

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة أمحمد بوقرة *بومرداس*



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في:

شعبة: العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك

دور صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي
- دراسة أزمة الرهن العقاري -

إعداد الطالبة: حاج موسى نسيمة إشراف الدكتور: علي زيان محند واعمر

لجنة المناقشة:

أ.د قدي عبد المجيد	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر 3	رئيسا
د. علي زيان محند واعمر	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة البويرة	مشرفا
أ.د مجبنة مسعود	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر 3	ممتحنا
أ.د بوزيدة حميد	أستاذ التعليم العالي	جامعة بومرداس	ممتحنا
أ.د بوكساني رشيد	أستاذ التعليم العالي	جامعة البويرة	ممتحنا
د.بوفجي عبد الوهاب	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة بومرداس	ممتحنا

اهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى:

أعز ما املك في الوجود، إلى من منحاني الحياة وغرمانني بدعائهما أبي وأمي . حفظهما الله عز وجل .

إلى زوجي حفظه الله ورعاه وبارك فيه

إلى أعز الناس إلى قلبي أخي وأخواتي

إلى والدي زوجي حفظهما الله

إلى كل العائلة والأصدقاء

إلى جميع من ساعدني لإتمام هذا العمل

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

كلمة شكر وعرفان

. بداية أشكر الله تعالى على إتمام هذا العمل .

- كما أتقدم بجزيل الشكر وعظيم التقدير إلى الأستاذ "علي زيان محند

والمعمر " لتفضله بالإشراف على هذه الأطروحة على كل التوجيهات

والانتقادات التي قدمها لي حتى يخرج هذا العمل على صورته النهائية.

- وأدين بالشكر الجزيل إلى جميع الأساتذة الذين ساهموا بإرشاداتهم

في إنجاز هذا العمل

- وفي الأخير أشكر الأساتذة الأفاضل لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة

وتقييم هذا البحث.

. بارك الله فيكم جميعا .

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	تطور عدد وحجم أصول صناديق التحوط خلال الفترة (1990-2008)	13
2-1	تطور حجم رأسمال صناديق الأسهم الخاصة خلال الفترة "1980-2007"	15
3-1	عملية الاستحواذ بالاستدانة LBO	21
4-1	إمكانيات تأثير المستثمرين التأسيسين على المؤسسة المستهدفة	25
5-1	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد	33
6-1	الهيكل التنظيمي لصناديق الثروة السيادية	45
7-2	تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر لصناديق الثروة السيادية لصناديق الثروة السيادية (1987-2007)	57
8-2	الفترة المتوسطة للاحتفاظ بالأسهم في بورصة "NYSE"	59
9-2	الفترة المتوسطة للاحتفاظ بالأسهم في أهم البورصات العالمية	59
10-2	نسبة الصناديق التي تصرح باستثمارها في الأصول المذكورة	61
11-2	التوجهات الجغرافية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (1995-2009)	62
12-2	الدول الأوروبية الأكثر استقطابا لاستثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (1995-2009)	62
13-2	التوزيع القطاعي لحجم استثمارات الصناديق السيادية بالقيمة* خلال الفترة (1995-2008)	63
14-2	تركيبة أصول الصندوق "GPFG" خلال الفترة المتراوحة ما بين 2001-2012.	65
15-2	تركيبة المحفظة الإستثمارية للصندوق السيادي النرويجي لسنة 2013	66
16-2	العائد السنوي للصندوق السيادي GPFG خلال الفترة 1998-2013	67
17-2	تركيبة استثمارات مؤسسة استثمار حكومة سنغفورة خلال سنة 2014	70
18-2	تركيبة المحفظة الإستثمارية للصندوق "CIC"	75
19-2	تطور وضعية صندوق ضبط الموارد الجزائري خلال الفترة 2000-2009.	84
20-3	الانتقال من التطاير المالي الى الأزمات المالية	97
21-3	الإختيار السيئ	103

104	الحلقة المفرغة للمخطر المعنوي	22-3
105	حجم مشتقات القروض	23-3
128	أهم قنوات تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي	24-3
135	منحنى التهرب من المخاطرة	25-4
140	أسباب أزمة الرهن العقاري	26-4
141	تطور حجم السيولة	27-4
142	تطور احتياطي الصرف	28-4
143	تطور معدلات التضخم في العالم	29-4
143	تطور التضخم في دول OCDE	30-4
144	تطور قيمة قروض عالية المخاطر	31-4
145	معدل التعثر الفعلي	32-4
145	معدل التعثر التعديلي	33-4
149	تطور حجم ABS و MBS في الوم أ	34-4
150	تطور سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS)	35-4
152	آلية تنفيذ عمليات التوريد	36-4
153	تقسيمات المنتجات الائتمانية حسب التصنيف الدولي	37-4
157	عدد صفقات الاندماج والاستحواذ في دول مجلس التعاون الخليجي مقارنة بباقي العالم	38-4
158	الرسملة البورصية للبنوك خلال الفترة 1990-2009.	39-4
159	معدل تعثر سندات المؤسسات في العالم وفي الولايات المتحدة الامريكية (1980-2008)	40-4
160	تصفية العمال في بعض المؤسسات المالية خلال فترة الازمة	41-4
160	تطور نسبة البطالة 2004-2008	42-4
161	تطور معدلات التضخم (2002-2010)	43-4
161	تراجع الإنتاج الصناعي	44-4

161	تراجع الصادرات السلعية	45-4
164	تطور سعر البرميل من البترول الخام (البرنت)	46-4
168	تطور معدل الفائدة خلال الفترة (2001-2008)	47-4
177	استثمارات صناديق الثروة السيادية بالقيمة وعدد الصفقات خلال الفترة (2000-2010)	48-5
179	(: تطور حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية في دول ocde والدول الناشئة خلال الفترة (2000-2009)	49-5
180	تطور عدد صفقات صناديق الثروة السيادية داخل وخارج البلد خلال الفترة (2000-2009)	50-5
181	التوجهات الجغرافية للصناديق الثروة السيادية حسب عدد الصفقات خلال سنة 2008	51-5
181	التوجهات الجغرافية للصناديق الثروة السيادية بالقيمة خلال سنة 2008	52-5
182	التوجهات الجغرافية للصناديق الثروة السيادية بالقيمة خلال سنة 2009	53-5
183	التوجهات الجغرافية للصناديق الثروة السيادية حسب عدد الصفقات خلال سنة 2009	54-5
184	التوجهات القطاعية للصناديق الثروة السيادية بالحجم خلال الفترة 2007-2009	55-5
185	قيمة صفقات الصناديق السيادية حسب القطاعات لسنة 2008	56-5
192	نسبة عدد صفقات صناديق الثروة السيادية داخل وخارج البلد (2000-2008)	57-5
193	حجم استثمارات الصناديق السيادية داخل وخارج البلد (2000-2010)	58-5
194	تأثير أزمة الرهن العقاري على صناديق الثروة السيادية	59-5
205	الإستثمارات المباشرة للصناديق السيادية بالحجم وعدد الصفقات (2000-2013)	60-5
206	عدد صفقات الصناديق السيادية حسب القطاعات خلال الفترة (2006-2013)	61-5
207	حجم صفقات الصناديق السيادية حسب القطاعات خلال الفترة (2006-2013)	62-5
208	الاستثمارات الأجنبية للصناديق السيادية حسب القطاعات داخل وخارج البلد خلال سنة 2013	63-5
208	حجم استثمارات الصناديق السيادية في دول ocde وخارج دول ocde (2006-2013)	64-5

209	تطور سعر البترول من 2014-01-02 إلى 2015-04-02	65-5
212	التقديرات الآتية والمستقبلية لحجم أصول صناديق الثروة السيادية	66-5
216	الهيكل التنظيمي للصندوق السيادي الدولي الجزائري المقترح	67-5
217	أهم تأثيرات الصندوق السيادي الدولي الجزائري على الإقتصاد	68-5

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	الاختلاف بين المستثمرين على المدى البعيد والمستثمرين على المدى القصير	4
2-1	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب البلدان	32
3-1	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد	33
4-1	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية	33
5-1	الإحتياطي الصرف وحجم أصول صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2006-2008	35
6-1	الحالة الأولى للتحويل المباشر لاحتياطي الصرف الى صندوق ثروة سيادي	36
7-1	الحالة الثانية للتحويل المباشر لاحتياطي الصرف الى صندوق ثروة سيادي	37
8-1	الحالة الأولى للتحويل غير المباشر لاحتياطي الصرف الى صندوق ثروة سيادي	37
9-1	الحالة الثانية لتحويل غير المباشر لاحتياطي الصرف الى صندوق ثروة سيادي	38
10-1	الحالة الثالثة لتحويل غير المباشر لاحتياطي الصرف الى صندوق ثروة سيادي	39
11-1	الحالة الرابعة لتحويل غير مباشر للحتياطي الصرف الى صندوق ثروة سيادي	39
12-2	مكونات معيار الهيكلية	52
13-2	معيار الحوكمة	52
14-2	معيار المساءلة والشفافية	53
15-2	معيار سلوك الصناديق	54
16-2	مكونات مؤشر "لينبرغ و مادل"	55
17-2	تركيبة احتياطي الصرف البنوك المركزية	60
18-2	التوزيع الجغرافي لاستثمارات صندوق GIC	69
19-2	تركيبة استثمارات هيئة الاستثمار لأبوظبي	72

78	مؤشرات تبين مدى ارتباط الإقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات خلال الفترة (1996-2000)	20-2
82	تطور بعض المؤشرات الاقتصادية المرتبطة بأسعار النفط خلال الفترة (1996-2000)	21-2
156	أهم عمليات الاندماج و الاستحواذ في القطاع المصرفي العمليات المنصوص عليها ما بين 14 ديسمبر 2007 و 14 جانفي 200	22-4
162	تطور معدل الانتاج الداخلي الخام في منطقة "OCDE"	23-4
163	معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (2007-2009)	24-4
164	تطور أسعار العقارات في دول مجلس التعاون الخليجي	25-4
169	بعض الإجراءات المعلن عنها من طرف الدول الصناعية لدعم الإقتصاد الحقيقي خلال سنة 2008	26-4
187	النتائج المسجلة من قبل أكبر البنوك الأمريكية خلال الفصل الثالث من سنة 2007-2008	27-5
187	تطور عدد الإفلاسات البنكية في الولايات المتحدة الأمريكية (2001-2008)	28-5
189	الصناديق السيادية التي لم تتأثر بالأزمة	29-5
190	نسبة تراجع أصول صناديق الثروة السيادية (2008-2009)	30-5
191	نسبة زيادة حجم أصول الصناديق السيادية خلال الفترة (2008-2009)	31-5
214	التوجهات الإستثمارية المستقبلية للصناديق السيادية	32-5

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم
259	تطور حجم أصول المستثمرين التأسيسيين خلال الفترة 1995-2007.	1
260	تطور حجم أصول المستثمرين التأسيسيين خلال الفترة 1995-2007.	2
261	20 أكبر صندوق تقاعد في العالم	3
264	توزيع أصول صناديق التقاعد في بعض الدول "OCDE"	4
265	صناديق الثروة السيادية، نشأتها، ترتيبها، قيمة ومصادر أصولها	5
270	تصنيف أهم صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر ترومان	6
272	تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر "لينبرغ ومادول" اكتوبر 2009	7
274	تصنيف شفافية الصناديق السيادية حسب دراسة ترومان و لينبرغ و مادول	8
276	التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصناديق السيادية الآسيوية لسنة 2009	9
277	التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصناديق السيادية للشرق الاوسط لسنة 2009	10
278	تطور وضعية صندوق ضبط الموارد خلال الفترة 2000-2009.	11
279	تطور عمليات الخزينة العمومية خلال الفترة 2000-2009.	12
280	تطور الدين العمومي الداخلي والخارجي خلال الفترة 2000-2009.	13
281	ميزان الحساب الجاري للدول الآسيوية (مليون دولار)	14
282	سعر الصرف بعض الدول الآسيوية	15
283	الترتيب التسلسلي الجديد للبنوك العالمية من حيث حجم رأسمالها	16
285	تقديرات حجم أصول صناديق الثروة السيادية خلال السنتين 2008-2009	17

مقدمة عامة :

ظهر في الإقتصادي العالمي بداية سنوات السبعينيات، دور المستثمرين المؤسساتيين كأهم المتعاملين في بورصات الأوراق المالية العالمية، وذلك بتوظيف محافظ ضخمة للأوراق المالية ، هذا ما جعلهم من بين المساهمين المسيطرين على تلك المؤسسات فهمهم الرئيسي هو الحرص على أمن وسلامة رؤوس أموالهم، وعليه أصبح تأثيرهم واضحا على مستوى النظام المالي الدولي. ويرجع السبب في النمو الكبير في حجم أصول وعدد المستثمرين المؤسساتيين إلى التحرير المالي، وبحث المستثمرين عن طرق ووسائل جديدة للإستثمار، ناهيك عن ظهور أعوان اقتصاديين جدد في الساحة المالية العالمية مثل صناديق الثروة السيادية.

تصاعد الحديث حول ظاهرة صناديق الثروة السيادية على الصعيد الدولي، ما بين مؤيد ومعارض لها، وأثير جدل واسع النطاق وسط أجواء من القلق والحذر من نشاط هذه الصناديق، حول طبيعة الدور الذي تقوم به، وحقيقة الأهداف التي تسعى إليها هذه الصناديق. إضافة إلى ذلك عرف الإقتصاد العالمي بداية القرن الجديد العديد من المشاكل الإقتصادية لعل أهمها يكمن في نشوب أعنف الأزمات المالية بعد أزمة الكساد العظيم (1929)، والمتمثلة في أزمة الرهن العقاري أو المعروفة باسم أزمة قروض عالية المخاطرة (Subprime). فمن بين أهم نتائج الأزمة انخفاض حجم السيولة التي تمثل القلب النابض وشريان الإقتصاديات المتقدمة، لذا تسارعت العديد من الدول إلى إيجاد حلول لمواجهة مثل تأمين البنوك وتخفيض معدلات الفائدة، غير أنه مع شدة وفداحة الأزمة وانتقالها إلى الإقتصاد الحقيقي من خلال انخفاض الإستهلاك، قد يصبح تدخل صناديق الثروة السيادية ضروريا من خلال توفير السيولة، بمعنى الإستثمار في أسهم المؤسسات المالية الغربية.

وعليه أصبحت هذه الصناديق من بين أهم أعوان المالية الدولية والتي تشغل بال الكثير من رجال المال والأعمال وحتى السياسيين، خاصة وأنها سجلت نموا مذهلا سواء من حيث عددها أو حتى من حيث حجم أصولها الذي تضاعف في بداية القرن الجديد. ويرجع السبب في ذلك إلى عاملين رئيسيين هما ارتفاع أسعار المواد الأولية وتزايد الفائض في احتياط العملات الأجنبية المسجل خاصة من قبل الدول الناشئة . ومن ثم أصبحت صناديق الثروة السيادية تكتسب أهمية متزايدة في هيكل النظام المالي الدولي وبنيته، الأمر الذي أدى إلى تخوف الدول الغربية بشأن تأثير التواجد المتنامي لصناديق الثروة السيادية في نمط التدفقات الرأسمالية العالمية، وأسعار الأصول، والإستقرار المالي بوجه عام.

فصناديق الثروة السيادية ليست بظاهرة عابرة والدليل على ذلك أن أغلبية الإحصائيات المعلن عنها تكشف عن مواصلة ارتفاع حجمها، والذي قد يتجاوز 10% من مجموع الأصول الموجودة في العالم بعد حوالي 10 سنوات، مما قد يجعلها مستقبلا أكثر تأثيرا على الاستقرار المالي بالإيجاب أو بالسلب.

- يرجع سبب الجدل القائم بين الإقتصاديين حول أسباب وجذور نشوب أزمة الرهن العقاري إلى كثرة المتغيرات والعوامل المتسببة في نشوبها، إضافة إلى طبيعة وهشاشة النظام المالي الأمريكي، وبالتالي آثارها لم تخرج عن نطاق هذا الإقتصاد.
- ساهمت صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي خلال أزمة الرهن العقاري من خلال ضخها للكتلة النقدية في أكبر المؤسسات المالية الأمريكية والأوربية، هذا ما أدى إلى تخوف الدول الغربية من سلوك هذه الصناديق. كما أن مستقبل الصناديق مرتبط بمدى استقرار النظام المالي والإقتصادي العالمي.

أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من خلال المتغيرات التي يشهدها الإقتصاد العالمي، ومن الإهتمام المتزايد للمجتمع الدولي بموضوع صناديق الثروة السيادية، وخاصة مع زيادة حدة الأزمات المالية مع ما يترتب عنها من آثار سلبية على الإقتصاد، خلقت قدرا كبيرا من النقاش حول ظاهرة نمو عدد وحجم أصول صناديق الثروة السيادية، ومن ثم مدى تأثيرها على الساحة المالية العالمية.

وإذا كانت ظاهرة صناديق الثروة السيادية أخذت حظها من الدراسات وخاصة مع أزمة الرهن العقاري، غير أنه يبقى موضوع تأثيرها على الإستقرار المالي موضوعا يحتاج إلى الكثير من البحث والتدقيق نظرا لزيادة نمو عدد وحجم هذه الصناديق .

حدود الدراسة

- نركز في دراستنا على تقديم إحصائيات عامة حول صناديق الثروة السيادية وفي بعض الأحيان الخاصة بكل صندوق إذا توفرت، وهذا كنتيجة لإنخفاض شفافية أغلبية أكبر الصناديق السيادية في العالم؛
- إن كثرة عدد صناديق الثروة السيادية والتي يقارب عددها 79 صندوقا، يجعلنا عاجزين عن استعراض استراتيجية كل واحدة منها، لذا سوف نكتفي في دراستنا بالتطرق إلى أهم هذه الصناديق حسب حجم أصولها؛
- نظرا لتضارب المعلومات، واختلاف آراء الإقتصاديّين حول الإستقرار المالي وصناديق الثروة السيادية وخاصة فيما يخص إحصائيات هذه الأخيرة حاولنا من خلال دراستنا هذه الإعتماد على مراجع تختص في دراسة صناديق الثروة السيادية مثل تلك المتمثلة في معهد صناديق الثروة السيادي؛
- سيقصر بحثنا على دراسة تجارب مجموعة من البلدان التي تستحوذ على أكبر صناديق سيادية في العالم، كما سنقوم بدراسة وتقييم تجربة الجزائر بصفة خاصة؛

- فيما يخص الفترة الزمنية محل دراسة صناديق الثروة السيادية فكانت منذ بداية إنشاء أول صندوق سنة 1956 إلى غاية أوت 2015، أما فيما يخص المعطيات الخاصة باستراتيجية كل صندوق فهي مرتبطة بظروف ومعطيات كل بلد وذلك نظرا لانخفاض شفافية الصناديق؛ أما فيما يخص جانب دراسة حالة فكانت منذ بداية نشوب أزمة الرهن العقاري صيف 2007 إلى بداية سنة 2015.

