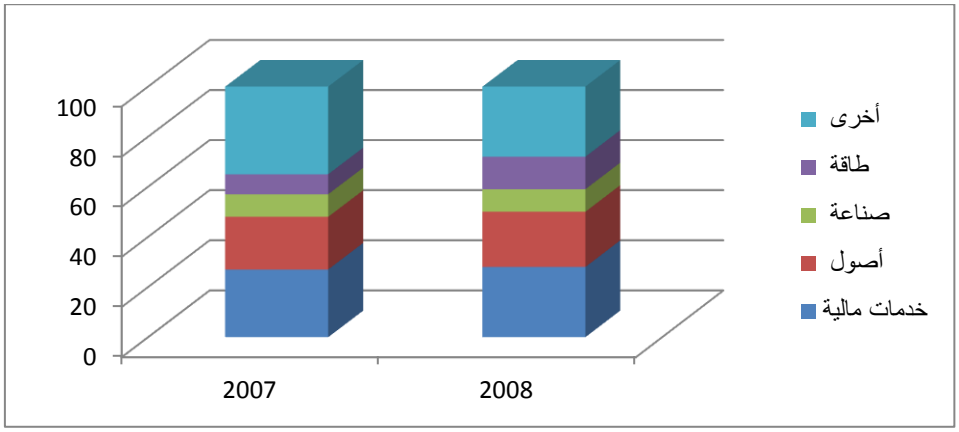
المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

- William Miracky E Bernardo Bortolotti, , **Weathering the Storm SOVEREIGN WEALTH FUNDS IN THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS OF 2008 SWF,** Monitor-FEEM SWF, MILAN, ITALY, Annual Report 2008 April 2009, p: 17.

نلاحظ من خلال الجدول أن استراتيجية الاستثمار للصناديق السيادية خلال فترة الأزمة تمثلت في الاستثمار في قطاع الخدمات المالية بنسبة 27%، والأصول الحقيقية بنسبة 21%، وفي القطاعات الأخرى 35%، والشكل التالي يوضح الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية:

الشكل رقم (2-13): يبين استراتيجية الاستثمار للصناديق السيادية 2008/2007

الوحدة: %



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على:

- William Miracky E Bernardo Bortolotti, , **Weathering the Storm SOVEREIGN WEALTH FUNDS IN THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS OF 2008 SWF,** Monitor-FEEM SWF, MILAN, ITALY, Annual Report 2008 April 2009, p: 17.

ضخ صندوق الصين CIC، ما قيمته 3 مليار دولار في المركز المالي Blackstone بالولايات المتحدة الأمريكية متحصلا بذلك على 9.9 % من رأس مال المركز المالي، وصندوق مبادلة لأبوظبي تملك 7.5 % من رأس مال Carlyle بالولايات المتحدة الأمريكية مقابل 1.35 مليار دولار، وصندوق ADIA لأبوظبي الذي تملك نسبة 4.9 % في Citi group بالولايات المتحدة الأمريكية مقابل 7.5 مليار دولار.

و نلاحظ من الجدول التالي مساهمة الصناديق السيادية في رسملة المالية في البنوك، نجد شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة ضخت سيولة بقيمة 9.75 مليار دولار في بنك UBS في سويسرا وهي أكبر مساهمة بالنسبة للصناديق الاخرى، وتليها هيئة الاستثمار القطرية وأخرون بقيمة 8.71 مليار دولار في البنك السويسري.

و الجدول التالي يبين بمساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة البنوك:

الجدول رقم (2-11): مساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة البنوك

البنك	جنسية البنك	الصندوق السيادي	جنسية الصندوق السيادي	التاريخ	المبلغ بالمليار $
باركلايس	بريطانية	تماسك	سنغافورية	2007/07/25	2.05
باركلايس	بريطانية	بنك التنمية الصيني	صينية	2007/07/25	3.08
باركلايس	بريطانية	هيئة الاستثماري القطرية ، تحدي	قطرية	2008/10/31	6.94
باركلايس	بريطانية	هيئة الاستثمار القطرية	قطرية	2008/10/31	4.84
سيتي غروب	أمريكية	هيئة الاستثمار أبو ظبي	إمارتية	2007/11/26	7.5
سيتي غروب	أمريكية	هيئة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	سنغافورة	2008/01/15	6.9
سيتي غروب	أمريكية	هيئة الاستثمار الكويتية، الوليد بن طلال	كويتية	2008/01/15	5.6
القرض سويسرية	سويسرية	هيئة الاستثمار القطرية وأخرون	قطرية	2008/10/16	8.71
ميريل لينش	أمريكية	تيماسك	سنغافورية	2007/12/24	4.4
ميريل لينش	أمريكية	شركة الاستثمار الكورية ، هيئة الاستثمار الكويتية	كورية، كويتية	2008/01/15	6.6
ميريل لينش	أمريكية	تيماسك	سنغافورية	2008/02/20	0.6
ميريل لينش	أمريكية	تيماسك	سنغافورية	2008/07/28	0.9
مورغان ستانلي	أمريكية	شركة الاستثمار الصينية	صينية	2007/12/19	5.58
يو بي إس	سويسرية	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	سنغافورية	2007/12/10	9.75
يو بي إس	سويسرية	صناديق غير محددة	شرق أوسطية	2007/12/10	1.77
يوني كريدي	ايطالية	البنك المركزي الليبي، هيئة الاستثمار الليبية، بنك ليبيا الخارجي	ليبية	2007/10/17	1.61
		المجمـــوع			**76.83**