أهداف الدراسة

- إن الغرض من تناولنا هذا الموضوع في حقيقة الأمر ينصب حول محاولة تحقيق الأهداف التالية:
- التعرف على أهم صناديق الثروة السيادية وخصوصا العربية منها مع تبيان الإستراتيجية الخاصة لكل واحدة منها قصد إعطاء صورة أكثر وضوحا لدورها على الساحة الإقتصادية العالمية.
 - محاولة التوصل إلى الأسباب الحقيقية التي تجعل الدول الغربية متخوفة من هذه الصناديق، مع إظهار أهم الإجراءات التي اتخذتها على المستوى المحلي و الدولي.
 - التعرف على تأثيرات هذه الصناديق في النظام المالي العالمي مثل مدى إمكانية الانتقال من النظام الرأسمالي القائم على اقتصاد السوق إلى اقتصاد اشتراكي القائم على تدخل الدولة، إضافة إلى إمكانية ولادة نظام جديد يحكمه الدول العربية الدول الناشئة.
 - التعرف على أزمة الرهن العقاري وما مدى خطورتها.
 - الكشف عن دور صناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري، ومدى مساهمتها في انقاذ المؤسسات المالية الغربية.
 - إبراز مدى قدرة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الإستقرار المالي المحلي والدولي، وخصوصا خلال الفترة المستقبلية، ومن ثم مدى ضرورة وأهمية إنشاء صندوق ثروة سيادي دولي جزائري، وبالتبعية سوف نحاول إقتراح أنجع إستراتيجية لهذه الأخيرة.

مبررات الدراسة

- يمكن تلخيص الأسباب و الدوافع التي دفعتنا إلى اختيار هذا الموضوع فيما يلي:
- كون هذا الموضوع يندرج ضمن تخصصنا.
 - الرغبة في إثراء المكتبة الجامعية بأحد مواضيع الساعة وخاصة أنها نادرة باللغة العربية.
 - الرغبة في البحث عن المواضيع المالية الدولية.
 - خطورة أزمة الرهن العقاري تجعلنا نحاول البحث عن الأسباب الحقيقية التي كانت وراء نشوبها من خلال التعرف على آراء بعض الإقتصاديين.

- تزايد عدد صناديق الثروة السيادية ونمو حجم أصولها في السنوات الأخيرة وتخوف الدول الغربية منها يجعلنا نحاول التعرف عنها.
- كثرة الإضطرابات في ظل العولمة المالية ابتداءً " من سنوات السبعينيات تجعلنا نحاول البحث عن حلول وطرق جديدة التي قد تساهم في دعم الإستقرار المالي.
- إن ارتفاع احتياطات الصرف لدى الجزائر وفي ظل الإضطرابات الخارجية مثل التغيرات في أسعار البترول و قيمة الدولار الأمريكي يجعلنا نبحث عن الحلول الناجعة التي قد تساعد الجزائر على التحوط منها.
- وعلى المستوى الشخصي فإن المبرر الأساسي لإختيار موضوع صناديق الثروة السيادية وربطه بالإستقرار المالي هو حادثته النسبية وأهميته البالغة في الفترة الحالية وخاصة بعد نشوب أزمة الرهن العقاري .

منهجية الدراسة

بناءً على التساؤلات والفرضيات التي صغناها سابقاً فإننا سنعتمد في دراستنا هذه على منهجين، الأول المنهج الموجبي الذي يساعدنا على التعرف على تأثير صناديق الثروة السيادية على الإستقرار المالي عن طريق الإطلاع على الكتب والمراجع المختلفة التي تتناول موضوع صناديق الثروة السيادية ومحاولة إستخراج وترتيب الأفكار وفق الخطة المعتمدة، والثاني منهج دراسة حالة من خلال استعراض حالة أزمة الرهن العقاري والدور الذي أدته صناديق الثروة السيادية خلالها.

الدراسات السابقة

فيما يلي سرد لبعض أهم الدراسات السابقة التي تناولت ظاهرة صناديق الثروة السيادية والاستقرار المالي:

1- مقال تحت عنوان: **دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية العالمية**، من إعداد **نبيل بوفليح**، حيث تدور إشكالية البحث حول 'الدور الذي قامت به الصناديق السيادية في الحد من تداعيات الأزمة المالية وإمكانية اعتبارها أداة ضبط واستقرار تساهم في الحد من تقلبات الأسواق المالية الدولية' . وقد توصلت الدراسة إلى أن دول منطقة الشرق الأوسط ساهمت بصورة فعالة في التصدي للأزمة منذ بدايتها صيف 2007، وذلك من خلال تدخل الصناديق في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية، وعليه نلاحظ تركيز الدراسة على صناديق دول الشرق الأوسط مع إهمال بقية الصناديق العملاقة مثل تلك التابعة للصين أو النرويج، كما ركزت الدراسة على سرد الإحصائيات التي تخص نسبة استثمارات بعض الصناديق في المؤسسات المتعثرة مع إهمالها للاستراتيجية الاستثمارية لها خلال الأزمة وبعدها.

4- كتاب: Henri-Louis Védís تحت عنوان " les fonds souverains une puissance insensible " aux crises financière" صناديق الثروة السيادية ، قوة لا تتأثر بالأزمات المالية" الصادر سنة 2010، بداية ركز الباحث على التمييز ما بين صناديق الثروة السيادية وبقية المستثمرين المؤسسيين مثل صناديق التقاعد وصناديق التحوط، ثم قام بسرد تعريف موجز لبعض أهم الصناديق الثروة السيادية، كما تناول الباحث دور صناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري وأخيرا النمو السريع لحجم أصول الصناديق والتنبؤ لمستقبل حجم أصولها خلال السنوات القادمة (2020). وعليه نلاحظ أن الباحث لم يتناول الجانب المهم من دراستنا والمتمثل في تأثير الصناديق السيادية على الإستقرار المالي في فترة الإستقرار وخلال أزمة الرهن العقاري.

وعليه جاءت أغلبية الدراسات تتناول الإطار النظري بعمق لصناديق الثروة السيادية، محاولة سرد تعريف لأهم الصناديق في العالم، إضافة إلى تركيزها على دراسة دور صناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري مهمة الجانب النظري لدراستنا والمتمثل في تأثير صناديق السيادية على الإستقرار المالي.

الأزمة، نحاول من خلال هذا الفصل التعرف على الإستراتيجية المتبعة من قبل الصناديق خلال الأزمة مثل إستعراض توجهاتها القطاعية والجغرافية، وموقف الدول المتلقية لإستثمارات الصناديق السيادية والجهود الدولية لوضع إطار منظم لها، وأخيرا الآفاق المستقبلية للصناديق.

المجلس الاقتصادي الأعلى
الجامعة العربية

صادفت الباحثة في إطار إنجاز هذا البحث العديد من الصعوبات لعل أهمها يكمن في صعوبة الحصول على كل الإحصائيات اللازمة لإعداد هذا البحث، نظرا لانخفاض شفافية صناديق الثروة السيادية، إلى جانب التضارب الكبير في الإحصائيات نتيجة الاختلاف في مصادرها، الشيء الذي تطلب الكثير من الوقت والجهد من أجل اختيار أدق المعطيات وأقربها من الصحة وأكثرها مصداقية.

تمهيد

شهد العالم خلال القرن الماضي ظواهر اقتصادية عدة، يتجلى أهمها في ظهور أعوان اقتصاديين جدد على الساحة الاقتصادية العالمية مثل صناديق التحوط وصناديق الأسهم الخاصة، هذه الأعوان التي لا يعرف بدقة حجم موجوداتها، استراتيجيتها الاستثمارية لتشابهها ونقص المعلومات حولها، الأمر الذي جعل جدالا كبيرا بين الاقتصاديين بخصوص تأثيراتها في الأسواق المالية الدولية.

كما تعتبر صناديق الثروة السيادية أحد أهم الأعوان الاقتصاديين الجدد على الساحة المالية العالمية والتي أثارت جدلا واهتمام العديد من رجال المال والأعمال وحتى السياسيين. سجلت هذه الصناديق تزايدا مضطردا في أعدادها وتطورا مهما في أصولها خصوصا بداية الألفية الجديدة مما أدى إلى جذب انتباه الرأي العام العالمي نحوها.

ولهذا قد يكون ضروريا في بداية هذا الفصل تسليط الضوء على هذه الصناديق بداية بالتعرف على المستثمرين المؤسسيين من خلال عرض مفهومهم، تطور حجمهم، سلوكهم الاستثماري كما سنحاول التعرف على بعض أهم أنواع المستثمرين المؤسسيين مثل صناديق المضاربة، صناديق التقاعد، شركات التأمين من خلال التطرق إلى تعريفهم مهامهم وإستراتيجيتهم الاستثمارية، أما في المبحث الثاني، فسوف نخصصه لدراسة صناديق الثروة السيادية باعتبارها موضوع دراستنا من خلال عرض تعريفها، خصائصها، تطورها التاريخي، مكونات وأسباب نمو مواردها المالية، كما سوف نتطرق إلى الإطار المؤسسي لهذه الصناديق من خلال عرض هيكلتها، شفافيتها وسبل تسييرها.

المبحث الأول: الإطار النظري للمستثمرين المؤسساتيين

يتعامل ببورصة الأوراق المالية الكثير من الفاعلين، من أفراد ومؤسسات وبنوك وجمعيات ذات طابع غير ربحي بالإضافة إلى ما يسمى بالمستثمرين المؤسساتيين، حيث أصبحت هذه الأخيرة أحد أهم أعوان المالية الدولية لما يمتلكونه من أصول مالية ضخمة جدا، كما تتميز هذه الأعوان بالتعقيد سواء حيث الخصائص التي تتميز بعضهم البعض أو من حيث استراتيجيتهم الاستثمارية، الأمر الذي يجعلها أكثر تعقيدا وتشابكا. وهذا ما سوف نحاول دراسته في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم المستثمرين المؤسساتيين

1- تعريف المستثمرين المؤسساتيين

يمكن تعريف المستثمرين المؤسساتيين بأنهم تلك المؤسسات المالية التي تجمع مدخرات الأفراد بهدف إعادة توظيفها على شكل أصول مالية، الأمر الذي يساهم في تمويل الاحتياجات المالية.¹ كما يشير مصطلح المستثمرين المؤسساتيين إلى ذلك المستثمر الذي تكون أمواله مسيرة من قبل مديرين محترفين داخل المنظمة، ويستثمر لمجموعة من الأشخاص لمنظمة أخرى أو لمجموعة من المنظمات.² فللمستثمرين المؤسساتيين خاصية مهمة جدا، إنهم لا يتصرفون لحسابهم الشخصي فإذا استثمر عون اقتصادي أمواله الخاصة (مهما كان حجمها)، فهو لا يدخل ضمن فئة المستثمرين المؤسساتيين.³

وهنا نلفت الإنتباه إلى الاختلاف القائم بين الاقتصاديين بخصوص أقسام المستثمرين المؤسساتيين، فيوجد من يعتبر البنوك من ضمنها والبعض الآخر لا يعتبرها من بين المستثمرين المؤسساتيين. فمثلا يقسم الاقتصادي "Koussay Ammar" المستثمرين المؤسساتيين إلى أربع مجموعات رئيسية وهي البنوك، صناديق التقاعد، شركات التأمين، والشركات الاستثمارية. غير أن معظم باقي الاقتصاديين الآخرين وحتى المنظمات الدولية مثل منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE" لا يعتبرون البنوك من بين المستثمرين المؤسساتيين، والتي تقسمها إلى أربعة أقسام وهي الصناديق الإستثمارية، شركات التأمين، صناديق التقاعد، وأنواع أخرى. أما الإقتصادي S.Lavigne (2004) فيميز بين أربعة أنواع من المستثمرين المؤسساتيين وهي منظمات التوظيف الجماعي، صناديق التقاعد، شركات التأمين وصناديق التحوط.⁴

¹ - Beiton Alain et les autres, Dictionnaire des sciences économiques, Armand Colin, 2^{ème} édition, Paris, 2007, p286.

² -Julienne Brabet, La main invisible des investisseurs institutionnelles, Revue Française de gestion, N°141,2002/5, p204.

³ -Angelos lionos, La place des investisseurs institutionnels internationaux dans le droit des marches financiers français, mémoire présenté à l'université robert shuman de Strasbourg ,septembre 2003.p05.

⁴ -Christiane Bughin et autres , l'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises, Working Paper du Centre de Recherche Warocqué, 2010/9 , p6.

أما الاقتصادي M.Aglietta: فيميز بين المستثمرين على المدى القصير والمستثمرين على المدى الطويل والإختلاف بينهما موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (1-1): الاختلاف بين المستثمرين على المدى البعيد والمستثمرين على المدى القصير

المستثمرون على المدى البعيد	المستثمرون على المدى القصير
الاستثمار في المؤسسات	المضاربة
تسيير المخاطر من خلال الحوكمة	تسيير المخاطر من خلال التنوع في الإستثمارات
خصوصية الأصول وعدم الرجوع في الإستثمار (10-15 سنة)	سيولة الأصول
الإستثمار برأس المال الخاص	الإستثمار بالرافعة المالية
التدخل في حوكمة الشركات	عدم التدخل في حوكمة الشركات

Source: Christiane Bughin et autres, op cit, p10.

2- تطور حجم أصول المستثمرين المؤسسيين

يمثل التطور السريع للمستثمرين المؤسسيين أحد أهم الأحداث البارزة على الساحة المالية العالمية، حيث تدير هذه الأعوان الفاعلة في الأسواق الجزء الأكبر من الإدخار العالمي والذي قدر سنة 1998 بـ 30000 مليار دولار (متجاوزة مجموع الإنتاج الداخلي الخام للدول المتطورة (أوروبا، اليابان و الو.م.أ))، الأمر الذي يجعلها تحتل مكانة مهمة في الأسواق المالية العالمية.¹ حيث تضاعف حجم أصول المستثمرين المؤسسيين بثلاث مرات خلال الفترة الممتدة من 1970 إلى 1980 وبأربع مرات ما بين 1980-1998.²

يمكن الملاحظة من خلال الملحق رقم (01) التطور الكبير لحجم أصول المستثمرين المؤسسيين في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية خلال الفترة "1995 - 2005" والتي تضاعفت خلالها من 21286 مليار دولار سنة 1995 إلى 40329 مليار دولار سنة 2005، أي بنسبة ارتفاع تقارب 90%، كما استحوذت الو.م.أ سنة 2005 على أكثر من 50% من مجموع حجم أصول المستثمرين المؤسسيين والتي تصل قيمتها إلى 20908 مليار دولار تليها اليابان بقيمة 7229 مليار دولار ثم المملكة المتحدة بقيمة 3397 مليار دولار.

¹ -Koussay Ammar, le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des sociétés cotées, université Bordeaux, DEA en science de gestion, 2003-2004. Disponible sur internet, date de lecture 1-12-2014 http://www.memoireonline.com/12/07/848/m_role-investisseurs-institutionnels-gouvernance-societes-cotees0.html

² - Julienne Brabet, op.cit., pp204-205

كما تشير البيانات الواردة في الملحق رقم 2 والصادرة عن منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE" سنة 2008، استحوذ صناديق الإستثمار على أكبر حجم أصول المستثمرين المؤسساتيين والذي قدر سنة 2005 بأكثر من 14000 مليار دولار تليها شركات التأمين بأكثر من 12000 مليار دولار، بعدما كانت سنة 1995 تمثل شركات التأمين المرتبة الأولى بحجم رأسمال يفوق 7500 مليار دولار وصناديق الإستثمار في المرتبة الثانية بقيمة 6000 مليار دولار. أما صناديق التقاعد فقد عرفت هي الأخرى تطورا كبيرا، حيث قدرت حجم أصولها سنة 1995 بأكثر من 7000 مليار دولار، والتي أصبحت تتجاوز قيمتها 12000 مليار دولار سنة 2005، أي ارتفاع بنسبة تفوق 70%، أما الأصول التي تحوزها بقية الأعوان فنلاحظ الإنخفاض الكبير في قيمتها خلال سنة 1995 والتي تكاد تنعدم، أما خلال سنة 2005 فقد قدرت بأكثر من 500 مليار دولار. يتفاوت وزن المستثمرين المؤسساتيين في الأسواق المالية العالمية من دولة إلى أخرى ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد صناديق التقاعد تكون الجزء الأكبر من استثمارات السوق، في حين لمؤسسات التأمين أكبر محفظة مالية في اليابان، أما في فرنسا فنجد هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة* (OPCVM) محتلة المرتبة الأولى في السوق.

كما يستحوذ مجموع المستثمرين المؤسساتيين على 54% من المؤسسات الفرنسية، 60% من المؤسسات الأمريكية، و 75% من المؤسسات التابعة للمملكة المتحدة (سنة 1999)¹. وهذا ما يثبت المكانة المهمة للمستثمرين المؤسساتيين في التمويل الدولي.

3- سلوك المستثمرين المؤسساتيين

يمكن التمييز بين أربعة مستويات من المستثمرين المؤسساتيين حسب سلوكهم الإستثماري وحوكمتهم بالاعتماد على دراسة "Brancato":²

- **المستوى الأول:** نجدهم في بعض الحالات يبحثون عن المؤسسات المقيمة بأقل من قيمتها، سواء لأنها ليست مسيرة جيدا أو لعدم تدارك السوق على قدراتها على النمو. وعليه تكون استثمارات المستثمرين

* Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

والتي تهدف إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة. يتمثل المدخرون المعنيون بالقيم المنقولة الذين لا يرغبون في استثمار مدخراتهم مباشرة في السوق المالية، فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق. يمكن أن يستثمر الادخار الذي تجمعه (D, D, D, D) في مختلف أنواع القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى (أسهم، سندات دين، D, D, D, D) التي تصنف على أساسها (D, D, D, D).

<http://www.cosob.org/commission/commission-opcvm-arabe.pdf>

¹ -Noura Ben H'barek, les facteurs explicatifs de la passivité ou de la neutralité des II vis-à-vis du contrôle des firmes de leurs portefeuilles, document de recherche N° 06, laboratoire orléanais de gestion, 2001, p03.

² -Julienne Brabet, op cit, pp'207-208.

المؤسساتيين مرتفعة وعلى المدى البعيد في المؤسسات المختارة بعناية لقدرتها المستقبلية على تعزيز قيمة حقوق المساهمين، ويشاركون بقوة في حوكمة المؤسسة، ومثال على ذلك الصندوق المشهور "Warren Buffet" الذي يسمى بـ "LENS"، حيث تسمى مثل هذه الصناديق بـ: "المستثمرين العقلانيين".

- **المستوى الثاني:** عكس مستثمري المستوى الأول، نجدهم يختارون مكونات المحفظة المالية بالإعتماد على نفس مكونات مؤشر بورصة معين مثل (standard & poor 500, CAC40). مثلهم مثل الفئة الأولى بخصوص حوكمة المؤسسة، ومثال على ذلك الصندوق الشهير "Calpers" الذي يعتبر رائدا في هذا المجال خاصة فيما يتعلق باختيار مكونات المحفظة الإستثمارية.
 - **المستوى الثالث:** نجد مستثمري هذه الفئة يختارون بعناية محفظتهم المالية، غير أنهم لا يتدخلون في حوكمة المؤسسة، وهذه هي حالة معظم صناديق التقاعد الخاصة.
 - **المستوى الرابع:** يعتبرون تجارا (traders) من حيث السلوك الإستثماري، يختارون مكونات محفظتهم المالية بدون الإعتماد على أي مؤشر بورصي، فالإتهامات القصيرة الأجل الموجهة للأسواق المالية تنطبق جيدا على سلوك هذا النوع من المستثمرين، ومن بين هؤلاء التجار نجد العديد من مديري الأصول * "Money managers" الذين يفوض إليهم صناديق التقاعد قراراتهم المعرضة للمنافسة الشديدة.
- يعتبر الإقتصادي "Wine" 1994 هذا المستوى الأخير من المستثمرين المؤسساتيين ديناميت حقيقية على مستوى أسهم المؤسسة المستهدفة لأنهم يبيعون أسهمهم سرعان ما يعلن بمعلومة سيئة بخصوص وضعيتها، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور أسهمها، ومن ثم تدهور السوق.

المطلب الثاني: أنواع المستثمرين المؤسساتيين

فيما يلي نستعرض بعض أنواع المستثمرين المؤسساتيين:

1- صناديق التقاعد

تعتبر صناديق التقاعد أحد أهم المستثمرين المؤسساتيين:

1-1- نشأة وتعريف صناديق التقاعد

يرجع الفضل في إنشاء صناديق التقاعد إلى مديري المؤسسات الذين كان يتجلى هدفهم في تحقيق الإستقرار في اليد العاملة، باعتبار الصناديق تمثل إلزام المؤسسة بالدفع للأجراء مبلغا ماليا يتوافق مع فترة نشاطهم فيها، تحت شروط مميزة التي تحت العاملين على عدم مغادرة المؤسسة. فمثلا في الولايات المتحدة

* - يشير مصطلح money managers إلى مجموعة المستثمرين المؤسساتيين المؤهلين، غير أن هنا يخص المستشارين الخارجيين فقط الذين يفوض لهم جزء من الاستثمارات.

الأمريكية لا يوجد قانون يجبر المؤسسات على وضع صندوق تقاعد خاص بعمالها ماعدا تلك التابعة للقطاع العام.

وعليه تختلف نشأة هذه الصناديق من دولة إلى أخرى، فمثلا الانجلوساكسونيون (خاصة الو م أ والمملكة المتحدة) تسير صناديق التقاعد على شكل "Trust" أي ذات هيكل قانوني منفصل عن المؤسسة، الأمر الذي يسمح بالفصل بين أصول المؤسسة وتلك التابعة للصندوق، أما في ألمانيا فقبل إصلاح "Riester" سنة 2002 إدراج هذه الصناديق في جهاز التقاعد للبلد، حيث كانت تتعهد المؤسسات مباشرة اتجاه عمالها بحيث كانت تكون احتياطات متضمنة في ميزانيتها التي كانت تساهم في تمويل تقاعد عمالها.¹

يقصد بصناديق التقاعد تلك المنظمات التي تجمع معاشات التقاعد للعاملين في المؤسسات (القطاع العام والقطاع الخاص)، والتي تعمل على جمع اشتراكات الأجراء و المديرين وتديرها وفقا لمبدأ الرسملة، وعليه فهي تهدف إلى تمويل التقاعد من خلال استثمار أصولها في الأسواق المالية.² وعليه تعتبر الاشتراكات التي تدفع من قبل المشتركين وأصحاب العمل أو الحكومات المورد المالي الأساسي التي تعتمد عليه صناديق التقاعد.

1-2-أنصاف صناديق التقاعد

يمكن التمييز ما بين صنفين من صناديق التقاعد:³

▪ **صناديق المنافع المحددة "Prestations Définies"**: يكون أعضاء الصندوق فيها على دراية بقيمة المبلغ المالي الذي سوف يتقاضونه عند التقاعد، والذي يتم احتسابه عموما بالرجوع إلى آخر راتب شهري محصل عليه وعدد سنوات العمل.

▪ **صناديق المساهمات المحددة "Cotisations Définies"**: عكس الصنف الأول لا يحدد فيه القانون أو أية اتفاقية جماعية مبلغ التقاعد، فالشيء الوحيد الذي يحدد مسبقا يكمن في قيمة الإشتراك الذي يدفعه رب العمل أو العميل للصندوق، وعليه في هذه الحالة يخضع مبلغ التقاعد إلى تذبذبات السوق باعتبارها مرتبطة بالعائدات المتأتية من إستثمارات الصندوق.

فالعديد من الشركات الأمريكية تقترح لعمالها الصنفين من صناديق التقاعد، فخلال سنة 2001 وصلت أصول أحد أشهر صناديق التقاعد الأمريكية والمتمثل في الصندوق "CaLPERS" إلى 143.7مليارات USD للصنف الأول و 187مليونا USD للصنف الثاني، أما بالنسبة إلى "General Motors" فيصل حجم أصول الصنف الأول إلى 64.6مليارات USD مقابل 17.9مليارات USD للصنف الثاني.

* اسم وزير الشؤون الاجتماعية ومنشئ للإصلاح.

¹ - Aurélie Boubel et Fabrice Pansard, les investisseurs institutionnels, la découverte, paris, 2004, pp'21-22.

² -Yann Clément-Colas, Fonds de pension : prudence ou nécessite se reforme ? Entretien réalisé par Hubert Fabre, les cahiers du CREMOC, p1.

³ - Aurélie Boubel et Fabrice Pansard, op cit, pp'22-23.

1-3- توزيع أصول أكبر صناديق التقاعد حسب المنطقة الجغرافية

كانت تمثل الأصول المتراكمة التي تمتلكها صناديق التقاعد الشكل الرئيسي للرأسمال المتراكم للأسر الأمريكية، والمصدر الأول للثروة في نهاية سنوات التسعينات (90) بعدما كانت تمثل سنة (1968) 9% فقط من أصولهم المالية، بعيدة وراء الأسهم (33%) ونسبة (7%) فقط من ثروتهم الصافية. فبعد ثلاثين سنة أصبحت تمثل حوالي (30%) من أصول الأسر الأمريكية أي ضعف قيمة الأسهم (15%)، وربع ثروتهم الصافية.¹ الأمر الذي يجعلها تحتل مكانة وذات تأثير كبير في الأسواق المالية.

تشير دراسة "Towers Watson" الصادرة سنة 2012 إلى بلوغ حجم أصول 300* أكبر صندوق تقاعد في العالم على ما يعادل 12700 مليار USD سنة 2011، أي ما يمثل 46% من مجموع أصول صناديق التقاعد في العالم. كما تمثل الصناديق المنافع المحددة 70% من مجموع هذه الأصول.

تعتبر الو.م.أ أكبر سوق لاستثمارات صناديق التقاعد في العالم، حيث تستحوذ على النسبة الأكبر من حيث حجم الأصول التي تقدر بـ 34% سنة 2011، تليها اليابان بنسبة 17% ثم هولندا بنسبة 6%، ثم المملكة المتحدة وكندا بأكثر من 5% لكل منهما.² غير أن من خلال الملحق رقم (03) يتبين لنا أن اليابان تستحوذ على أكبر صندوق تقاعد في العالم من حيث حجم أصوله التي قدرت سنة 2011 بـ 1394873 مليون دولار والذي يسمى "Government Pension Investment". أما الو.م.أ فرغم استحوادها على الحجم الأكبر من أصول صناديق التقاعد إلا أنها تستحوذ على المرتبة الخامسة عالمياً باستحواد الصندوق "Federal Retirement Thrift" على 281359 مليون USD.

2- شركات التأمين

2-1- تعريف التأمين

تلازم المخاطر الحياة الإنسانية فهي جزء لا يتجزأ من حياة أي مؤسسة ولمواجهة هذه المخاطر والتقليل من حدتها اهتدى الإنسان إلى فكرة التأمين. حيث تعرف شركات التأمين بتلك "العمليات التي تتميز بتعهد شركة التأمين مقابل حصولها على أقساط من قبل المؤمن له، مقابل التعويضات المتفق عليها عند إبرام العقد في حالة

¹ - Catherine Sauviat et Jean Marie Pernot, Fonds de pension et épargne salariale aux États-Unis, les limites du pouvoir syndical, article disponible sur le Net, date de lecture 3-9-2010, P3.

http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Annee_regulation/AR4-2000-03SAUVIATPERNOD.pdf

* - أحد أكبر الشركات الإستشارية العالمية، يتواجد مقرها في مدينة نيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية، تساعد المؤسسات على تحسين أدائها في مجال رأس المال البشري، المالي وإدارة المخاطر، بواسطة 16000 موظف عبر العالم.

** - لمعلومات أكثر حول 300 أكبر صناديق تقاعد في العالم يمكن الاطلاع على المرجع التالي:

- Lian Yin and Jessica Gao, TW300 analysis, august 2012, p39. 5-12-2014.

<https://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2012/09/the-worlds-300-largest-pension-funds-year-end-2011>

² - Marion Marchal, Les plus grands fonds de pension voient leur croissance ralentir, article publier sur internet, le 9 octobre 2012, date de lecture 5-12-2014. <https://www.towerswatson.com/fr-FR/Press/2012/10/Les-plus-grands-fonds-de-pension-voient-leur-croissance-ralentir>

وقوع الخطر".¹ فالتأمين هو تقديم خدمة عادة ما تكون مالية لصالح فرد، شركة، أو جمعية، عند وقوع الخطر مقابل دفع أقساط التأمين.² وعليه تقوم شركات التأمين بدور مزدوج فهي تتلقى الأموال من المؤمن لهم ثم تعوضهم عند تحقق الأخطار المؤمن ضدها، كما تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم □ □ □ □.

2-3- أنواع مخاطر التأمين

لا يوجد تأمين إذا لم يكن هناك مخاطر، حيث لا يوجد تعريف دقيق لهذه الأخيرة لشمولها على أنواع عديدة، التي نحصرها في ثلاث مجموعات:³

- **السلع:** وهي واسعة وتشمل أنواع عدة من السلع المادية (منازل، وسائل النقل، الآلات، ومعدات بشتى أنواعها) والسلع غير المادية (نفود، أصول مالية، براءة اختراع، المعلومات، البرمجيات)، وعليه يمكن أن تتعرض هذه السلع إلى مختلف المخاطر مثل: السرقة، الهدم، قرصنة، فيضانات، فكل المؤسسات التي تؤمن على مثل هذه السلع تعتبر شركات تأمين الأشياء (les assurances des choses).
- **الأشخاص:** يشمل كل الأشخاص الطبيعيين والأشخاص الاعتباريين مثل المؤسسات والجمعيات الذين يواجهون أنواع مختلفة من المخاطر، مثل المرض، حادث، عدم القدرة على العمل، وفاة وبطالة.
- **المسؤولية:** وتشتمل على مختلف أشكال المسؤولية المدنية التي يتعرض لها الأشخاص والسلع، فبمجرد أن يفرض القانون المدني على هذه الأخيرة إصلاح الأضرار التي ألحقت بالآخرين، فسوف يحفزهم على تأمين مسؤوليتهم وهنا تعني كذلك بالتأمين على الأضرار.

2-3- وظيفة التأمين في العالم

للتأمين أهمية كبيرة من حيث فائدها الاجتماعية والإقتصادية، وكثيرا ما تربط بالنمو الإقتصادي، حيث مثلت التأمينات في فرنسا "خلال سنة 2005 حوالي 36% من ثروة العائلات، وتقدر حجم الأصول المسيرة من قبل هذه المؤسسات بـ 1287 مليار أورو. وعليه تمثل التأمينات أول مستثمر في البلد، الذين يستثمرون حوالي 20% من أصولهم على شكل أسهم مؤسسات مسعرة في البورصة و 29% على شكل سندات المؤسسات ، الأمر الذي يجعل إسهامها في تمويل الإقتصاد كبيرا"⁴.

ترتب عن حيوية ونشاط الأسواق الأسهم الأوروبية وكذا وعود الأسواق الهندية والصينية السماح لأكبر شركات التأمين على تحقيق أداء متميز، حيث ارتفعت أسعار أسهم أول شركة تأمين في أوروبا "AXA"

¹ - Jean –Luc de Boissieu, Introduction à l'assurance, l'Argus éditions, 2005, P25.

² - Estelle Laure, Zedong ngoh, diagnostic de la fonction d'une compagnie d'assurance, le cas de la SAA,R SA, université catholique d'Afrique centrale , Maitrise en éconolmie de gestion 2008, mémoire disponible sur internet, date de lecture 2-12-2011 http://www.memoireonline.com/05/08/1069/m_diagnostic-fonction-commerciale-compagnie-assurances-saar-sa0.html

³ - Jean –Luc de Boissieu, op cit, p43.

⁴ - Patrick Thourot et Frédéric Fougère, l'assurance française en 20 leçons, economica, paris, 2006, p261.

* - مجموعة دولية فرنسية متخصصة في التأمين، ناتجة عن اندماج عدة شركات فرنسية فيما بينها سنة 1994، والتي أصبحت تمثل أول شركة تأمين في أوروبا.

بنسبة 50% خلال سنة 2005 متجاوزة بكثير مؤشر البورصة لقطاع التأمينات والمتمثل في DJ stxxx "assurance" على الرغم من أن هذه الأخيرة عرفت ارتفاعا كبيرا يقدر بـ 30.5% ، حيث تقارن هذه النسبة بمعدل النمو الإقتصادي الذي سجلته أوروبا بنسبة 1.5% ، و 3.5% في الـ 5% لكل دول العالم. تستحوذ الـ 49% من أقساط التأمين المحصلة من بقية العالم، ومع ذلك فإن نمو سوق التأمينات في الـ 4.1% واليابان يقدر على التوالي 3.80% و 4.1% مقارنة بأوروبا الغربية الذي مازال ضعيفا جدا، حيث يمثل كل من البلدين 4% و 10% فقط على التوالي من مجموع أقساط التأمين العالمية. ومع ذلك فإن أسواق التأمين فيهما تسجل معدلات نمو تتجاوز 10%، بمعنى آخر يسجل قطاع التأمينات أداء أفضل في البلدان الأقل تطورا.¹

3- صناديق الإستثمار:

3-1 تعريف صناديق الإستثمار: عبارة عن صناديق تجمع الرأسمال المتأتي من عدد كبير من الأفراد، والمسيرة من قبل أشخاص محترفين في مجال المالية والذين يعملون لصالح الأفراد الذين وظفوا أموالهم في الصندوق.² كما يعرف كذلك صندوق الإستثمار بأنه عبارة عن محفظة استثمارية كبيرة تتكون من مجموعة مختلفة من الأوراق المالية، تدار بواسطة مديرين محترفين لديهم القدرة والإمكانات اللازمة لإدارة هذه الإستثمارات. وكل مستثمر في صندوق الإستثمار يمتلك نصيبا في هذا الصندوق يطلق عليه وثيقة استثمار. وكل وثيقة تمثل نسبة ملكية في الأوراق المالية التي تكون محفظة الصندوق. وتكون وظيفة مديري الإستثمار هي انتقاء هذه الأوراق المالية لتكون المحفظة التي تحقق أهداف الصندوق الإستثمارية.

3-2 أنواع صناديق الإستثمار:

يمكن التمييز بين صناديق الإستثمار سواء حسب نوع المستثمر فيها أو حسب رأسمال الصندوق:³

3-2-1- التمييز ما بين صناديق الاستثمار حسب نوع المستثمر فيها: والتي تنقسم إلى ما يلي:

Σ **صناديق الإستثمار المغلقة:** وفيها تصدر الشركة المنشئة للصندوق عددا معينا من وثائق الإستثمار التي يتم التعامل بها بيعا وشراء" من خلال بورصة الأوراق المالية و ذلك دون اللجوء للشركة منشئة الصندوق التي تكون غير ملزمة بأن تسترد وثائق الإستثمار مرة أخرى من حملة وثائق الاستثمار.

¹ - Jean –Luc de Boissieu, op cit, p43

² - Henri Louis Védís, les fonds souverains, une puissance financière insensible aux crises, éditions eska, Paris, 2010, p27.

³ - نبذة عن صناديق الإستثمار، المطبوعات التعليمية المتوفرة بالبورصة، موقع البورصة المصرية، تاريخ الاطلاع، 11-6-2010 ص2. http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html

Σ **صناديق الإستثمار المفتوحة:** عكس النوع الأول، تكون الشركة المنشئة للصندوق ملزمة باسترداد الوثائق ودفع القيمة الاستردادية لحملة الوثائق وبالتالي فإن حملة وثائق استثمار الصندوق المفتوح ليسوا في حاجة إلى اللجوء إلى بورصة الأوراق المالية لبيع هذه الوثائق.

3-2-2- التمييز ما بين صناديق الاستثمار حسب رأسمال الصندوق: والتي تنقسم الى ما يلي:¹

- **صناديق رأس المال الثابت:** والتي نجدها تستثمر في السوق النقدية، أي أصول قصيرة الأجل مثل السندات الحكومية (محفظة مكونة من سندات حكومية) وفي السوق السندات وعليه نجد درجة مخاطرة هذه الصناديق ضعيفة جدا مقارنة ببقية الصناديق .
- **الصناديق المختلطة:** وتسمى بالصناديق المختلطة نظرا لتعدد أهدافها، فنجدها تبحث عن الأمان، العائد والنمو، لذا يتم تعديل مكونات المحفظة الإستثمارية لتعكس تطور الوضعية الإقتصادية .
- **صناديق الأسهم:** تعتبر صناديق التوظيف المشتركة التي تسيطر فيها صناديق الأسهم العادية، حيث نميز ما بين الصناديق الجغرافية والتي تتركز استثماراتها في دولة أو قارة معينة مثل الوم أ أو أوروبا والصناديق القطاعية حيث تتركز استثماراتها في قطاع معين مثل الصحة والمواد الأولية وهنا نجد انخفاضا في المخاطر نظرا لتنوع الأسهم.
- **صناديق ذات الخاصية الإجتماعية:** تعتبر هذه الصناديق حديثة النشأة فلا يتوقف قرارها الإستثماري في أصل معين على العائد و/أو الأمان بل على معايير أخلاقية مثل عدم الاستثمار في النشاط المرتبط بالتبغ أو الحمول.