Source: Banque de France, **Bilan et perspectives des fonds souverains**, focus, 28 Nov2008, p13

المطلب الثالث: الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية للفترة 2014/2009

تميزت هذه الفترة بأنها نهاية الازمة المالية العالمية التي انجر عنها خسائر فادحة للصناديق السيادية، حيث قدرت خسار صناديق الخليج فقط 400 مليون دولار، مما جعلها تتوجه لتغيير الاستراتيجية الاستثمارية.

وتمثلت الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية بالتنويع الاقتصادي حيث فضلت تخفيض الاستثمارات في القطاعات ذات المخاطر العالية خاصة قطاع المالية والخدمات العقارية التي كانت أهدافا رئيسية للصناديق السيادية لفترة 2008/2007، حيث استحوذ قطاع الخدمات المالية في سنة 2009 على نسبة 15% من إجمالي القيمة 10.2 بليون دولار، في المقابل سنة 2008 مثلت الاستثمارات في هذا القطاع أكثر من ثلثي قيمة الاستثمارات ما يعادل 81.7 بليون دولار، وتراجع أيضا الاستثمار في قطاع العقارات بعدما كان 52 صفقة استثمارية بقيمة 9.8 بليون دولار في 2008 إلى 23 صفقة بقيمة 5.9 بليون دولار سنة 2009.

حيث توجهت الصناديق السيادية لتركيز الاستثمار في قطاعات أخرى كالصناعة مثل: صناعة السيارات، حيث بلغت الاستثمارات 17.4 بليون دولار بعدما كانت 65 مليون سنة 2008، وارتفاع الاستثمار في موارد الطاقة مثل الفحم والغاز الطبيعي والنفط، وفي قطاع الخدمات بلغت 60 بليون دولار، والجدول التالي يوضح الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية للفترة 2014/2009:

الجدول رقم (2-12): الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية للفترة 2014/2009

الوحدة: بليون دولار

السنة /القطاعات	خدمات مالية	أصول حقيقة	طاقة وخدمات أخرى	أخرى
2009	18	7	60	9
2010	20.5	4.5	17	8
2011	35	13	25	12
2012	15	15	22	8
2013	11	9	24	5
2014	6	34	25	11

Source: Bernardo Bortolotti, Annual Report 2014, Sovereign Wealth Fund Investment Lab Università Bocconi, SIL Bocconi, Toruno, ITALY, p: 19.

في سنة 2014 ارتكزت الاستثمارات بصورة أساسية في الأصول الحقيقية بقيمة 34 بليون دولار وقطاع الطاقة والخدمات 25 بليون دولار وتميزت هذه السنة بانهيار أسعار النفط عالميا إلى مستويات غير مسبوقة، حيث بلغ سعر البرميل 49.5 دولار بعد أن كان 105 سنة 2013، ويعود هذا الانهيار إلى الأسباب التالية[1]:

- ارتفاع إنتاج الولايات المتحدة الأمريكية للنفط بمقدار الضعف تقريبا خلال الست سنوات الأخيرة، وفي الوقت الذي كانت فيه السعودية ونيجيريا والجزائر تنافس على أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، تحول التنافس الى الأسواق الآسيوية، واضطر المنتجون لخفض أسعار النفط في وقت ازداد فيه انتاج كندا، العراق وروسيا.
- ارتفاع سعر صرف الدولار الذي يعتبر من أهم أسباب ضعف الطلب على النفط ذلك أن برميل النفط مقوم بالدولار مما يجعل سعره أعلى لمستخدمي العملات الأخرى.
- رفض الاوبيك خفض الإنتاج أو التدخل لإعادة التوازن للسوق الذي يعاني من الزيادة في الإنتاج.

وبما أن معظم الصناديق السيادية تعتمد في تمويلها على النفط كمصدر أساسي فان انهيار أسعار النفط يؤثر بشكل مباشر على الميزانية العامة وايرادات الدول النفطية مما يضطرها إلى قيام بعمليات سحوبات (لتغطية النفقات العامة وتكاليف تمويل المشاريع التنموية للبنية التحتية) والتي بدورها تؤثر على مستويات الاستثمار للصناديق السيادية في ظل عدم التنويع الاقتصادي.