وعليه تمتلك صناديق الإستثمار ميزات عديدة أهمها التنويع والسيولة، فالأول يسمح للمستثمر الصغير بامتلاك أصول موزعة على عدة أسهم ومن ثم يحدث التقليل من المخاطر أما الخاصية الثانية فهي السيولة المرتفعة والتي ترجع إلى إمكانية شراء أصولهم في أي وقت كان .

فحسب معهد الخدمات المالية في لندن Institut des services financiers de Londres تمثل صناديق الاستثمار على المستوى العالم سنة 2008 أكثر من 35% من أصول الأفراد، حيث تقترب هذه النسبة كثيرا من نسبة صناديق التقاعد (لا تتجاوز نسبة هذه الأخيرة 37%).

¹ - Henri Louis Védís, op cit , p28.

4-صناديق التحوط (Hedge Funds)

4-1- تعريف صناديق التحوط

يعتبر صعب جدا إعطاء تعريف دقيق لصناديق التحوط لعدم وجود تعريف موحد ومتفق عليه من قبل علماء الاقتصاد. حيث يعرف "Daniel Capocci" صناديق التحوط بأنها تلك الشركات الخاصة التي تستخدم تشكيلات واسعة من الأدوات المالية مثل بيع الأسهم على الهامش، المشتقات المالية، الرافعة المالية، وذلك في أسواق متنوعة. تكون عموما استثمارات هذه الصناديق مرتفعة، والتي تستهدف على وجه الخصوص الزبائن الأثرياء سواء كانوا خواصا أو مؤسسين¹.

يشبه هذا التعريف إلى حد بعيد تعريف صناديق الاستثمار الكلاسيكية "Mutuel Funds" والتي تعني تلك الصناديق التي تستثمر خصوصا في الأسهم والسندات، إضافة إلى استهداف تحقيق الأداء المطلق. حيث تهدف صناديق التحوط إلى المحافظة على رأسمالها بفضل تقنيات تحوطيه، في حين تهدف الصناديق الكلاسيكية إلى تحقيق أداء معادل نسبيا لأداء مؤشر بورصة مثل مؤشر (CAC40, S&P500).

يعتبر عدد المستثمرين في هذه الصناديق محدودا، فمثلا لا يتجاوز عددهم في الولايات المتحدة الأمريكية 100 مستثمر، كما نشير إلى أن صناديق التحوط هي تلك الصناديق التي يكون فيها المستثمر أكثر حرية، بمعنى حر في تنفيذ إستراتيجية استثمارية لتعظيم العائد¹.

كما تعرف الهيئة الفدرالية الأمريكية المكلفة بتنظيم ومراقبة الأسواق المالية صناديق التحوط بـ: "الأشخاص الذين يمتلكون أموالا لا تقل عن مليون USD ودخل سنوي لا يقل عن 200000 USD. كما لا تحتاج مثل هذه الصناديق إلى مكان عمل كبير، فقاعتان تكفيان، قد تخصص أولاهما للاجتماعات وثنائيهما لتنفيذ العمليات، والمحاسبة...الخ، فقد نجد بعض صناديق التحوط تشمل على أربع أو خمس أشخاص فقط، كما قد نجد صندوقا كبيرا يعمل بحوالي عشرين شخصا أو أقل²."

4-2- نشأة صناديق التحوط

أنشئ أول صندوق تحوط سنة 1949 في الولايات المتحدة الأمريكية من قبل " Alfred Winslow Jones"³، حيث يعد إنشاء مثل هذه الصناديق غير مقصود من خلال الموجة التي كانت تهدف إلى إعادة تنظيم الأسواق المالية عقب الإنهيار الذي حدث جراء أزمة الكساد 1929. فبهذه تجنب تكرار أوضاع سنوات العشرينيات مرة أخرى، انتهج المشرع الأمريكي مجموعة من الإجراءات مثل مشروع "Securities exchange Act" (1934)، و "L'investment company Act" (1940)، الذي حدد من خلالها ما

¹ - Guillaume Ravix, typologie des Hedge Funds, mémoire de recherche de fin d'étude, paris, avril 2007, p7.

² - Donald Mac Kenzie, Comment fonctionne un hedge fund ? Revue problèmes économiques, N°2987, 20 janvier 2010, P33.

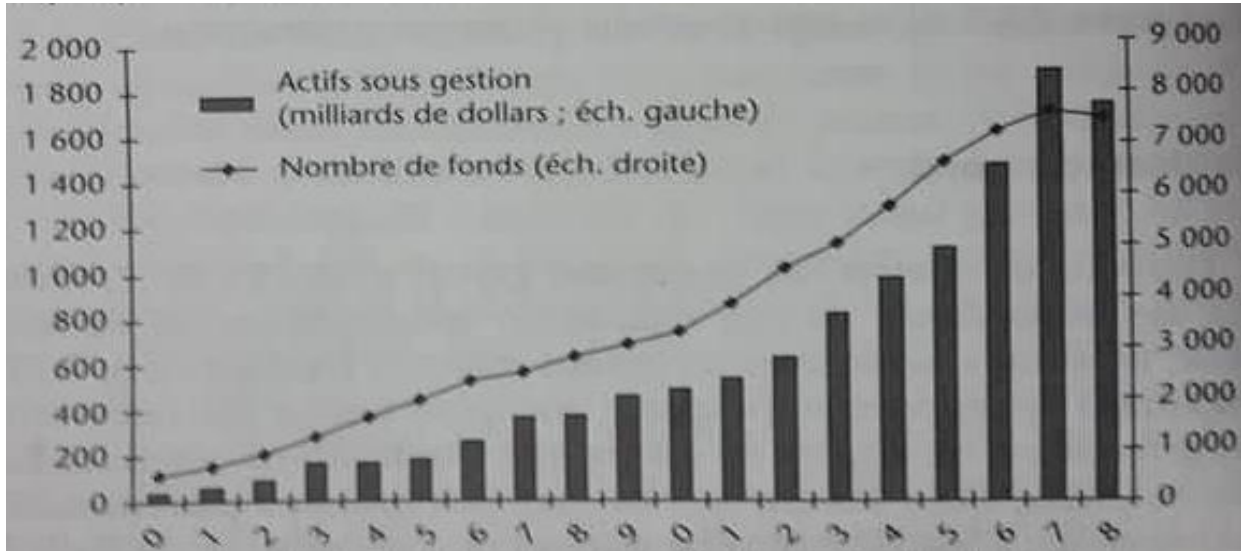
³ - Andrew crockett, Évolution et régulation des hedge funds, Banque de France, Revue de la stabilité financière, Numéro spécial hedge funds N° 10, Avril 2007, p19.

الذي يجب أن تقوم به مؤسسات التوظيف (Société de placement) التي تتلقى الأموال من الأفراد؟ وعليه تم منع العمليتين: الأولى الرافعة والتي تعني شراء أصول بواسطة أموال مقترضة، والثانية هي البيع على الهامش والتي تعني بيع أصول مؤسسة غير مملوكة. وعليه إذا أراد أي صندوق استعمال الرافعة أو البيع على الهامش - أهم خاصية صناديق التحوط - فكان لابد من التأكد من أن لا تكون صناديق التحوط مفتوحة أمام الجماهير.

3-4- تطور حجم أصول وعدد صناديق التحوط

سجلت صناديق التحوط نموا كبيرا خاصة بعد بداية الألفية الجديدة وهذا ما يمكن ملاحظته من خلال الشكل في الأسفل الذي يوضح لنا تطور عدد وحجم أصول صناديق التحوط خلال الفترة " 1990-2008" والتي أعدتها مؤسسة أبحاث صناديق التقاعد (Hedge Fund Résearch) *.

الشكل رقم (1-1): تطور عدد وحجم أصول صناديق التحوط خلال الفترة (1990-2008)



Source: Jerome Teiletche, les hedge funds, la découverte ;paris, 2009, p22.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق وصول حجم رأسمال أكثر من 7800 صندوق تحوطي موزع عبر العالم بما يفوق 1600 مليار دولار سنة 2008، مقابل فقط حوالي 100 صندوق سنة 1990 بحجم رأسمال لا يتجاوز 180 مليار دولار¹

ويعود التطور الكبير في حجم وعدد صناديق التقاعد خلال السنوات الأخيرة خاصة إلى قرارات العديد من المستثمرين المؤسساتيين الآخرين بتنويع تركيبة استثماراتهم، وخاصة بعد الأزمة البورصية بداية الألفية

* HFR: هي قاعدة البيانات التجارية الأكثر استخداما في هذا القطاع.
 1 -Jerome Teiletche, op cit, p22.

الجديدة وضعف عائدات السندات، ومثال على ذلك استثمار أهم صندوق تقاعد أمريكي "Calpers" في سبتمبر 1999 حوالي 11 مليار USD في صندوق تحوط¹.

4-4- ميزات صناديق التحوط

تعد صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نمواً في العالم وأهم ما يميز صناديق التحوط عن بقية الصناديق:²

- صناديق التحوط هي وعاء استثماري خاص يضم عدداً محدداً من المستثمرين لا يزيد في الأغلب على 499 مستثمراً غرضه الإستثمار في الأوراق المالية.
- صناديق التحوط غير خاضعة للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية لأنها عبارة عن عقد شركة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق.
- قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك فهو يعتبر من الأوعية الإستثمارية الخاصة بالأثرياء.
- يتقاضى مدير الصندوق أجوراً عالية جداً حيث تتراوح ما بين 1 و 2% من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح.
- الإسترداد يتم شهرياً أو سنوياً.
- ليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الإستثمار ومن حيث استخدام الرفع المالي أو أدوات المشتقات أو البيع على المكشوف.

5- صناديق الأسهم الخاصة "private equity"

5-1- تعريف صناديق الأسهم الخاصة

تعرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE" صناديق الأسهم الخاصة على أنها: "السيطرة على الشركات من قبل تجمع مكون من مساهمين خواص".³ كما تعرف صناديق PE بـ تلك الصناديق المتخصصة في تمويل المؤسسات غير مدرجة في البورصة والتي تهدف إلى تحقيق عائد كبير مقارنة بعائد الأسواق المالية على المدى البعيد.⁴ أما في فرنسا فتعرف صناديق "PE" بتلك الصناديق التي تستثمر في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي غالباً ما تكون غير مسعرة في البورصة.⁵

¹ -Guillaume Ravix, op cit, p7.

² - إياض حماد، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009/2008، ص 17.

³ - Jérôme Glachant et les autres Private equity et capitalisme français, La Documentation française. Paris, 2008, P17.

⁴ - Christophe Boucher, marchés produits et acteurs , les fonds d'investissements, cahiers français, N°361, p61.

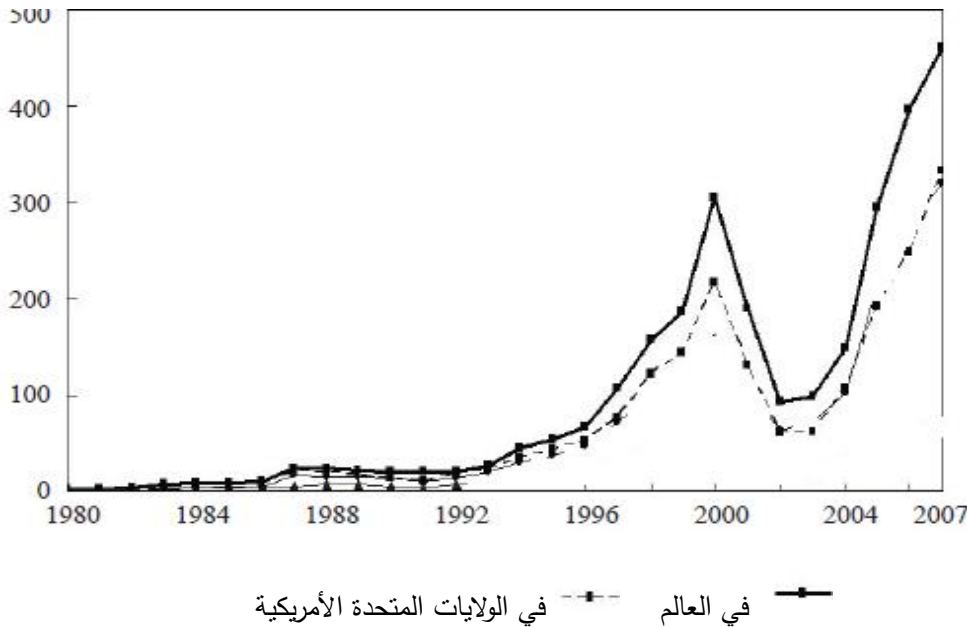
⁵ - Hervé Schricke, Le capital investissement, association française des investisseurs en capital, paris, 2012, p8.

تلعب صناديق "PE" دورا كبيرا في نشأة المؤسسات وخاصة المؤسسات ذات النمو المرتفع والتي تسمى بـ "start-up innovantes" في الوقت الذي يكون فيه الاقتراض من البنوك أكثر تعقيدا لها بسبب خصوصياتها وعليه تعتبر صناديق "PE" أحد أهم أعوان المساهمة في الابتكار والبحث والتطور.¹

5-2- تطور حجم أصول صناديق الأسهم الخاصة

يبين الشكل في الأسفل تطور حجم أصول صناديق الأسهم الخاصة خلال الفترة 1980-2007 في العالم وفي الولايات المتحدة الأمريكية .

الشكل رقم (1-2): تطور حجم رأسمال صناديق الأسهم الخاصة خلال الفترة "1980-2007"



Source: Jérôme Glachant et les autres, op cit, p19.

يمكن ملاحظة من خلال الشكل السابق التطور الكبير لحجم رأسمال صناديق الأسهم الخاصة خاصة خلال الفترة "2002-2007" والذي وصل حجم رأسمالها ذروته سنة 2007 متجاوزا 300 مليار دولار حسب إحصائيات مؤسسة "THOMSON FINANCIAL" كما يمكن ملاحظة أن النسبة الكبيرة من حجم رأسمال هذه الصناديق تعتبر صناديق أمريكية .

فحسب إحصائيات المعلن عنها من قبل "PRIVATE EQUITY INTELLIGENCE" بلغ عدد صناديق رأسمال صناديق الأسهم الخاصة في العالم سنة 2007 حوالي 726 صندوقا برأسمال إجمالي يتجاوز 500

¹ - IDEM, P61.

مليار دولار¹. ورغم الفارق بين الإحصائيات المنصوص عليها فيما يخص حجم رأسمال هذه الصناديق إلا أنها تعتبر هذه الأخيرة متواضعة مقارنة ببقية المستثمرين المؤسسيين، وعليه يقدر الإقتصادي JENKINSON سنة 2007 حجم استثمارات صناديق الأسهم الخاصة بـ 1000 مليار دولار، هذا ما يمثل حوالي 1% من إجمالي الأصول المسعرة في البورصة.²

3-5 - مهام صناديق الأسهم الخاصة

تختلف مهام "PE" حسب أهداف تدخلها ومرحلة نضج المؤسسة المستهدفة، وعليه يمكن التمييز بين الحالات التالية:³

- **صناديق رأس مال المخاطرة:** les fonds de capital-risque : تمول فيها صناديق "PE" بداية عمل المؤسسات ذات النشأة الحديثة.
- **صناديق رأس المال النمو:** les fonds de capital développement : تمول توسع المؤسسات المستهدفة.
- **صناديق الاستحواذ بالاستدانة:** LBO leverage buy out والتي تخص المؤسسات المستقرة.

المطلب الثالث: إستراتيجيات الإستثمار للمستثمرين المؤسسيين

تتنوع وتختلف الإستراتيجيات الإستثمارية المتبعة من قبل المستثمرين المؤسسيين حسب الهدف المراد الوصول إليه، وعليه سوف نحاول من خلال هذا المطلب عرض بعض الإستراتيجيات الإستثمارية المتبعة من قبل بعض المستثمرين المؤسسيين.

1- إستراتيجية صناديق التقاعد

استراتيجية استثمار أموال صناديق التقاعد تتميز عن تلك التي تنتجها باقي المستثمرين المؤسسيين بتركيزها على الإستثمارات ذات الأمد البعيد بما يتناسب مع طبيعة إلزاماتها طويلة المدى في تغطية المنافع التقاعدية للمشاركين فيها. كما تقوم على مبدأ تنويع الأصول بين أدوات الإستثمار المختلفة وفي جغرافيات مختلفة، وتأخذ في الاعتبار توفير السيولة اللازمة حسب حجم المنافع التقاعدية المستحقة للدفع، وتهدف لتحقيق أكبر عائد ممكن بأقل قدر ممكن من المخاطر. ويتم تحديد الإستراتيجية الإستثمارية بحسب المعايير التي

¹ -Jerome Glachant et autres .op cit.p18.

² -IDEM .

³ -Caroline Bertin Delacour, Les fonds souverains Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale, Les Echos, france, 2009, p67.

تحدد اللوائح الإستثمارية التي يقرها مجلس إدارة صندوق التقاعد بما يتناسب مع عمر الصندوق وإعداد المشتركين والمنتهجين فيه وحجم التزاماته المالية.

ففي أغلبية الدول المتوفر إحصائيات عنها سنة 2009، تمثل الأسهم والسندات النسبة الأكبر من إستثمارات صناديق التقاعد، والتي تمثل أكثر من 40% من مجموع أصول 13 دولة منتمية إلى منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية، حيث تمثل حصة الأسهم في بعض الدول النسبة الأكبر من أصول الصناديق مثل أستراليا وفنلندا، أو معادلة لحصة السندات مثل الوم أ، كندا وشيلي¹، وبالتالي تمثل الأسهم والسندات أكثر من نصف استثمارات الصناديق التقاعد أنظر الملحق رقم (04).

عموما نجد وزن صناديق التقاعد في المؤسسات المستهدفة منخفضا، تتراوح ما بين 1% و 2%، غير أن الأهم هو رأس المال المستثمر في الشركة المستهدفة باعتباره كلما كان مرتفعا سمح لهذه الصناديق بمعارضة قرارات مسيرين الشركة. حيث بين كل من (John et Klein) سنة (1994) و (Smith) سنة (1996) بأن احتمال استثمار صندوق تقاعدي في مؤسسة معينة يرتفع كلما كانت تحقق هذه الأخيرة أرباحا سلبية².

إستراتيجية صندوق التقاعد الأمريكي Calpers³ يعد هذا الصندوق من بين أكبر صناديق التقاعد في العالم، والذي انتهج منذ سنة 1986 سلوك المساهم النشط، و قد ركز برنامج سنة 1987 بخصوص حوكمة المؤسسة على نوعية التسيير وليس مباشرة على أداء الشركات. وابتداء من سنة 1990 تغيرت إستراتيجية Calpers، والتي أصبحت تستهدف أكثر الشركات ذات الأداء المنخفض، وعليه شهدت الفترة التي تتراوح ما بين (1992 - 1993) سلوكا عدوانيا أدى في كثير من الأحيان إلى الإشتراك مع صناديق أخرى بهدف تجديد المسيرين أو تفرقة مهام ما بين الرئيس والمدير العام (مثل حالة General Motors). كما ينشر الصندوق "Calpers" سنويا قائمة تمثل أسماء 50 مؤسسة التي يعتبرها سيئة التسيير، والتي يتم اختيارها وفقا للطريقة التالية:

بداية يتم الإحتفاظ بالنصف الأول من قائمة تمثل 5000 مؤسسة مسجلة في البورصة والمرتبة تنازليا وفقا للرسملة البورصية، فيما بعد تصنف هذه المؤسسات في 30 قطاعا، وأخيرا يتم تحليل العائدات المحققة من قبل المؤسسات خلال ثلاث سنوات في كل قطاع، الأمر الذي يسمح بمعرفة المؤسسات ذات التسيير السيئ. كما يفرض مسؤولو Calpers التعرف على مسيري المؤسسات المساهمين فيها، غير أنه يصعب معرفة تأثيرات الصندوق Calpers على أداء المؤسسات المستهدفة، حيث تشير دراسة « Smith » التي شملت 51

¹ - Stéphanie Payet et Clara Severinson, le point sur les marches des pensions, publication de l'OCDE, n° 7, juillet 2010, P5.

² - Patricia Charlety, Activisme des actionnaires : le cas particulier des Fonds de pension, étude du CREST, Bulletin COB, N°354, février 2001, P24.

³ - Patricia Charlety, Op Cit, p p25-26.

مؤسسة تحت تأثير Calpers خلال الفترة (1987-1993) على ردة فعل إيجابية لأسعار الأسهم في حالة تكيف المؤسسة مع التغيرات التي يسعى إليها الصندوق ورد فعل سلبي في حالة مقاومتها.

2- استراتيجيات شركات التأمين

تعد شركات التأمين من أكثر المؤسسات المالية قدرة على جمع مدخرات الأفراد¹، والتي أصبحت ثاني أكبر مستثمر مؤسسي في العالم سنة 2005 بعد شركات الإستثمار بعدما كانت تحتل المرتبة الأولى عالميا سنة 1995. أنظر الملحق رقم (2)

تستثمر شركات التأمين على الحياة أصولها في شكل سندات بنسبة 80% من مجموع أصولها مقابل 13% فقط للأسهم والأموال الأخرى بمعدل فائدة متغير أما في الو.م.أ فأصول مؤسسات التأمين على الحياة تستثمر أكثر من ثلث على شكل سندات خاصة ذات معدل فائدة مرتفعة مقارنة بسندات حكومية، مع خطر التعثر والسيولة مرتفعة كذلك .

عادة ما نسمع باحترق مصنع سفن، تحطم طائرة، أو عندما يؤدي وقوع حادث سيارات إلى عدة جرحى، فتتواجد في هذه الحالات ما يسمى بالخسائر الكبرى « les gros sinistres »، فتلجأ شركات التأمين لتأمين مثل هذه المخاطر، من خلال إعتمادها على الآليتين المختلفتين اللتين قد تتكاملان بعضهما البعض:²

2-1- التأمين المشترك: LA COASSURANCE

تتضمن اشتراك شركات التأمين فيما بينها لضمان تأمين خطر معين، فإذا طلب عون اقتصادي ما من شركة تأمين ضمان مبيعات سياراته، الذي يكون له بطبيعة الحال ورشة ميكانيكية والعديد من السيارات الجديدة في انتظار بيعها، يمكن لشركة التأمين في هذه الحالة تقاسم المخاطر مع شركة أو عدة شركات تأمين أخرى منافسة لها.

وفي هذه الحالة لا يكون للمؤمن له أية علاقة مع باقي شركات التأمين الأخرى، سوى مع شركة المتعاقد معها، كما تتحمل هذه الأخيرة نسبة كبيرة من المخاطر مقارنة بباقي الشركات التأمين الأخرى، مثلا 50% لها و 30% - 20% للبقية .

تعتبر هذه التقنية قديمة*، ملائمة كذلك لتغطية المخاطر ذات الأهمية المتوسطة فإذا ارتفع حجم رأس المال المغطى من قبل شركة التأمين فسوف يترتب عن ذلك زيادة في عدد التأمينات المشتركة، الأمر الذي قد ينتج عنه مشاكل تسيير صعبة الحل.

¹ - Vincent Fleuriet, et Catherine Lubockinsky, la gestion des risques de taux par les sociétés d'assurance- vie et les fonds de pension, Banque de France, Revue de la stabilité financière, N°6, juin 2005, p104.

² - Jean-Pierre Daniel, l'assurance et ses secrets, tout ce que votre assureur ne vous a jamais dit, Bourrin, Edition, Paris, 2007, P106.

* - كان يتضمن قبل 30 سنة أحد ملفات شركة "TOTAL" 10 شركات تأمين مشتركة فالبعض منهم كانوا يغطون أقل من 1% من المخاطر غير أنه كان إجباري إعلامهم بكل المخاطر والتغيرات في الملف، الشيء الذي تمخض عنه تكاليف إدارية ضخمة جدا.

2-2- إعادة التأمين la réassurance

يعتبر إعادة التأمين الأسلوب الثاني لتوزيع مخاطر التأمين الأكثر أهمية حاليا مقارنة بالفترة الماضية. فإذا كان التأمين المشترك يعني تأمين خطر مشترك فإن إعادة التأمين تعني تأمين المؤمنين أنفسهم، فحتى إعادة التأمين كانت متواجدة منذ القدم، إلا أنها خلال العقود الأخيرة لم تعرف فقط تطورا بل حتى اكتشاف طرق جديدة، فمع ارتفاع حجم المؤسسات وتزايد المخاطر سمح إعادة التأمين بإعطاء الوسائل لشركات التأمين لتحقيق طموحاتها . وعليه يوجد شكلين لإعادة التأمين:

- **إعادة التأمين النسبي: la réassurance proportionnelles** في هذه الحالة يكون مصير شركة التأمين وإعادة التأمين مرتبطين، فإذا حققت الأولى ربحا فالثانية تحقق كذلك ربحا والعكس صحيح.
- **إعادة التأمين غير النسبي: la réassurance non-proportionnelle** أين لا يكون فيه مصير مشترك للطرفين، فيمكن لشركة التأمين أن تسجل ربحا في حين تحقق الأخرى خسارة أو العكس، أو تحقق ربحا وخسارة في الوقت نفسه.

3 - استراتيجيات صناديق التحوط

يعد تعدد وتنوع الإستراتيجيات المتبعة من قبل صناديق التحوط من بين أهم العوامل التي تجعلها موضوع نقاش وجدل الكثير من الإقتصاديين بخصوص دورهم على الساحة الإقتصادية العالمية، وفيما يلي نذكر بعض تلك الاستراتيجيات:

3-1- إستراتيجية الكاري تريد "carry Trade" : تشير هذه الإستراتيجية إلى اقتراض أموال بمعدل فائدة منخفض ثم يعاد استثمارها بمعدل فائدة مرتفع، وللحصول على هذا التباين ما بين المعدلين، غالبا ما تعتمد هذه الإستراتيجية** على عملات متنوعة باعتبار معدل فائدتها يتحدد بواسطة السياسات الإقتصادية المتبعة من قبل الدولة، وعليه نجد العائد يتشكل من موردين، الأول يتمثل في الدخل الناتج عن الفرق ما بين معدل فائدة العمليتين، أما الثاني فينتج عن تراجع العملة ذات معدل الفائدة المرتفع.¹

- **إيجابيات:** تعتبر إستراتيجية « CT » جذابة للغاية، سهلة الإلتباع، وتسمح بتحقيق عائد مستقر وثابت، حيث تشير دراسة « Deutsche Bank » بتحقيق صندوق « exchange Trade fund »

*- رغم التواجد المهم لهذه العملية في عالم المالية ، إلا أنه لا يعرف قيمة حجمها بالضبط، فإذا أخذنا مثال عن الين الياباني (JPY) « Yen carry Trade » ، فنجد بعض المختصين اليابانيين يقدرونه ما بين 80 و 160 مليار دولار. تطبق الصناديق هذه الإستراتيجية بواسطة تقنيات مالية مثل « currency forward swaps » ، الأمر الذي لا يسمح بمعرفة بدقة قيمتها الفعلية، فالعملات التي تستعمل في هذه الإستراتيجية غالبا ما تتمثل في (GBP/CHF) (USD/JPY) (EUR/JPY) (CAD/JPY) (USD/JPY) (GBP/JPY).

¹ -Min-Woo Lee , Yoon-Kyung Lee, Les stratégies globale macros des hedge fends, Mémoire en majeur finance, Mai2007, p42.

² - IDEM, pp46-47.

عائدا يقدر في المتوسط بـ 11.4% سنويا على مدى 10 سنوات جراء إتباعه لإستراتيجية « CT »، حيث تقارن هذه النسبة مع عائد مؤشر Sp 500 الذي يقدر بـ 8.2% ، وعليه فالعديد من صناديق التحوط تتبع هذه الإستراتيجية وحتى المستثمرين الكلاسيكيين مثل صناديق التقاعد التي أصبحت تستفيد منها عبر صناديق التحوط.

• **سلبيات:** كما رأينا سابقا تستفيد هذه الإستراتيجية من فرق التحكيم في المحيط الإقتصادي الكلي، ففي حالة الإستقرار لابد أن يكون الفارق في معدل الفائدة مابين الدولتين معدوما في حالة تعديلها من قبل توقعات السوق بالنسبة إلى تحركات كل عملة، وعليه فباتباع إستراتيجية « CT » يجعل هذا المبدأ أكثر تضخما عوض أن يكون مصحح من طرف قوانين السوق، فكلما طبقت هذه الإستراتيجية كلما تباع العملة الضعيفة ، ولهذا السبب نجد الين الياباني من بين العملات المقيمة بأقل من قيمتها في العالم.

3-2- إستراتيجية "Tactical Asset Allocation"¹ عبارة عن تقنية تسيير ديناميكية ، تهدف إلى

تحسين أداء المحفظة من خلال التغيير بصفة انتهازية لمكونات المحفظة الإستثمارية. وعليه قد تتغير مكونات المحفظة المالية عندما يعيد مسير الصندوق النظر في توقعاته لتطورات السوق، فمثلا لو خصص جزء كبير من المحفظة الإستثمارية في الأسهم، فسوف يعيد المسير على التخفيض في حجمها لو تم التوقع بأن السندات ستحقق عائدات أحسن من الأسهم.

3-3- إستراتيجية "Managed Future Account"² : تعد شكلا من أشكال التسيير البديلة، التي

تتخذ مواقف قصيرة و طويلة الأجل على العقود المستقبلية، مثل سندات حكومية، والأسهم على العقود الطويلة ، وعلى العملات ، معدلات الفائدة، الطاقة، المواد الأولية، أو المؤشرات البورسية. تعتمد هذه الإستراتيجية عموما على تحاليل تقنية، مما يسمح بتخفيض تطاير المحفظة الإستثمارية .

3-4- إستراتيجية "equity long / short" كما سبق ذكره يعتبر الاقتصادي "A.W. Jones" أول

من أنشأ صندوقا تحوطيا سنة 1949، ففكرته الأولى كانت تتمثل في "equity long / short" . والتي تعني إضافة قرض (مبلغ بسيط) إلى أموال المستثمرين (100000 دولار)، فمثلا كان باستطاعة "Jones" شراء 110000 دولار من أسهم شركات، وبيع في نفس الوقت على الهامش 40000 دولار أسهم مؤسسات (في وضعية ليست جيدة)، وهكذا يكون جزئيا مغطى من التحركات العامة للأسواق ، فإذا تراجعت هذه الأخيرة ، تتراجع معها قيمة الأسهم التي اشتراها (على المدى البعيد) غير أن موقفه المميز يحقق له ربحا لأن شراء أسهم مقترضة يكون أرخص. تعتبر هذه الإستراتيجية الأكثر تطبيقا من قبل صناديق التحوط، وخصوصا بالنسبة

¹ - Min-Woo Lee , Yoon-Kyung Lee, op cit, p40

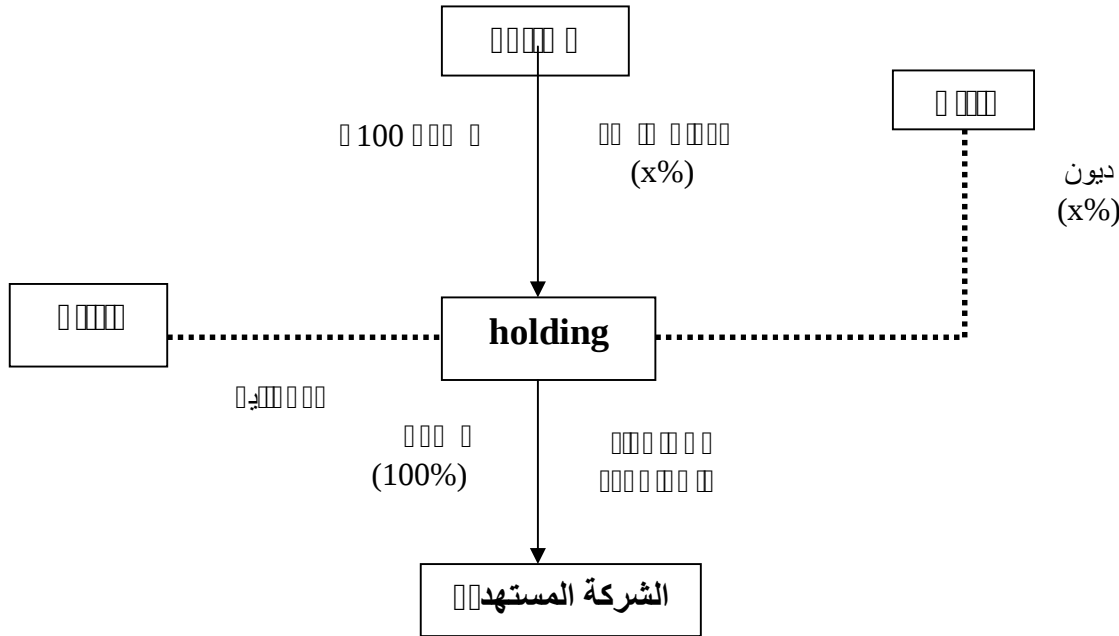
² - IDEM, pp'39-40.

للجديد في هذا المجال، فعوض تفادي أسهم الشركات التي هي في وضعية سيئة ، يراهن ضدها من خلال بيعها على الهامش.¹

4- إستراتيجية صناديق الأسهم الخاصة

تتمثل أهم إستراتيجية الإستثمارية المتبعة من قبل هذه الصناديق في استراتيجية الإستحواذ بالإستدانة "Leverage Buy Out" LBO بحيث تعرف هذه الأخيرة من قبل الجمعية الفرنسية للإستثمار في رأسمال (Association Française des Investissements en Capital) بالإستحواذ على شركة مستهدفة من خلال وسيط يتمثل في مؤسسة قابضة "holding" *، التي تعمل على تلقي الأموال واكتتاب الديون لتمويل عمليات الإستحواذ، وفي النهاية تسدد الديون عن طريق التدفقات المالية المتأتية من المؤسسة المستحوذة،² والشكل التالي يوضح لنا ذلك:

الشكل رقم (3-1): عملية الاستحواذ بالاستدانة LBO



Source : Anthony Seghers, Op Cit, p30.

فقد يكون الإستحواذ على شركة مسعرة في البورصة، وفي هذه الحالة يسحب الصندوق الشركة من البورصة عند الإستحواذ عليها، كما نجد تمويل العملية بنسبة كبيرة بالديون (80% في المتوسط). وعليه تسعى

¹ - Donald Mac Kenzie, Op cit, p34.

* بالفرنسية «société de portefeuille» أو «société de gestion» أو في بعض الحالات société mère أو conglomérat، هذه الأخيرة الأكثر استعمالاً، والتي تعني المؤسسة التي تهدف إلى تسيير ومراقبة مؤسسات ذات أهداف مشتركة.

² -Anthony Seghers, Optimisation financière et fiscale d'un LBO particulier, - Mastère spécialise droit et management international HEC/ESCP paris, 2006-2007, p30.

صناديق الأسهم الخاصة إلى التقليل من حجم استثماراتها في المؤسسات المستهدفة المكون من رأس المال الخاص، وتمول الجزء الكبير بالديون ، كما نجد -عادة- هذه الصناديق تسيطر على المؤسسات المستثمرة فيها وتتدخل في إستراتيجيتها الإستثمارية، ثم تعمل على إعادة بيعها خلال مدة تتراوح ما بين 3 إلى 6 سنوات.¹

المطلب الرابع: دور المستثمرين المؤسسيين في المؤسسات المستهدفة

للمستثمرين المؤسسيين حصص معتبرة في المؤسسات المدرجة في البورصة، وعلى هذا الأساس يمكنهم توجيه سياسات تلك المؤسسات، كما نجدهم مسؤولين على مراقبة آلية حوكمة الشركات الأمر الذي يسمح لها بموازاة مصالح المديرين مع مصالح المساهمين، ولهذا سوف نحاول التعرف من خلال هذا المطلب على نشاط المستثمرين المؤسسيين داخل المؤسسات المستهدفة.

1- تعريف نشاط المستثمرين المؤسسيين

بظهور المستثمرين المؤسسيين كأهم المتعاملين في الأسواق المالية الدولية، وأهم المؤثرين في طرق تسير المؤسسات وفي نجاحها، أصبح الكثير من الاقتصاديين يتكلمون عن ما يسمى بـ"نشاط الكبير للمستثمرين المؤسسيين" "*L'activisme des investisseurs institutionnels*" وفيما يلي نقدم بعض التعاريف التي أعطيت لهذه الأخيرة:

بالنسبة لـ "Hervé" (2001) فالنشاط بمفهومه الواسع يشير إلى " عدم رضا المستثمرين بالإستراتيجية أو أداء الشركة المساهمين فيها ". وعلى هذا الأساس يبين هذا الإقتصادي أن النشاط لدى المستثمرين المؤسسيين ليس اتصال مع المؤسسة وإنما هي إشارة يصدرها ضد المؤسسة لعدم قبوله بنظام الحوكمة المتبع من قبلها.