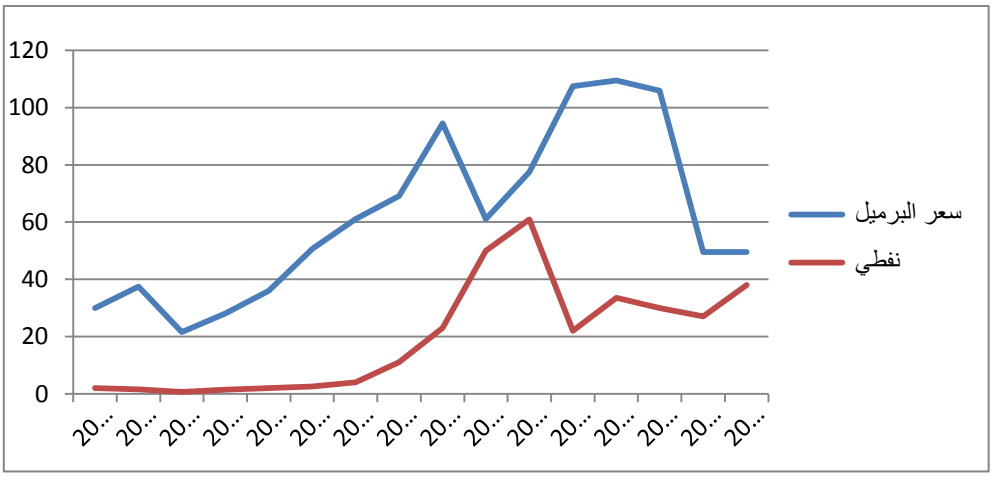
والشكل التالي يوضح العلاقة بين أسعار النفط واستثمارات صناديق الثروة السادية، حيث نلاحظ أن كلما زاد سعر النفط زادت معه استثمارات الصناديق السيادية، والعكس بالعكس، أما في سنة 2011 نلاحظ أن استثمارات الصناديق السيادية منخفضة بالنسبة لأسعار النفط، وهذا راجع لأزمة الديون السيادية التي حدثت في أوروبا والتي أثرت بشكل كبير على حجم استثمارات الصناديق السيادية، والتي فرضت على الدول السحب من الاحتياطي والحد من الاستثمارات.

[1] منظمة الدول المصدرة للنفط، على الموقع :
http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/MOMR_December_2015.pdf تاريخ الاطلاع: 2015/05/10 على الساعة 15:02

الشكل رقم (2-14): حجم استثمارات الصناديق السيادية لسعر النفط 2015/2000

الوحدة: سعر البرميل: دولار أمريكي

حجم الأصول: بليون دولار أمريكي



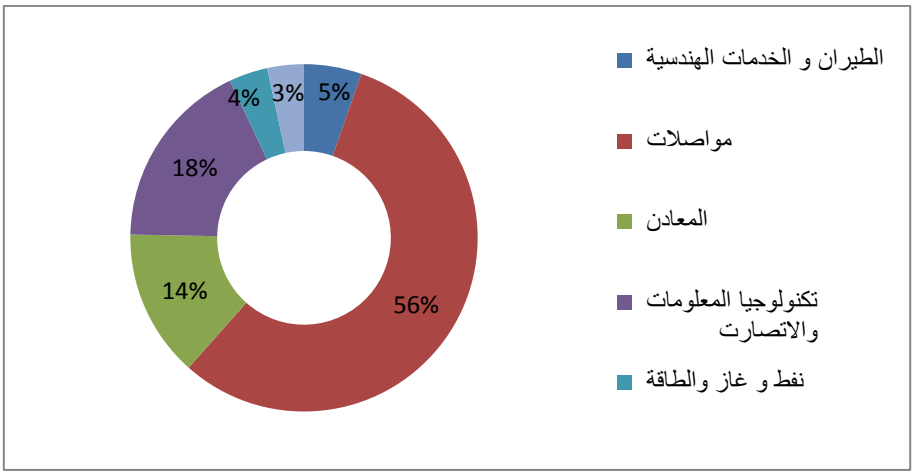
Souce: Bernardo Bortolotti Annual Report 2014**, Sovereign Wealth Fund Investment**, Lab Università Bocconi, SIL Bocconi, Toruno, ITALY,p:18.