كما يعبر نشاط المستثمرين المؤسسيين بالنسبة لبعض الإقتصاديين الآخرين عن رأي المساهمين، من خلال حقهم في إقتراح وإصدار قرارات. فمثلا بالنسبة لـ Cappy (2002) تأخذ العلاقات الموجودة بين المستثمرين المؤسسيين والمؤسسة شكلين أساسيين: تفاوضي و نزاعي، فالشكل التفاوضي يمر من خلال مفاوضات تتمحور على تطوير حوكمة المؤسسات المعنية، أما الشكل النزاعي، فيشير إلى النشاط الذي يعني اقتراح الحلول على الجمعية العامة للمساهمين، والتي عموما تحدث حينما تفشل المفاوضات السابقة".

أما Smith (1996) فيصف نشاط المساهمين بـ" الرقابة ومحاولة إحداث تغيير في هيكل الرقابة التنظيمية على المؤسسة التي تفرض من خلال المستثمرين المؤسسيين الذين يدركون أن المؤسسة لا تسهر على تحقيق هدف تعظيم ثروتهم ".²

¹ -Patrick Artus, et Marie- Paule Vivard, on comprend mieux le monde à travers l'économie, Pearson éducation ; France2008, pp'159-160.

² -Koussay Ammar, op cit. P33

أما "Rousseau" و "Crete" (1997) يعتبرون نشاط المستثمرين المؤسساتيين بأنه "في الغالب يستعمل لوصف النشاطات الأكثر وضوحاً لبعض المساهمين بهدف إعادة النظر في سلوك المؤسسات".¹ وبصفة عامة يمكن تعريف نشاط المستثمرين المؤسساتيين "أنه النشاط الذي ينجم من خلال عدم رضا المساهمين على أداء المؤسسة، وبالتالي السعي لإحداث تعديل على نظام الحوكمة المتبع من قبلها".

2- العوامل المفسرة لنشاط المستثمرين المؤسساتيين

هناك العديد من الدراسات الحديثة التي تشير إلى العوامل التي تدفع المستثمرين المؤسساتيين ليصبحوا أكثر نشاطاً في حوكمة الشركات والتي سنحاول الإحاطة ببعضها فيما يلي:²

2-1- التأثيرات العديدة لحجم ملكية المستثمرين المؤسساتيين على نشاطهم حيث أصبحت المؤسسات المالية ضخمة مما لا يسمح لها بسهولة بيع أسهمها.

فإذا أراد المستثمرون المؤسساتيون بيع أسهم فسوف يضطرون إلى تحمل انخفاض كبير في الأسعار أو على تمديد مبيعاتهم على فترة زمنية طويلة، فيجعل هذا النقص في السيولة المستثمرين المؤسساتيين أكثر حساسية لأداء الشركات وأكثر نشاطاً فيما يتعلق بحوكمة الشركة.

2-2- للمستثمرين المؤسساتيين مسؤولية تجاه عملائهم (مثل المتقاعدين بالنسبة لصناديق التقاعد)، مما يلزمهم ليس فقط على اختيار الإستثمارات المناسبة بل على مراقبة المؤسسات المستهدفة أيضاً.

2-3- تشمل آليات السيطرة على مؤسسة معينة في الاندماج والإستحواذ و العرض العمومي للشراء حيث تمثل هذه الآليات تهديداً للمسيرين، الأمر الذي يحتم عليهم تسيير المؤسسة وفقاً لمصالح حملة الأسهم.

2-4- أسلوب جديد في إدارة المحفظة الاستثمارية: فمثلاً نجد نسبة كبيرة من أصول صناديق التقاعد مختارة حسب مكونات مؤشر بورصة ما بهدف تحقيق نفس عائد السوق، وعليه لا يستطيع أصحابها تغيير هيكلية المحفظة لمتابعة قواعد السوق المالية.

3- تأثير المستثمرين المؤسساتيين على المؤسسة المستهدفة³

يستعمل المستثمرون المؤسساتيون وسيلتين في التأثير على قرارات المسيرين، إما بالتخلي عن الأوراق المالية وبيعها دفعة واحدة، مما سيكون له أثر سلبي على قيمتها، أو محاولة القيام بتعديل سياسة المؤسسة باستعمال سلطتهم وممارسة حقوقهم في التصويت، ومن هنا إصدار إشارات تأخذ إحدى الأشكال التالية:⁴

3-1- المتابعة القضائية للمؤسسة في محاولة إرغامها على ممارسة كامل حقوقهم القانونية؛

3-2- التصويت ضد تعيين طاقم الإدارة في مجلس إدارة المؤسسة؛

¹ -Maxim Allart, Carole Monaco et Alain Finet, la présence des investisseurs institutionnels en Belgique : le cas des petites et moyennes capitalisations, université de mons, humanOrg Working Papers, 2014/03, p5.

² -Koussay Ammar, op cit.P34

³ - Koussay Ammar, op cit. P35

⁴ -Fabrice Herve, Faut-il acheter les actions des entreprises apparaissant sur les listes noirs du conseil des investisseurs institutionnels? revue d'économie financière, volume 36, 2001, pp' 126-127.

3-3- الإستهداف الصريح للمؤسسة.

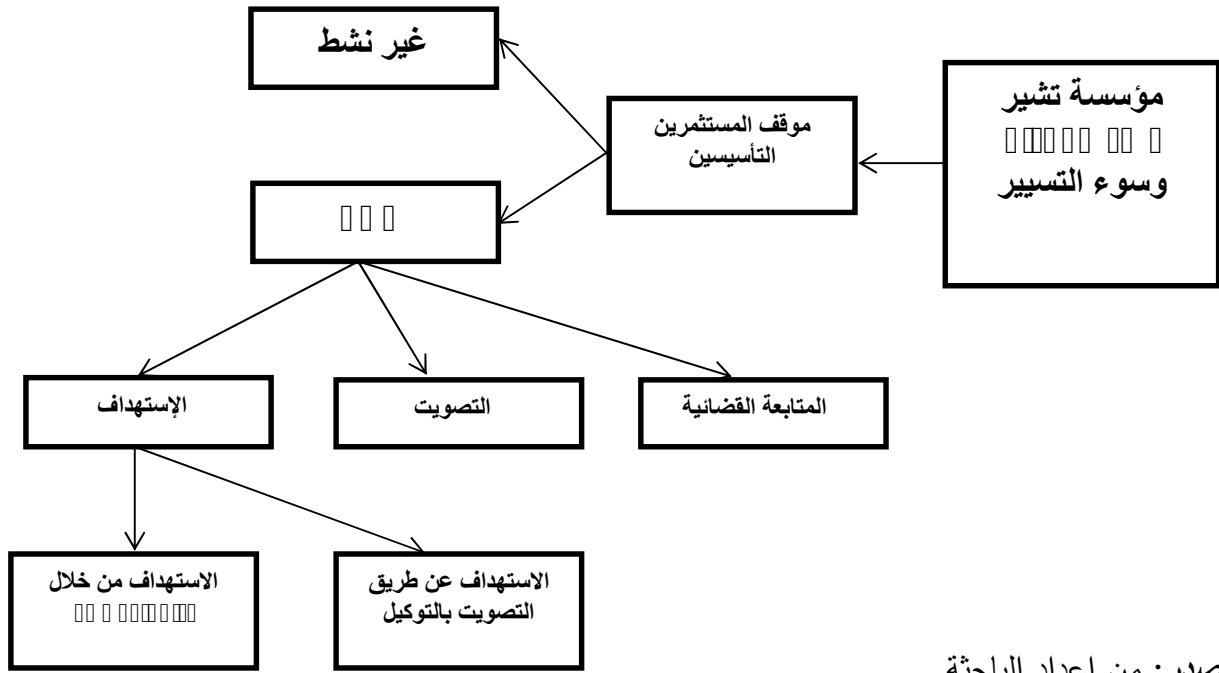
قسم "Wahal" استهداف المؤسسة إلى قسمين أساسيين: الإستهداف عن طريق التصويت بالتوكيل "Le ciblage par proxy"، والذي يقصد به الحصول على أكبر عدد من أصوات المساهمين عن طريق التوكيل، والإستهداف من خلال أداء المؤسسة "Le ciblage pour performance" ويكون ذلك من خلال إعلام الجمهور عن عدم رضا المستثمرين عن أداء المؤسسة. يمر النوع الأول من الاستهداف بعدة مراحل أهمها:¹

- يقوم المستثمرون المؤسساتيون بإختيار المؤسسات التي تستهدف من المحافظة المشكلة لديهم؛
- يقوم المستثمرون بمحاولة إجراء حوار مع تلك المؤسسة بشأن بعض إقتراحات التغيير؛
- يقدم المستثمرون إقتراحهم عن طريق إصدار وثيقة رسمية تعرض على الجمعية العامة للمساهمين، لكي تقوم فيما بعد هذه الأخيرة بمناقشتها والمصادقة عليها؛
- إذا تم الإتفاق بين المؤسسة والمستثمرين على الإقتراح، فلن يمرر على الجمعية العامة بل يضل سرياً، أما إذا تم عرض الإقتراح على الجمعية العامة للمساهمين، فإن المستثمرين سيحاولون مراقبة تنفيذ هذا الإقتراح من قبل المؤسسة.

أما النوع الثاني من الإستهداف، فلا يمر بالمراحل السابقة، وإنما يتم من خلال إعلام الجمهور بضعف أداء المؤسسة، وذلك بإعداد قوائم تبين ترتيب أداء المؤسسات، ونستطيع تلخيص طرق استهداف المؤسسة في الشكل التالي:

¹ - Fabrice Herve, op cit, pp'127-128.

شكل رقم (1-4): إمكانيات تأثير المستثمرين التأسيسيين على المؤسسة المستهدفة



المصدر: من إعداد الباحثة

إضافة إلى الأنواع الأربعة من المستثمرين المؤسساتيين يمكن ذكر نوع آخر والذي أثار جدل الكثير من الإقتصاديين خلال الألفية الأخيرة والمتمثل في صناديق الثروة السيادية والتي سوف نحاول تسليط الضوء عليها في المبحث الموالي باعتبارها موضوع دراستنا.

المبحث الثاني: ظاهرة صناديق الثروة السيادية

تعددت وتنوعت الدراسات حول صناديق الثروة السيادية خلال القرن الجديد وخصوصا خلال أزمة الرهن العقاري، الأمر الذي أسفر عنه الجدل القائم ما بين الاقتصاديين، وخصوصا حول تعريف هذه الأعران الجديدة، حجم أصولها، مكونات مواردها، مما يجعلها موضوع نقاش حاد. وعليه سوف نحاول التوصل في هذا المبحث إلى صورة واضحة لهذه الصناديق وذلك من خلال استعراض أهم التعاريف التي قدمت لها، تطورها التاريخي، خصائصها، أهدافها وإطارها المؤسسي.

المطلب الأول: نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية

نحاول من خلال هذا المطلب استعراض بعض التعاريف التي قدمت لصناديق الثروة السيادية، تطورها التاريخي وذلك منذ إنشاء أول صندوق إلى غاية أوت 2015، ثم أهم خصائصها وأهدافها.

1- بعض التعاريف التي قدمت لصناديق الثروة السيادية

لا يوجد تعريف متفق عليه بين الاقتصاديين أو المنظمات على ما يمكن أن يطلق عليه تسمية صناديق الثروة السيادية، وعليه سوف نحاول فيما يلي اقتراح بعض التعاريف التي قدمت لهذه الصناديق.

تعريف **"Anna L. Paulson"** في قرار صادر من قبل الإحتياطي الفدرالي لشيكاغو في جانفي 2009 صناديق الثروة السيادية بأنها: "ترتيبات استثمارية مملوكة للحكومة وممولة من موجودات الصرف الأجنبي، والتي تدار بشكل مستقل عن الإحتياطيات الرسمية للسلطات النقدية"¹

تعريف **الخزينة الأمريكية** لصناديق الثروة السيادية: إنها عبارة عن "ترتيبات استثمارية حكومية ممولة من موجودات الصرف الأجنبي"، وعليه تميز الخزينة الأمريكية ما بين فئتين من صناديق الثروة السيادية:²

- صناديق المواد الأولية: والتي تلبي أهدافا متعددة منها استقرار الموارد الجبائية، الإدخار ما بين الأجيال، تعقيم ميزان المدفوعات، حيث تستثمر صناديق الإدخار في أصول متنوعة في حين تستثمر صناديق الإستقرار في أصول سائلة وقليلة المخاطر.
- صناديق ممولة من احتياطي الصرف: والتي نجدها أحيانا في حالة التراكم المفرط للفائض في ميزان المدفوعات مثل حالة دول آسيا.

تشير الاقتصادية **"Caroline Bertin Delacour"** إلى تعريفين لصناديق الثروة السيادية، الأول وهو التعريف الشامل والمتمثل في: "الكيانات التي تستثمر أصول الدولة"، أما التعريف الثاني والضيق فيستبعد الصناديق التي تستثمر في السوق المحلية، والصناديق التي الغرض منها تمويل معاشات التقاعد، وكذا تلك غير المنفصلة رسميا عن البنك المركزي، إضافة إلى تلك الممولة من القروض"³.

كما يعرفها **"Simon Johnson"** اقتصادي ومدير دائرة الأبحاث في صندوق النقد الدولي بأنها "الأصول التي تحوزها حكومات بعملة بلد آخر، وتمتلك جميع الدول احتياطات بعملة أجنبية (الدولار، اليورو أو الين)، وعندما يحقق بلد ما فائض في حسابه الجاري، ويتراكم لديه المزيد من الإحتياطيات أكثر من إحساسه بالإحتياج إليها لأغراض آنية، فإنه يستطيع إنشاء صندوق مساو لإدارتها"⁴.

أما **"Edwin M. Truman"** فيقدم تعريفين لصناديق الثروة السيادية، الأول وهو تعريف شامل والمتمثل في "مجموعة من الأصول المدارة أو المملوكة للحكومة. في حين يستثني التعريف الأقل شمولية الشركات المالية أو غير المالية للحكومة، والأصول المحلية الصافية، واحتياطيات العملات الأجنبية، والأصول المملوكة

¹ - Anna L. Paulson, Raising capital; the role of sovereign wealth funds, Chicago Fed Letter, N° 258, January 2009, p1.

² - Jean-Michel Rocchi, et Michel Ruimy, Les fonds souverains, economica, paris, 2011, p16.

³ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p21.

⁴ - Simon Johnson, la montée en puissance des fonds souverains, revue finance et développement, septembre 2007, p56.

أو التي تتحكم بها الوحدات شبه الحكومية، وبعض صناديق التقاعد الحكومية أو جميعها¹ وهذا التعريف شبيه بتعريف "Caroline Bertin Delacour".

يبين تقرير المفتشية العامة للمالية فيما يتعلق بشروط ممارسة مهام وزير الاقتصاد والمالية والعمل أنه صعب جدا التمييز ما بين وكالات الاستثمار الدولية وصناديق الثروة السيادية، وفي هذا المجال صرحت وزيرة الاقتصاد والمالية والتشغيل الفرنسية "Christine Lagarde" بتاريخ 11 أكتوبر 2007 بأن "صناديق الإيداع من بين صناديق الثروة السيادية".²

تعريف معهد صندوق الثروة السيادية: عبارة عن صندوق مملوك من قبل الحكومة مكون من موارد متأتية من الفائض في ميزان المدفوعات أو عمليات الصرف، أو الإيرادات المتأتية من الخصخصة أو الصادرات السلعية. لا يتضمن هذا التعريف احتياطات الصرف المدارة من مداخل السلطات النقدية والمستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية، المؤسسات العمومية وصناديق التقاعد.³

تقترح مجموعة العمل الدولية في بيان صحفي رقم 08/06 الصادر بتاريخ 11 أكتوبر 2008 تعريف صناديق الثروة السيادية بأنها: "صناديق أو ترتيبات الإستثمار ذات غرض خاص تمتلكها الحكومة، وتنشئ هذه الأخيرة صناديق الثروة السيادية لأغراض إقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها وإدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك إستراتيجيات تتضمن الإستثمار في الأصول المالية الأجنبية. حيث تنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة، أما الأصول المستبعدة من صناديق الثروة السيادية فهي تتضمن احتياطات النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية لأغراض تقليدية متعلقة بميزان المدفوعات والسياسة النقدية، أو أموال المؤسسات المملوكة للدولة بمفهومها التقليدي، أو صناديق تقاعد موظفي الحكومة أو الأصول التي تدار لصالح الأفراد".⁴

وعليه يستبعد من هذا التعريف الاحتياطات بالعملة الصعبة المسيرة من قبل السلطات النقدية لخدمة السياسة النقدية أو ميزان المدفوعات، مؤسسات الدولة، صناديق التقاعد، والأصول المسيرة للحساب الخاص، أما البعض الآخر فيعرفها بترتيبات الاستثمار العمومية والتي تشمل صناديق التقاعد، غير أن مجموعة العمل

¹ -Edwin M. Truman, Sovereign Wealth Funds New Challenges From a Changing Landscape, Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy. Trade and Technology. US House of Representatives, Peterson Institute for International Economics, 10 December 2008, p1.

² -Driss Agardi et Alain Alcouffe, les fonds souverains et gouvernement d'entreprise; un état des lieux, les Notes du LIRHE, N°459, septembre 2008, p3.

³ -Sovereign Wealth Fund Institute, What is a Sovereign Wealth Fund, 31-12-2013 <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>

⁴ -Groupe de travail international, les principes de Santiago, communiqué de presse N° 08/06, 11 octobre 2008, p4.

الدولية تركز على تعريف ضيق والذي يعتبر ناتجا متفقا عليه بين العديد من الجهات والمعتمد عليه من قبل صندوق النقد الدولي (FMI) ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE).¹

ومن خلال كل ما سبق عرضه نستنتج اختلاف التعاريف المقدمة إلى صناديق الثروة السيادية من حيث الأصول المملوكة فيوجد من يعتمد على تعريف شامل والآخر على تعريف ضيق باستثناءهم لبعض الأصول المالية، كما يمكن الإشارة إلى أن هذا الاختلاف في تعريف صناديق الثروة السيادية يعود إلى عدم تجانس هذه الصناديق سواء من حيث الأصول أو من حيث الحوكمة، الإستراتيجية، أو من حيث طريقة التسيير. مما يؤدي إلى اختلاف تقديرات أصول تلك الصناديق مع العلم أن معظمها يركز على اعتبار صندوق الثروة السيادي صندوق استثمار حكومي تستثمر أصوله في الأسواق الخارجية وهو تعريف يفتقر إلى الدقة باعتبار أن بعض الصناديق تنشأ لأهداف ادخارية وغير استثمارية، كما أن مجال نشاطها قد يكون داخليا أو خارجيا أو الإثنين معا، ومن هذا المنطلق فإن التعريف المناسب لصناديق الثروة السيادية يكون على النحو التالي: "صناديق الثروة السيادية عبارة عن ترتيبات استثمارية مستحدثة ومدارة من قبل الدولة لأغراض استثمارية أو إدخارية، ويتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة كما أن مجال نشاطها قد يكون داخليا أو خارجيا".

2- التطور التاريخي لصناديق الثروة السيادية: أثبتت بعض الدراسات أن إنشاء صناديق بترولية كان نتيجة لسلوك القطيع، بمعنى لجوء بعض الدول إلى إنشاء صناديق سيادية كان سبب إمتلاك شركائها ومنافسيها لمثل هذه الصناديق،² وعليه يمكن التمييز ما بين ثلاث مراحل أساسية لتطور صناديق الثروة السيادية:

المرحلة الأولى: (1953-1999) ظهر الجيل الأول من صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي (الإمارات العربية المتحدة، قطر والكويت) وفي النرويج وكندا.³

حيث أنشأ أول صندوق ثروة سيادي في الكويت سنة 1953 الذي يعرف باسم " Kuwait Investment Authority"، بهدف تحقيق الإستقرار الإقتصادي ضد التقلبات في أسعار البترول،⁴ والذي يعتبر خامس أكبر صندوق ثروة سيادي في الوقت الراهن من حيث حجم أصوله التي تقدر بحوالي 592 مليار دولار وذلك حسب تقديرات معهد صناديق الثروة السيادية الصادرة في أوت 2015 (أنظر الملحق رقم (05)).

كما تم أنشئ سنة 1956 في جزر " Gilbert " صندوق إحتياطي لتسيير أرباح المناجم والفوسفات. وبعدها لم يتم إنشاء أي صندوق حتى بداية الطفرة النفطية الأولى في سنوات السبعينيات، أين تم فيها إنشاء

¹ - Joelle Paquet, l'émergence des fonds souverains, Rapport évolutifs, laboratoire d'étude sur les politiques publiques et la mondialisation, N°6, janvier 2009, p2.

² - Jean-michel rocchi et Michel ruimy, op cit, p 67.

³ - Alain Demarolle, les fonds souverains, rapport du ministère de l'économie de l'industrie et de l'emploi, paris, mai 2008, p5.

⁴ - Jean-Marc Puel, les fonds souverains: instruments financiers ou armes politiques?, édition autrement, paris, 2009, p15.

مجموعة من الصناديق مثل الصندوق الإماراتي "Abu Dhabi investment authority (ADIA)" سنة 1976 والصندوق الأمريكي "Alaska permanent reserve fund corporation (APRF)" سنة 1976¹. ويعود سبب نشأتها إلى ضرورة وضع هيكل استثماري ملائم لتسيير المداخل المتأتية من صادرات المواد الأولية و خاصة تلك المتمثلة في البترول والغاز. علاوة على ذلك، تم إنشاء أكبر صناديق الثروة السيادية من حيث حجم الأصول والمتمثلة في الصندوق النرويجي (Government pension fund global) الذي يعتبر أول وأكبر صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول والتي تقدر بـ 882 مليار دولار أمريكي (الملحق رقم 05). ينوه "Andres Schwab" عضو في البرلمان الأوروبي بأنه يرجع تاريخ نشأة صناديق الثروة السيادية إلى سنوات الخمسينيات لما كانت أكبر الدول المصدرة للنفط تنشأ صناديق بهدف استثمار عائداتها الضخمة المتأتية من صادرات البترول². وعليه ما نلاحظه من خلال المجموعة الأولى من الصناديق، هو أنها أنشئت لغرض التوظيف الأمثل للموارد المتأتية من صادرات المواد الأولية أو الناتجة عن الفوائض المحققة من التجارة الخارجية.

المرحلة الثانية 2000-2007: يعتبر نشأة الجيل الثاني من الصناديق الثروة السيادية حديثا نسبيا، والذي يمتاز بنشأة صناديق استثمارية من قبل أعوان جيوسياسيين كبار مثل الصين وروسيا. فبمناسبة ظهور هذا الجيل الثاني من الصناديق السيادية، أصبحت هذه الأخيرة موضوع نقاش رئيسي، إذ يشغل إهتمام الكثير من رجال المال والأعمال، ليس بسبب خصائصها أو إستراتيجيتها الاستثمارية الخاصة بها فقط بل بسبب الطموحات الجيوسياسية للحكومات التي تدير هذه الصناديق.

فالجميع يرى أنه بغض النظر عن مقدار حجم الموجودات التي تديرها هذه الصناديق الجديدة إلا أنها أصبحت تمثل موضوع اهتمام كبير، مثل إنشاء الصين ثالث أكبر صندوق سيادي سنة 2007 بحجم رأسمال يقدر بـ 746.7 مليار دولار، وذلك بعد إنشائها سنة 2000 صندوقا بحجم 236 مليار دولار والذي يعد عاشر أكبر صندوق سيادي في العالم³. (أنظر الملحق رقم 05)

ففي المرحلة الأولى كانت هذه الصناديق تدار من قبل اقتصاديات ذات الحجم وعدد السكان الضعيفين (يقدر عدد سكان سنغافورة ومجلس التعاون الخليجي ماعدا السعودية بـ 12 مليون نسمة)³، في حين تعتبر إقتصاديات الجيل الثاني قوى إقتصادية ضخمة مثل الصين وروسيا.

المرحلة الثالثة: 2008 إلى أوت 2015 الصناديق التي نشأت خلال وبعد أزمة الرهن العقاري: تكمن هذه المرحلة في الصناديق التي تم تكوينها خاصة من قبل الدول الناشئة التي تمتلك فائضا كبيرا في المواد الأولية،

¹ - Jean-Marc Puel , op cit, p16.

² - Andres Schwab, les fonds souverains, discours lors du petit déjeuner européen, centre des études européennes de l'ENA, starsbourg, 22 octobre 2008, p2.

³ - Alain Demarolle, op cit, p5

من بين أهم هذه الدول نجد روسيا التي قامت بإنشاء ثلاثة صناديق، إثنين سنة 2008 (National welfare fund) بقيمة 79.7 مليار دولار، و (Reserve Fund) بقيمة 88.9 مليار دولار. أما الصندوق الثالث فقد تم إنشاؤه سنة 2011 (Russian investment fund) بمبلغ 13 مليار دولار، إضافة إلى ذلك قامت بعض الدول المتطورة بإنشاء صناديق الثروة السيادية ولكن بحجم رأسمال منخفض مثل فرنسا سنة 2008 التي عمدت إلى إنشاء صندوق (Strategic investment fund) بقيمة 25.5 مليار دولار وإيطاليا التي قامت بإنشاء صندوق سنة 2011 (Italian strategic fund) بقيمة 6 مليارات دولار. (أنظر الملحق رقم (05))

إضافة إلى ذلك نجد السعودية التي بعد تردد طويل أعلنت سنة 2008 عن إنشاء أول صندوق سيادي بحجم رأسمال يقدر بـ 5.3 مليارات دولار (علما أنه يقدر حجم احتياطات الصرف السعودية بحوالي 300 مليار دولار). كما يلاحظ تراجع نسبي في نشأة صناديق الثروة السيادية خلال هذه المرحلة مقارنة بالمرحلتين السابقتين، وخاصة خلال سنة 2015 أين لم يتم إنشاء أية صندوق سيادي في العالم وقد يرجع ذلك إلى تراجع نمو الإقتصاد العالمي إضافة إلى الأزمة البترولية الأخيرة.

3- خصائص صناديق الثروة السيادية

- حسب "Caroline Bertin Delacour" يمكن إعطاء سبعة خصائص مشتركة لمعظم الصناديق الثروة السيادية، والمتمثلة فيما يلي:¹
- مملوكة أو مسيرة من قبل الدولة، هذا ما يميزها عن صناديق المضاربة أو صناديق رأس المال الإستثماري.
 - تسير احتياطات صرف الدولة، المتأتية من صادرات المواد الأولية أو المواد المصنعة أو الفائض في الميزانية.
 - تسير هذه الاحتياطات بطريقة مغايرة عن احتياطات صرف السلطات النقدية، هذا ما يميزها عن البنك المركزي.
 - لها أهداف اقتصادية كلية محددة، خصوصا تلك المتمثلة في تنويع الناتج المحلي الإجمالي أو الادخار ما بين الأجيال .
 - تتبع استراتيجيات استثمارية طويلة المدى.
 - تستثمر خصوصا في الأصول الأجنبية، مما يستبعد الصناديق التي تستثمر في الأصول المحلية.
 - عدم اللجوء للاستدانة.

¹ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p22.

4-أهداف صناديق الثروة السيادية

- حسب معهد صناديق الثروة السيادية تكمن أهداف هذه الأخيرة في النقاط التالية:¹
- حماية واستقرار الاقتصاد من خطر التقلبات الحادة في إيرادات الصادرات.
 - تنويع صادرات المواد الأولية غير المتجددة.
 - تحقيق عائدات أكبر من تلك المتأتية من احتياطات الصرف.
 - مساعدة السلطات النقدية على امتصاص السيولة غير المرغوب فيها.
 - تعظيم الادخار الموجه للأجيال القادمة.
 - تمويل برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
 - تحقيق النمو الطويل الأجل (التنمية المستدامة) للبلدان المالكة لهذه الصناديق.
 - تحقيق أهداف استراتيجية سياسية.

5-مميزات الصناديق السيادية عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى

خصائص صناديق الثروة السيادية يجعلها تتميز عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى من خلال النقاط التالية:²

5-1- رغم أن بعض الدول توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لحساب الوزارة المالية، مثل حالة الصين والنرويج، إلا أنه تختلف الصناديق السيادية عن البنوك المركزية في نقطتين أساسيتين:

- تسعى الصناديق السيادية إلى الإستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية أو سياسة الصرف التي تعتبر من بين وظائف البنك المركزي.
- يغلب على تركيبة المحفظة الإستثمارية للصناديق السيادية الأسهم، عكس البنوك المركزية التي تلتزم بالإحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف ومن ثم تستثمر أصولها في السندات.

5-2- تتميز صناديق التقاعد عن صناديق الثروة السيادية في كون مواردها متأتية أساسا من اشتراكات الأفراد في الصندوق كما يتجلى هدفها في تمويل معاشات التقاعد للأجيال القادمة مثل حالة صندوق "CALPERS" في كاليفورنيا.

5-3- تأخذ المؤسسات العمومية من الناحية القانونية شكل مؤسسات وليس صناديق استثمار وظيفتها

¹ - Some Fund Objectives, Sovereign Wealth Fund Institute, 23-12-2013

<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>

² - Alain Demarolle , op cit, p 4.

الأساسية انتاج السلع والخدمات، عكس صناديق الثروة السيادية التي وظيفتها استثمار الأصول المالية.

المطلب الثاني: تصنيفات صناديق الثروة السيادية

تشير بيانات معهد صناديق الثروة السيادية الصادرة في شهر أوت 2015 إلى أن عدد الصناديق السيادية الناشطة في العالم يعادل 79 صندوقاً، وبحجم رأسمال إجمالي يقدر بـ 7 283,7 مليار USD (أنظر الملحق رقم 05)، وفيما يلي أهم تصنيفات صناديق الثروة السيادية.

1- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب البلدان: يشير الجدول الموالي إلى تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب البلدان:

الجدول رقم (1-2): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب البلدان

الدولة	عدد الصناديق السيادية	مجموع الأصول المالية "مليار دولار أ"
الإمارات العربية المتحدة	7	1214,8
الولايات المتحدة الأمريكية	7	136,5
الصين	5	1934,9
سنغافورة	2	537,6
عمان	2	19
السعودية	2	677,1
أستراليا	2	95,3
المجموع	27	4615,2
باقي الدول	52	2669,5
المجموع	79	7283,7

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الملحق رقم (05).

يتضح لنا من خلال الجدول السابق أن عدد الدول التي تمتلك أكثر من صندوق واحد يقدر بسبع دول متمثلة في: الإمارات العربية المتحدة، الصين، الولايات المتحدة الأمريكية، السعودية، سنغافورة، عمان وأستراليا، علماً أن هذه البلدان مجتمعة تستحوذ على 27 صندوقاً من بين 79 صندوقاً متواجدة في العالم كما يقدر مجموع أصولها المالية بـ 4614,02 مليار دولار أمريكي، وبذلك فهي تستحوذ على أكثر من 63% من مجموع الأصول المالية لصناديق الثروة السيادية. وهو ما يؤكد مدى قوة وقدرة هذه الدول على التأثير في توجهات معظم صناديق الثروة الناشطة في العالم.

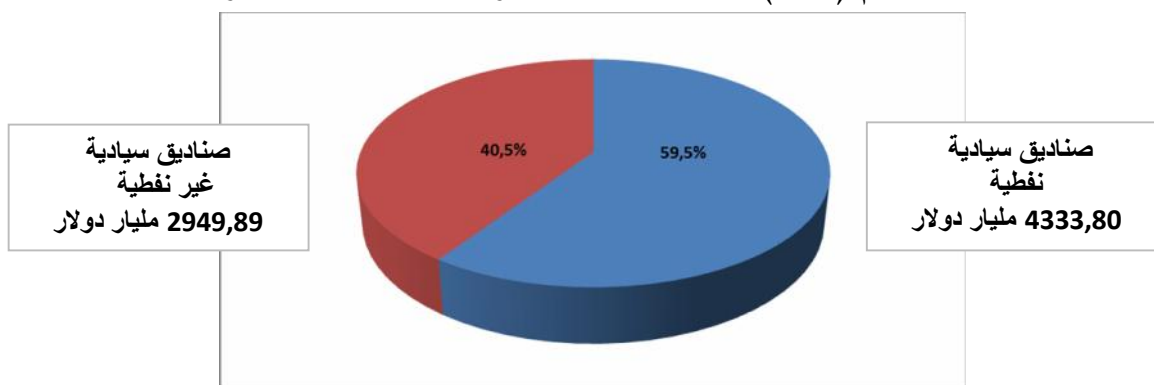
2- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد: يعتبر النفط المورد الرئيسي لغالبية صناديق الثروة السيادية وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (1-3): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد

نوع الصندوق	عدد الصناديق	قيمة الأصول "مليار دولار أ"	النسبة "%"
صناديق سيادية نفطية	44	4333,80	59,5%
صناديق سيادية غير نفطية	35	2949,89	40,5%
المجموع	79	7283,7	100%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (05).

الشكل رقم (1-5): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول (1-3)

يتضح لنا من خلال الشكل السابق أن إيرادات الصادرات النفطية تعتبر المورد الرئيسي لـ 44 صندوقاً سيادياً من بين 79 صندوقاً وهذا ما يمثل 59.5% من إجمالي أصول الصناديق السيادية، مما يؤكد استحواد البلدان النفطية على أكثر من نصف صناديق الثروة السيادية المتواجدة في العالم، وفي المقابل تعد إيرادات الصادرات السلعية والموارد الطبيعية غير النفطية واحتياطات الصرف الأجنبي المورد الرئيسي لما تبقى من صناديق الثروة السيادية.

3- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية: تتواجد صناديق الثروة السيادية في مختلف مناطق العالم إلا أن نسبة توزيعها تتباين من منطقة لأخرى وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (1-4): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية

المنطقة	عدد الصناديق	مجموع الأصول	النسبة "%"
الشرق الأوسط	14	2769.4	38.02
آسيا	25	3112.9	42.73

أوروبا	04	940.9	12.9
أمريكا الشمالية و الجنوبية	21	212	2.91
إفريقيا	11	130.93	1.79
باقي دول العالم	04	117.57	1.61
المجموع	79	7283.7	100

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (05).

تتركز صناديق الثروة السيادية في ثلاث مناطق جغرافية هي:

-منطقة الشرق الأوسط: تمتلك 14 صندوقاً بحجم أصول يقدر بـ 2769.4 مليار دولار وبذلك فهي تمثل ما نسبته 38.02% من إجمالي أصول الصناديق السيادية.

-منطقة آسيا: تستحوذ على 25 صندوقاً بحجم أصول يساوي 3112.9 مليار دولار وعليه فهي تمثل ما نسبته 42.73% من إجمالي الأصول الصناديق.

-منطقة أوروبا: تمتلك 04 صناديق بقيمة 940.9 مليار دولار وبنسبة 12.9 % من إجمالي أصول الصناديق السيادية.

-منطقة أمريكا الشمالية والجنوبية: تتوفر على 21 صندوقاً بقيمة 212 مليار دولار وبنسبة 2.91% من إجمالي أصول الصناديق.

-منطقة إفريقيا: تتوفر على 11 صندوقاً بحجم رأسمال يقدر بـ 130.93 مليار دولار وبنسبة 1.79% من إجمالي أصول الصناديق.

-باقي دول العالم: تستحوذ على أربعة دول بحجم رأسمال يقدر بـ 117.57 مليار دولار وهذا ما يمثل 1.61% من مجموع أصول الصناديق.

وعليه نلاحظ أن أغلبية الصناديق السيادية تابعة لدول الشرق الأوسط وآسيا، التي تستحوذ على أكثر من 80% من مجموع أصول الصناديق السيادية، الأمر الذي يمنح لها سيطرة شبه مطلقة على قرارات وتوجهات معظم صناديق الثروة السيادية الناشطة على الساحة المالية العالمية.

المطلب الثالث: أصول صناديق الثروة السيادية

من خلال هذا المطلب سوف نحاول التعرف على طريقة تحويل احتياطي الصرف من الملجأ الأخير للإقراض أي البنك المركزي إلى صناديق الثروة السيادية، ثم نستعرض مكونات موارد صناديق الثروة السيادية وأهم عوامل نموها.

1- تحويل احتياطي صرف البنك المركزي إلى صندوق الثروة السيادي

سجلت كل من الصين، هونكونغ، ماليزيا، كوريا الجنوبية، سنغافورة، تايوان، فيتنام ابتداء من سنة 1998م فائضا في ميزانها الجاري بمئات المليارات من الدولارات، وهو ما يمثل 8 إلى 9% من انتاجها الداخلي الخام، هذا ما دفعها إلى تحويل جزء من هذا الفائض إلى صندوق ثروة سيادي. والجدول التالي يوضح لنا احتياطي الصرف وحجم أصول صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2006-2008.

الجدول رقم (1-5): إحتياطي الصرف وحجم أصول صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2006-2008

الدولة	صندوق سيادي سنة 2008	احتياطي الصرف 2006	احتياطي الصرف 2008	نسبة صناديق السيادية على الاحتياطي الصرف
آسيا				
الصين	689.6	1100	1800	0.38
سنغافورة	464	144	168	2.76
كوريا الجنوبية	27	251	264	0.1
تايوان	15	266	286	0.05
الشرق الأوسط				
الامارات العربية المتحدة	1000	25	29.6	34.1
السعودية	431	25	34	12.7
الكويت	264.4	21	Nd	12.5
قطر	65	5	Nd	13
دول أخرى				
كزاخستان	38	18	21	1.8
النرويج	396	57	57	18.8
روسيا	178.5	280	435	0.4
فنزويلا	0.8	15	32	0.02

Source; Henri-louis Védie, op cit, p126.