استراتيجية التنويع الاستثماري للصناديق السيادية تمكن الدول من تجاوز أزمة آثار انهيار أسعار النفط ومن بين هذه الدول :

❖ **الإمارات:** تمكنت دولة الإمارات (بالصناديق السيادية السبع) من توظيف كم كبير من إيراداتها في بناء قطاعات تنموية حيوية، وبنية تحتية تساعد الدولة الاتحادية للبروز كلاعب اقتصادي استراتيجي على المستوى العالمي، وبفضل الاستراتيجيات المحكمة قل اعتمادها على النفط وأصبح يشكل 30% فقط من دخلها القومي، أما النسبة الباقية تأتي من قطاعات حيوية كالتجارة والعقارات والسياحة والصناعات التحويلية، وقد تضاعف الناتج المحلي الإجمالي لدولة الإمارات حيث بلغ 1540 مليار درهم إماراتي بعد أن كان 6.5 مليار درهم أماراتي سنة 1971، فقد احتلت الإمارات المرتبة الأولى عربيا و27 عالميا (حسب تصنيف البنك الدولي لعام 2014) في قطاع الخدمات اللوجستية والتجارة (على سبيل المثال لا الحصر تعتبر دبي أكبر سوق للذهب في العالم وتستحوذ على 40% من تجارته العالمية)، والتي تعد أهم المؤشرات التي لا ترتبط بقطاع النفط لكنها تحدد مستوى التنوع والمقدرة الاقتصادية للدول وبلغ استثمار هاته الصناديق 963.144 مليار درهم إماراتي سنة 2014، بزيادة قدرها 8.1% بالمقارنة لسنة 2013.

وتعتبر الإمارات مركز ثقل في قطاع الطاقات المتجددة في منطقة الخليج والشرق الاوسط منذ 2006 من اجل تحقيق التنمية المستدامة وذلك من خلال إنشائها لفرع شركة مصدر التابع لمبادلة والتي تتكون من محفظة استثمارية قيمتها أكثر من 246.4 مليون درهم إماراتي ما يعادل 67.1 مليار دولار في أكثر من 20 دولة حول العالم [1]، والشكل التالي يوضح قطاعات المحفظة الاستثمارية لشركة مصدر:

الشكل رقم (2-15): قطاعات المحفظة الاستثمارية لشركة مصدر



المصدر: من اعداد الطالبتين بناء على: https://www.mubadala.com/ar/what-we-do/renewables تاريخ الاطلاع: 2016/04/25، على الساعة: 13:00.

من الشكل نلاحظ اعتماد شركة مصدر على التنويع الاستثماري، بحيث مثل الاستثمار في قطاع المواصلات نسبة 56%، تليها قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بنسبة 18%، والاستثمار في قطاع المعادن كان له نصيب أوفر من بقية القطاعات حيث سجل نسبة 14%، وتتميز باستثمارها في مجال اقتصاد المعرفة وذلك من خلال مركز خليفة للابتكار، ويتم فيه احتضان 1000 مواطن مبتكر خلال 5 سنوات، لتطوير الأفكار والنماذج وتحويله إلى مشاريع استثمارية وتصل المنحة الاستثمارية للفكرة الواحدة 300 ألف درهم إماراتي، وتستثمر في قطاع السياحة بإنشاء مشاريع سياحية ضخمة عالميا، فندق برج العرب وبرج خليفة، وإنشاء سوق مصرفية لتشجيع الاستثمار الأجنبي عبر تشريعات خاصة.

❖ **النرويج**: توجهت النرويج إلى استراتيجية التنويع الاقتصادي منذ السبعينات تعد حالة النرويج تجربة مميزة في مجال محاولة استخلاص عوائد اقتصادية أوسع من تنمية الصناعة النفطية، من خلال تدخل الحكومة وتنظيمها لهذا المجال، لم يكن للنرويج أي صناعة وطنية في مجال النفط أو الخدمات المرتبطة به حتى عام 1970،

[1] شركة مصدر، أحد فروع صندوق مبادلة، على الرابط: https://www.mubadala.com/ar/what-we-do/renewables تاريخ الاطلاع: 2016/04/25، على الساعة: 14:15.

وتم خلال الفترة 1979-1994، تشجيع شركات النفط الأجنبية على المشاركة في مشروعات صناعية غير نفطية، بالإضافة إلى مشروعات مشتركة مع مؤسسات الأبحاث النرويجية لتطوير التقنية المتعلقة بمجال النفط.

ومنذ مطلع تسعينيات القرن العشرين، انتهجت النرويج سياسة الاستخدام غير المباشر لعوائد النفط، وذلك بوضعها في صندوق النفط، واستغلال 4% من هذه العوائد في الميزانية السنوية، ويكمن الهدف من ذلك حماية الاقتصاد الوطني من الارتفاع الحاد لأسعار النفط وتقلباتها، مع خلق قاعدة لتنمية العوائد المالية على المدى الطويل بوصفها وسيلة لتنويع مصادر الدخل وتجنب المخاطر، وتعد هذه السياسة ناجحة، وفي 2012 بلغت موجودات الصندوق 595 مليار دولار أمريكي والذي عادل 117% من الناتج المحلي الإجمالي، لنفس السنة.

وتتمثل الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق لسنة 2014، في استثمار بنسبة 60 % في الأسهم، 35% في السندات و5% عقارات، تتبع نهج طويل الأجل وتحقيق الاستفادة القصوى وتحقيق عائدات مرتفعة والحفاظ على ثروة الاجيال.

الخلاصة:

اكتسبت صناديق الثروة السيادية أهمية متزايدة في النظام المالي العالمي، إذ تعتبر عامل مساعد في معالجة الاختلالات المالية على الصعيد العالمي، وذلك من خلال نقل الأموال من دول الفائض إلى دول العجز المالي، بالإضافة إلى كونها عامل هام في تحقيق الاستقرار المالي في الأسواق العالمية، وذلك من خلال استثماراتها فيها والاستراتيجيات التي اتبعتها من الألفينية إلى يومنا هذا، وكانت الاستراتيجية الاستثمارية لأغلبية الصناديق السيادية تعتمد على العوائد النفطية إلى غاية حلول الأزمة المالية العالمية، وتلخصت استراتيجية صناديق الثروة السيادية خلال هذه الفترة في الاستثمار في المؤسسات الغربية التي هي بحاجة إلى سيولة ثم كنتيجة لتأثر الأسواق المالية العالمية بالأزمة، أصبحت هذه الصناديق توجه نسبة من استثماراتها للداخل (داخل البلد)، بهدف التقليل من المخاطرة، وتغيرت الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية بعد الأزمة إلى استراتيجية التنويع في استثماراتها وأصولها، والتي اعتمدتها الكثير من الدول خاصة الصناديق المعتمدة على النفط.

الخاتمة العامـة

من خلال دراستنا لدور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي للأسواق العالمية ومن خلال محاولة الإجابة على الإشكالية التالية: "**ما مدى مساهمة الصناديق السيادية في دعم الاستقرار المالي للأسواق العالمية؟**"، ونظرا لأن صناديق الثروة السيادية من أبرز المستثمرين في الأسواق العالمية، تبعا لحجم أصولها المدارة والتي تعتبر ذات وزن ثقيل، بصفتها صناديق استثمارية ذات طبيعة خاصة وتمثل هيئات مالية تابعة للحكومات، ونموها المتسارع حجما وعددا وصعودها القوي في الساحة المالية الدولية جعلها محل اهتمام على المستوى الدولي خاصة من قبل الدول المستقبلة لاستثماراتها، واشتد هذا الاهتمام خاصة بعد تدخل الصناديق السيادية للتخفيف من الأزمة المالية 2008/2007، وهذه الأخيرة رغم الانتقادات الموجهة للصناديق السيادية أظهرت وزن الصناديق السيادية في المساهمة تحقيق الاستقرار المالي العالمي، وإن هذه الصناديق تفتقر في تسيير أصولها إلى الشفافية، الحوكمة والمساءلة مما زاد من حدة المخاوف اتجاهها في كونها ترمي إلى أهداف خفية غير الأهداف الاقتصادية مما حذا بالمجتمع الدولي إلى بحث وإعداد أطر تضبط نشاط هاته الصناديق بالتزام مجموعة من القواعد المتمثلة في مبادئ سانتياغو والتي أمضى عليها أكثر من 26 دولة لحماية اقتصاديات الدول.

❖ **نتائج اختبار صحة الفرضيات:**

فيما يتعلق بالفرضيات المقترحة في مقدمة الدراسة فقد تم التوصل إلى:

- ✓ **اختبار الفرضية الأولى:** توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الأولى، وأن الصناديق السيادية كيانات استثمارية لديها خصوصية من حيث مصادر تمويلها وأهدافها الاستثمارية، من حيث مصادر تمويلها فإنها تتمثل في إيرادات موارد طبيعية أو احتياطي النقد الأجنبي وفوائض التجارة الخارجية، أو فوائض الخوصصة لبعض الدول التي انتهجت هذا النهج، ومن حيث أهداف إنشائها فإن لكل صندوق هدف معلن عنه، ولكن الأهداف قد تتداخل أو تتشعب حسب الظروف الاقتصادية الوطنية.
- ✓ **اختبار الفرضية الثانية:** توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الثانية وأن أهمية الأسواق المالية تكمن في كونها تساهم في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق استغلال الفوائض المالية للدول، وفي ظل التطورات التقنية والرغبة الشديدة لبعض الدول النامية في تحقيق تنمية اقتصادية تعتبر بعض الأسواق الناشئة امتداد للأسواق العالمية، في ظل العولمة المالية.
- ✓ **اختبار الفرضية الثالثة:** توصلنا إلى إثبات صحة هذه الفرضية، بأن الصناديق السيادية متواجدة عالميا بإعداد وأحجام متغايرة بغض النظر عن مصادر تمويلها وأهدافها الاقتصادية، وأن اغلب الدول تسعى لإنشاء

الصناديق السيادية محاولة إدارة الفوائض المالية حتي ولو كانت متواضعة آمله في الحصول على عوائد تحقق من خلالها بعض الأهداف التنموية مثل بعض الدول الإفريقية.

– **اختبار الفرضية الرابعة:** توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الرابعة، تتبع الصناديق السيادية استراتيجية استثمارية حذرة تعتمد على التقليل من المخاطرة والعائد الثابت، كما تتبع استراتيجية التنويع القطاعي والجغرافي متغلغلة في أغلب الاقتصاديات، فنجد مثلا كلا من صندوق الاستثمار للصيني (CIC) والصندوق السيادي القطري (QIA) يسعيان للتواجد بقوة في أسواق معظم الدول النامية، كما أن الاستراتيجيات الاستثمارية تتغير طبقا للتغيرات البيئية الاقتصادية العالمية.

❖ نتائج البحث:

يمكن حصر أهم النتائج التي تسنى لنا الخروج بها من هذه الدراسة في النقاط التالية:

- تستطيع الدولة من خلال صندوقها السيادي من إدارة فوائضها المالية، وذلك باستثمارها في صفقات سوآءا بداخل الأسواق المحلية أو الأسواق العالمية، بما ترمي تحقيق أهداف اقتصادية كلية والحفاظ على الأصول وتنميتها إرساء لحق الأجيال المستقبلية في الثروات الطبيعية الوطنية.
- الصناديق السيادية مستثمر طويل الأجل في الأسواق العالمية يتميز بأنه قناص ماهر للفرص الاستثمارية عالميا.
- صندوق التقاعد الحكومي النرويجي يدير أكبر الاحتياطات، يتميز بشفافية تامة والتزامه بالقواعد والقوانين الدولية كما أنه يعتبر رائدا في استثمارات المعرفة والتكنولوجيا وخاصة تكنولوجيات صناعة النفط.
- بما أن أغلب الصناديق السيادية ذات تمويل من إيرادات الموارد الطبيعية كالنفط والغاز فإن أسعار هذه الأخيرة تؤثر بشكل كبير على استراتيجيات الاستثمارية نظرا للمشاكل التي تتعرض لها الاقتصاديات المعتمدة على هذه الموارد جراء انخفاض أسعارها عالميا.
- إن تدخل الصناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية 2008/2007 للتخفيف من حدة الأزمة كلفها خسائر مالية معتبرة، إلا أنها في حقيقة الأمر تصنف فرص استثمارية ذات مخاطر عالية كونها استحوذت على نسب استثمارية في مراكز مالية لم تكن لتحصل عليها في الظروف العادية.
- الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية تتنوع قطاعيا وجغرافيا، حسب التقلبات والتغيرات الحاصلة في الاقتصاد الدولي.

- الصناديق السيادية تساهم في تحقيق الاستقرار المالي للأسواق المالية من خلال استثماراتها طويلة الأجل التي تكون أجالها من 20 إلى 30 سنة وكذلك تستغل العوائد في توسعة استثماراتها.

❖ **توصيات واقتراحات الدراسة:**

- ضرورة العمل على زيادة شفافية إدارة الصناديق والعمل على إلزامية المبادئ التي وقعت عليها هاته الصناديق لأن في الواقع التوقيع على المبادئ لا يعكس الامتثال والعمل بها في الواقع.
- أن تعمل صناديق الثروة السيادية على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى الاقتصاديات المحلية واستغلال المهارات والتقنيات التكنولوجية المتطورة تطويرا لاقتصادياتها.
- أن تعمل صناديق الثروة السيادية على الرفع من نسبة الاستثمارات الحقيقية دوليا وتنويعها لكي تكون بمنأى عن المخاطر المالية وتضمن لها عوائد تحميها من الصدمات الخارجية.
- في ظل انهيار اسعار النفط عالميا وما ينجر عنه من مشاكل مالية للدول التي تعتمد على ايرادات النفط كالجزائر التي يعتمد اقتصادها على النفط بما يفوق نسبة 98%، مما يتوجب عليها تفعيل صندوق ضبط الإيرادات وجعله صندوقا استثماريًا أكثر من كونه ادخاريًا، مع تحقيق إدارة عالية المواصفات بمقاييس عالمية تعمل على إيجاد استراتيجيات تمكن من المحافظة على أصول الصندوق السيادي الجزائري وتنميتها من جهة وتحقيق اقتصاد حقيقي يمكن البلاد من مواجهة الصدمات الخارجية.

❖ **آفاق الدراسة:**

رغم الجهد المبذول والسعي للإلمام بكل جوانب الدراسة، إلا أنها لا تخلو من النقائص أو إغفال بعض النقاط التي لم يتم دراستها أو لم نوفيها حقها من الدراسة والتي يمكن أن تتمثل في محور إشكاليات لأبحاث مستقبلية منها:

- صناديق الثروة السيادية كآلية للتنويع الاقتصادي في الدول النفطية.
- ما مدى فعالية صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي الداخلي للدول؟
- ما هو واقع استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المالية الناشئة؟
- ما هو دور استثمارات الصناديق السيادية في القطاعات البديلة في الدول النامية؟
- ما مدى تغلغل الصناديق السيادية في الاقتصاديات العالمية؟ (دراسة مقارنة بين صندوق الاستثمار الصيني وصندوق هيئة الاستثمار القطرية).

قائمـة المـراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. مين عبد العزيز حسن، **الأسواق المالية**، بدون طبعة، دار قباء الحديث، القاهرة، مصر،2007.
2. حسين علي بني هاني، **الأسواق المالية، طبيعتها – تنظيمها – أدواتها – مشتقاتها**، دار مكتبة الكندي، الأولى، 2014.
3. دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012 .
4. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الطبعة الثانية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2010 .
5. شريف شعبان مبروك، **صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية والافاق الخليجية**، الطبعة الأولى، مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
6. عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
7. مُحَمَّد عبد الخالق، **الإدارة المالية والصرفية**، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن، 2010.
8. مُحَمَّد فرح عبد الحليم، **الأسواق المالية والبورصات**، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، اليمن، 2013.
9. وليد الصافي ،أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، الطبعة الأولى، دار البداية، الأردن، 2010.

الرسائل والأطروحات:

10. اياد حماد، **إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط**، (رسالة ماجستير في إدارة الاعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2009/2008.
11. بن عمر بن حسين، **فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية**، (أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بالقايد، تلمسان، 2013/2012.
12. سليمان زواري فرحات، **دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة**، (مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2012/2011.
13. منال نبيل عيون، **دور الصناديق السيادية في تعزيز الاستثمار– دراسة استكشافية في سوق الأوراق المالية**، (رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2012 /2013).
14. عبد الكريم سليماني، **دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع اشارة حالة ابوظبي**، (مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد الدولي، جامعة مُحَمَّد خيضر، بسكرة، سنة 2014/2013).
15. صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، (أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2012).

النشرات والدوريات

16. أحمد حسن الشيمي، مقال بعنوان: **الصناديق السيادية في الخليج**، مجلة الالوكة، بدون عدد، متاح على الرابط: http://www.alukah.net/culture/0/3143 تاريخ الإضافة 12/08/ 2008.
17. إضاءات مالية ومصرفية، **صناديق الثروة السيادية**، السلسة السادسة، العدد 05، معهد الدراسات المصرفية والمالية، دولة الكويت، ديسمبر 2013.
18. عبد المجيد قدي، مقال بعنوان: **الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2006.

19. عدنان كريمة، مقال بعنوان: **أموال النفط تواجه خطر صناديق الثروة السيادية**، على الرابط: www.raiamyoum.com/?p:200628

20. كمال العقريب، **تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي**، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 10، المجلد 01، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2014.

21. نبيل بوفليح، مقال بعنوان: **صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان: 48-49، لبنان، 2010.

22. هشام حنظل عبد الباقي، مقال بعنوان: **رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية**، مجلة التعاون، العدد التاسع والستّون، الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، مارس 2010.

23. هزاع دواد سليمان، مقال بعنوان: **الصناديق السيادية ودورها في الاقتصاد العالمي**، مجلة آداب الكوفة، المجلد1، رقم 11، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2012.

24. صندوق النقد الدولي، نشرية بعنوان: **صندوق النقد الدولي يكثف عمله المعني بصناديق الثروة**، بروكسل، بلجيكا، السيادية 04 مارس 2008.

25. سيفن بيرنت، مقال بعنوان: **حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة**، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 12، بيروت، لبنان، 2008.

26. بيان صحفي رقم 08/06، لمجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية،11اكتوبر 2008، على الموقع: www:iwg-swf.org/pr/pdf/ara/pr0806a.pdf

التقارير

27. تقرير بعنوان: **صناديق الثروة السيادية**، مركز الدراسات والأبحاث، فلسطين، يونيو– حزيران، 2014 متاح على الموقع www.PbF.org.ps

28. حمد السويدي، هايما كروانا, **تقرير صندوق النقد الدولي**، أكتوبر 2008، على الرابط: www.ecgi.org/codes/document/iwg.Santiago-principales-2008-ar.pdf

29. سفين برنت، **صناديق الثروة السيادية: تحدى الحكومة**، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي،2008، على الموقع: http//Carnegie,endowment.Org

30. أودا برداس وآخرون، تقرير بعنوان: **اقتصاديات الثروة السيادية قضايا لصناع السياسات**، صندوق النقد الدولي، الطبعة العربية، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2010

المؤتمرات والملتقيات والندوات

31. مرابط ساعد، بلميهوب أسماء، مداخلة بعنوان: **العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة**، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، المنعقد في يومي 21، 22 نوفمبر 2006، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة.

32. عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيمه، مداخلة بعنوان: **واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري**، المؤتمر العلمي السادس حول: منظمات الأعمال المعاصرة لأزمة المالية العالمية والافاق المستقبلية، كلية العلوم المالية والإدارية، جامعة فيلادلفيا، 13-2009/05/14.

33. أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، مقال بعنوان: **دراسة تحليلية لدى حوكمة صناديق الثروة السيادية في ظل الامتثال لمبادئ سنتياغو**، مقدمة في الملتقى الدولي حول: السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، المنعقد يومي 08/07/ أفريل/ 2015، جامعة فرحات عباس، سطيف 01، الجزائر 03.

34. كلمة رئيس مجموعة البنك الدولي، جيم يونغ كيم، جامعة جورج واشنطن،2013/10/01، على الموقع: www.Albankadauali.org

المراجع باللغة الأجنبية

Books

35. Jean-Michel et Rocchi Ruimy, **Les fonds Souverains**, Economique, Paris, 2011.

36. carollin Bertin delacour,.**les fonds Souverains ces nouveaux acteurs de l economie mondiale**, groupe Eyrolles, les echos edution, paris, 2009.

Articles

37. Edwin M.TRUMAN**, Souvereign wealth funds: new challenges from a changing landscaps**, Peterson institute for international economic, Septembre10,2008.

38. Steven coissard,yann Echinard et autres, **L'emergence des fonds Souveerains realites et en jeux**, on the link: www.afri-ct.org/IMG/pdf/56.

39. Steven Coissard,et autre, **Lemergence des fonds souverains Realites et enjeux**, http://www.afri-ct.org/IMG/pdf/56 . _Article_Coissard_Echinard_et_Laurent.pdf

40. NICHOLAS BORST**, THE RISE OF ASIAN SOVEREIGN WEALTH FUNDS**, FRBSF COUNTRY ANALYSIS UNIT MARCH 2015, ASIA FOCUS. http://www.frbsf.org/banking/files/FRBSF-Asia-Focus-Rise-of-Asian-Sovereign-Wealth-Funds-March-2015.pdf

41. William Miracky E Bernardo Bortolotti, , **Weathering the Storm SOVEREIGN WEALTH FUNDS IN THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS OF 2008 SWF**, Monitor-FEEM SWF, MILAN, ITALY, Annual Report 2008 April 2009.

Memoire

42. Pierre CHRISTIAN ATANGANA**, L'emrgence du fonds souverains et leurs impact sur les investissement transfrontieres**, Memoire de la maitrise en droit, universitè du QUEBEC à Montèreale.fevrier 2013.

Reports

43. Patrick BOLTON et autre, **les fonds Souverains de menace a opportunitè,** Tera Nova, la fondation progressiste, 30 juin2001.

44. Surendranath R joy and all, **The role of souvereign wealth funds in globale financiale Intermediation**, feature article, school of management, university of Michigan-flint, 2010.

45. Alain DEMAROLLE, **rapport sur les fonds souveerains**, rapporteur Henri DEMAROLLE.

46. OECD investment committèe, **sovereign wealth funds and recipient country policies**, report.04/april/2008.

47. Tamara GOMEZ**, les effets des fonds souverains sur le système financier internationale**, rapport, Revue du système financier, BANQUE DU CANADA, decembre 2008.

48. Bernardo Bortolotti Annual Report 2014, **Sovereign Wealth Fund Investment**, Lab Università Bocconi, SIL Bocconi, Toruno, ITALY.

49. Bertrand BLANCHETON, **Les fonds souverains: un nouveau mode de régulation du capitalisme financier?,** Cahiers du GREThA n° 2009-04, Université Montesquieu Bordeaux , FRANCE.

50. Banque de France, **Bilan et perspectives des fonds souverains**, focus, 28 Nov2008. https://www.mubadala.com/ar/what-we-do/renewables

51. Javier Santiso, **Sovereign wealth funds**, ESADE geo- centre for global economiy and geopolitics.

52. NICHOLAS BORST, **THE RISE OF ASIAN SOVEREIGN WEALTH FUNDS**, FRBSF COUNTRY ANALYSIS UNIT MARCH 2015, ASIA FOCUS. http://www.frbsf.org/banking/files/FRBSF-Asia-Focus-Rise-of-Asian-Sovereign-Wealth-Funds-March-2015.pdf

web sites
53. http://www.opec.org/opec
54. http://www.opec.org/
55. http://www.frbsf.org/
56. www.SWFInstituts.org/Rankings/
57. http://www.swfinstitute.org/
58. www.mosdor.ac/ar/home/deai/uni/ed
59. https://www.mubadala.com/ar/what-we-do/renewables
60. https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf
61. http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html