في سنة 2008 قدر مجموع احتياطي الصرف 7500 مليار دولار، فالصين لوحدها تستحوذ على حوالي 1800 مليار دولار. وعليه إذا قارنا حجم احتياطي الصرف مع حجم صناديق السيادية، نلاحظ وجود مجموعتين من الدول، الأولى تتكون من الدول ذات احتياطي الصرف يتجاوز قيمة الصندوق السيادي، مثل حالة الصين، كوريا الجنوبية، تايوان، وروسيا، وفنزويلا. أما المجموعة الثانية فنجد العكس بمعنى الدول ذات

حجم أصول صناديق الثروة السيادية التي يفوت حجمها حجم احتياطي صرفها، مثل حالة سنغافورة، السعودية، كويت، قطر والنرويج.¹

يتم تحويل احتياطي البنك المركزي إلى صناديق الثروة السيادية بإتباع طرق عدة سواء مباشرة أو غير مباشرة، نتناولها فيما يلي:²

1-1- التحويل المباشر: يمكن أن يكون وفق إحدى الحالات التالية:

- قد يتم تحويل أصول البنك المركزي إلى صناديق الثروة السيادية بطريقة مباشرة من خلال الخصم مباشرة من احتياطي الصرف، حيث يستبدل البنك المركزي جزءا من احتياطي الصرف مقابل سندات بالدولار الأمريكي (USD)، أو بالعملة المحلية الصادرة عن الصندوق. وعليه يسير صندوق الثروة السيادية مباشرة العملة الصعبة المحصل عليها في حسابه الخاص.

الجدول رقم (1-6): الحالة الأولى للتحويل المباشر لاحتياطي الصرف إلى صندوق ثروة سيادي

صناديق الثروة السيادية		البنك المركزي	
الأصول	الخصوم	الأصول	الخصوم
+100 USD	سندات (FS) +100	-100 USD	
		+100 سندات (FS)	

Source; Gilles Morisson, op cit, p6.

وعليه يفقد البنك المركزي أرباحه المستثمرة بالدولار الأمريكي، غير أنه يتلقى دخلا بالعملة الصعبة (USD) أو بالعملة المحلية لشرائه السندات.

- كما بإمكان أن يكون التحويل مباشرة داخل ميزانية البنك المركزي في حالة تسيير هذه الأخيرة للصندوق السيادي مع استقلالية الصندوق.

الجدول رقم (1-7): الحالة الثانية للتحويل المباشر لاحتياطي الصرف إلى صندوق ثروة سيادي

البنك المركزي		صناديق الثروة السيادية	
الأصول	الخصوم	الأصول	الخصوم
-100 USD(BC)	+100 FS (USD)	+100 USD(BC)	+100 سندات (USD)
+100 USD(FS)			
+100 سندات (FS)			

¹ - Henri-louis védis, op cit, pp'126-127.

² - Gilles Morisson, les fonds souverains: problématique et enjeux perspectives pour l'Afrique sub-saharienne, document pédagogique: institut bancaire et financier international, N° 1, octobre 2008, pp'5-7.

Source; Gilles Morisson, op cit, p6.

لا تؤثر هذه العمليات على القاعدة النقدية التي تم إنشاؤها سابقا، إضافة إلى عدم تغير حجم احتياطي الصرف للدولة.

1-2- التحويل غير المباشر: والذي يمكن أن يكون كذلك بإحدى الطرق التالية:

- تشتري البنوك التجارية السندات المطروحة من قبل الصندوق السيادي باستعمال احتياطي الصرف، ثم يشتري الصندوق السيادي عملات صعبة من البنك المركزي بهدف استثمارها في الخارج.

الجدول رقم(1-8): الحالة الأولى للتحويل غير المباشر لاحتياطي الصرف الى صندوق ثروة سيادي

صناديق الثروة السيادية	
الأصول	الخصوم
+100 USD	+100 سندات (FS)

البنك التجاري	
الأصول	الخصوم
+100 البنك المركزي	+100 العميل
-100	
+100 سندات (FS)	

البنك المركزي	
الأصول	الخصوم
+100 USD	+100 البنك التجاري
-100	
	+100 FS
	-100

Source; Gilles Morisson, op cit, p6.

وبهذه الطريقة تنخفض السيولة البنكية، مما يجنب البنك المركزي من انتهاء عملية تعقيم باستعمال طرق أخرى، رغم عدم تغير حجم الأصول بالعملات الصعبة في البلد.

- أيضا قد تساهم الخزينة بواسطة الضرائب المحصل عليها بالعملة الصعبة في شراء السندات الصادرة من قبل الصندوق السيادي، والتي تسمح لهذه الأخيرة بالإستحواذ على جزء من احتياطي البنك المركزي.

الجدول رقم (1-9): الحالة الثانية للتحويل غير المباشر لاحتياطي الصرف الى صندوق ثروة سيادي

الصندوق السيادي	
الأصول	الخصوم
+100 USD	100+ سندات (fs)
+100 هبة	
-100	

الحزينة	
الأصول	الخصوم
+100 BC	100+ ضريبة (usd)
-100	
+100 (FS) □ □ □ □	

البنك المركزي	
الأصول	الخصوم
+100 USD	+100 الحزينة
-100	-100
	+100 FS
	-100

Source; Gilles Morisson, op cit, p7.

وفي هذه الحالة كذلك تنخفض حجم السيولة النقدية، مما يجنب البنك المركزي عملية تعقيم، كما لا يتغير حجم الاحتياطي الصرف البلد.

- قد تتحصل الخزينة على ضرائب بالعملة الصعبة (USD) في حساب خاص بها بخارج البلد.

الجدول رقم (1-10): الحالة الثالثة لتحويل غير المباشر لاحتياطي الصرف إلى صندوق ثروة سيادي

صناديق الثروة السيادية		الحزينة	
الأصول	الخصوم	الأصول	الخصوم
+100 USD	+100 USD	+100 USD	+100 USD
-100		-100	
+100 USD	+100 USD	+100 USD	+100 USD

Source; Gilles Morisson, op cit, p7

ففي هذه الحالة لا يوجد عملية خلق النقود.

- كما بإمكان أن تكون موارد الصندوق متأتية من الفائض في الإيرادات الضريبية بالعملة المحلية، وعليه تكون أصول وخصوم الصندوق السيادي بالعملة المحلية.

الجدول رقم (1-11): الحالة الرابعة لتحويل غير مباشر للحتياطي الصرف إلى صندوق ثروة سيادي

صناديق الثروة السيادية		الحزينة	
الأصول	الخصوم	الأصول	الخصوم
+100 BC	+100 USD	+100 BC	+100 USD
-100		-100	
+100 USD	+100 USD	+100 USD	+100 USD

البنك المركزي	
الأصول	الخصوم
+100 الحزينة	
-100	
+100 FS	

Source; Gilles Morisson, op cit, p7

2- مكونات موارد صناديق الثروة السيادية

- يشير الاقتصادي "Michel Aglietta" في كتابه الصادر سنة 2008، إلى وجود خمس طرق رئيسية تسمح بتغذية أصول صناديق الثروة السيادية، والمتمثلة فيما يلي:¹
- الطريقة الأولى: والتي تبقى الأكثر أهمية في الوقت الراهن والمتمثلة في ارتفاع أسعار المواد الأولية.
 - الطريقة الثانية: تكمن في قبول الدول الناشئة بتراجع قيمة عملتها المحلية مقابل الدولار (USD)، مما يساهم في تراكم احتياطي الصرف.
 - الطريقة الثالثة: تحويل جزء من احتياطي البنك المركزي إلى صناديق الثروة السيادية.
 - الطريقة الرابعة: رسملة الاحتياطيات المتأتية من مخزون المداخيل، وعليه تساهم الصناديق السيادية في تمويل الميزانية العمومية.
 - الطريقة الخامسة: والتي تعتبر بلا شك الأكثر أهمية على المدى البعيد، والمتمثلة في إنشاء وتطوير صناديق المغذية بالادخار الإجباري للتقاعد.

3- عوامل نمو حجم أصول صناديق الثروة السيادية

- يمكن تفسير النمو السريع لحجم أصول الصناديق السيادية وخصوصا بداية الألفية الجديدة بعدة عوامل لعل أهمها تكمن فيما يلي:
- ارتفاع أسعار المواد الأولية وخصوصا البترول والغاز حتى منتصف سنة 2014 .
 - تباطؤ نمو الإقتصاد العالمي وتأثيراته على الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية وشركائها التجاريين الآسيويين (الصناديق السيادية غير الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية).
 - سياسات سعر الصرف دول ذات الفائض في الميزان الجاري وتراجع في قيمة عملتها مقارنة بالدولار (صناديق السيادية غير الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية).
 - تزايد تخصيصات الاحتياطيات وتحويلات الفوائض الميزانية لصالح هذه الصناديق.
 - ظهور صناديق سيادية جديدة (تايلاند، البرازيل، اليابان).
- كما يرجع الاقتصادي "Stéphane Jen*" سبب النمو السريع في حجم أصول صناديق الثروة السيادية الى عاملين رئيسيين، الأول يتمثل في الارتفاع الكبير في أسعار البترول ابتداء من منتصف سنوات 2000، الذي انجر عنه ارتفاع حجم احتياطيات الصرف، أما ثاني عامل فيكمن في تواجد فائض ضخم في احتياطي

¹ - Driss Agardi et Alain Alcouffe, op cit, p5.

* - اقتصادي في المؤسسة المالية "Morgane Stanley"

الصرف في العديد من الدول خاصة الآسيوية، الناتج عن معدلات الادخار المرتفعة وصادرات تنافسية إضافة إلى معدلات الصرف المنخفضة¹.

و ما يمكن أن ننوه به في النهاية إضافة إلى كل ما سبق أنه يرجع سبب ارتفاع حجم صناديق الثروة السيادية في السنوات الأخيرة وخصوصاً بداية الألفية الجديدة إلى إرتفاع أسعار البترول والذي يعتبر العامل الرئيسي والدليل على ذلك أن أغلب صناديق الثروة السيادية وخاصة العربية منها ممولة بعائدات البترول ، أما العامل الثاني فيمكن في ظهور صناديق الثروة السيادية الجديدة . (أنظر الملحق رقم (05)) كما تمثل أصول صناديق الثروة السيادية:²

- أكثر من 10 مرات القروض التي يمنحها صندوق النقد الدولي.
- 7/1 أصول صناديق التقاعد.
- 6/1 من الرسملة البورصية لمجموع المؤسسات المسعرة في بورصة "NYSE" و "Euronext".
- أقل من نصف احتياطي الصرف العالمي .

المطلب الرابع: أنواع صناديق الثروة السيادية

أشار تقرير الإستقرار العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي في أكتوبر 2007 إلى إمكانية تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب الهدف الرئيسي من تأسيسها إلى خمسة أنواع، حيث غالباً ما تتشابه هذه الأهداف فيما بينها، أو تتجمع أو تتغير مع مرور الوقت، وبالتالي قدرة تحول صناديق الإستقرار إلى صناديق الإيداع للأجيال القادمة، أو صناديق التقاعد، وفيما يلي سوف نستعرض هذه الصناديق.

1- صناديق الإستقرار: (les fonds de stabilisation)

تهدف هذه الصناديق إلى مواجهة التقلبات في أسعار المواد الأولية، إضافة إلى المحافظة على استقرار المداخل المتأتية من صادرات المواد الأولية، حيث تتعرض أسعار هذه الأخيرة -خاصة البترول- لكثير من التقلبات والعنفية أحياناً، الأمر الذي يعرض الدول التي تعتمد اقتصاديتها بالدرجة الأولى على تصدير هذه المواد لاضطرابات كبيرة جداً، وعليه تسمح صناديق الإستقرار بالحفاظ على المداخل بصفة مستقرة. حيث يعتبر هذا أول هدف صناديق المواد الأولية مثل الصندوق السيادي الكويتي، و صندوق ضبط الموارد الجزائري. علاوة على ذلك، قد تهدف بعض الصناديق الآسيوية إلى تحقيق الإستقرار في المداخل إذا ما كانت إقتصادياتها تعتمد بدرجة أولى على التجارة الخارجية، فقد يحميها الصندوق من التدهور الشديد في قيمة

¹ - Nicolas Véron, Fonds souverains: un double apprentissage, Rapport Moral sur l'argent dans le monde, Association d'économie financière, France, 2008, p123.

² - Focus, banque de France, bilan et perspectives des fonds souverains, n°1, 28 novembre 2008, p3.

الصادرات كالتغير الذي قد يحدث في شروط التبادل التجاري، وقد يتحقق ذلك من خلال ضمان عائدات الميزانية عن طريق عزلها عن الدورة الاقتصادية.¹

2- صناديق الإدخار للأجيال القادمة: (les fonds d'épargne intergénérationnelle)

تهدف هذه الصناديق إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً.² حيث يعتبر هذا ثاني هدف صندوق أبوظبي (ADIA)، صناديق الكويت، قطر، ليبيا، والنرويج، وكنيجة لارتفاع عائدات صناديق الإستقرار في السنوات الأخيرة يحتمل توجيه حصة متزايدة منها إلى تغذية صناديق الإدخار للأجيال القادمة.

تساعد هذه الصناديق أيضاً على مكافحة الآثار السلبية المترتبة عن الاستغلال المفرط للموارد الطبيعية، التي تعرف باسم "المرض الهولندي"، وعليه يمنع استثمار الدخل المتأتي من الموارد الطبيعية في صندوق سيادي من أن تنفق، الأمر الذي يسمح بعدم معاناة البلد المعني من ارتفاع أسعار السلع والخدمات وأسعار الصرف.³

3- شركات توظيف الإحتياطيات: (les sociétés de placement des réserves)

التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الإحتياطية ويتم إنشاؤها لزيادة العائد على الإحتياطيات.⁴

تهدف بعض الصناديق إلى تعظيم عائدات احتياطي الصرف، باعتبار هذه الأخيرة جد ضرورية بالنسبة للبنك المركزي لتنفيذ السياسة النقدية وللحفاظ على سعر الصرف، وعلى ذلك تدار خلال فترة قصيرة بعناية فائقة، ولكي تدار بطريقة أمثل مما كانت عليه في الإطار الكلاسيكي المطبق على احتياطيات الصرف تلجأ بعض الدول مثل الصين، سنغافورة وكوريا إلى وضعها في صندوق سيادي ليتم فيما بعد استثمارها في أصول أكثر خطورة وتنوعاً، مما يزيد من العائدات المحققة.⁵

4- صناديق التنمية: (les fonds de développement)

قد نجد هدف بعض الصناديق السيادية يتجلى في الإستثمار في قطاعات إستراتيجية، فحسب صندوق النقد الدولي تساعد مثل هذه الصناديق في العادة على تمويل المشاريع الإقتصادية والإجتماعية، أو تعزيز السياسات الصناعية للبلد، إضافة إلى تعزيز نمو الناتج المحلي.

¹ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p34.

² - Bulletin du FMI, fonds souverains: le FMI intensifie ses travaux , 4 Mars 2008, p2

³ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p35.

⁴ - Bulletin du FMI, fonds souverains: le FMI intensifie ses travaux, op cit, p2.

⁵ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p37.

إضافة إلى ذلك تسمح هذه الصناديق بتمويل البنية التحتية، وإنشاء شركات صناعية أو الإستثمار في قطاعات إستراتيجية بهدف تنمية البلد المنشئ لهذا الصندوق. يعد هذا هدف صندوق سنغافورة، (Temasek)، الصندوق الماليزي، الصندوق السعودي، صندوق أبوظبي (Mubadala)، صندوق دبي (ICD) والصندوق القطري (QIA).¹

عموما، تبحث هذه الصناديق وكذا شركات استثمار الإحتياطيات على تحقيق عائد كبير مقارنة ببقية أنواع الصناديق، وعليه قد نجدها تنتهج استراتيجيات عدوانية (stratégie agressive)، كما قد تعتمد على الرافعة المالية (effet de levier)، مما يجعلها أقل شفافية مقارنة ببقية الصناديق السيادية.²

5- صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد: (les fonds de réserves de retraite conditionnels)

تساهم في تأمين توفير موارد المعاشات للمواطنين، وتتكون من مصادر غير مساهمات الأفراد في المعاشات والإلتزامات غير المحددة المحتملة في ميزانية الحكومة.³ وعليه فهي تساهم في تأمين توفير موارد المعاشات للمواطنين.

المطلب الخامس: الإطار المؤسسي لصناديق الثروة السيادية

يختلف الإطار المؤسسي لصناديق الثروة السيادية من صندوق إلى آخر، ويرجع السبب في ذلك إلى عدم تجانسها، سواء من حيث الهيكلية، التسيير، المعلومات المالية، المعاملة الضريبية أو حتى من حيث الشفافية والمساءلة، وهذا ما سوف نحاول دراسته في هذا المبحث.

1- الهيكلية

عموما يعتبر الإطار المؤسسي لصناديق الثروة السيادية غير معروف، بسبب نقص الشفافية التي تميز معظمها.⁴ والذي يختلف من صندوق إلى آخر، حيث ينص على إنشاء صندوق الثروة السيادي في القانون الخاص أو قانون المالية، وفي بعض الحالات من خلال الدستور.⁵ يمكن أن تكون أصول صناديق الثروة السيادية مملوكة مباشرة من قبل الدولة أو غير مباشرة من قبل شخصية اعتبارية، فالفئة الأولى التي تمثل حوالي نصف مجموع صناديق الثروة السيادية هي مجموعة من الأصول بدون شخصية اعتبارية مستقلة عن حكومتها أو بنكها المركزي مثل حالة النرويج، السعودية، كندا،

¹ - Caroline Bertin Delacour , op cit, p38.

² - Jean-Marc Puel, op cit, p20.

³ - Bulletin du FMI, fonds souverains: le FMI intensifie ses travaux op cit, p2.

⁴ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p56.

⁵ - IWG Securities with the Member of the IWG, op cit, p5.

روسيا، شيلي، والمكسيك. كما تسير هذه الصناديق من قبل وزير المالية الذي يصنع السياسة الإستثمارية للصندوق، وتكون الهيئة الإدارية مكونة من أعضاء حكومية فقط.

أما بالنسبة للفئة الثانية من الصناديق، فتعتبر ذات شخصية اعتبارية منفصلة عن الحكومة والبنك المركزي، فالبعض منهم يطبقون القانون العام مثل صندوق كوريا الجنوبية "KIC"، الكويت "KIA"، قطر "QIA"، و أبو ظبي "ADIA"، أما البعض الآخر فيطبق القانون الخاص بمعنى يحكمها قانون الشركات مثل حالة الصين "CIC"، "Tamasek و GIC" في سنغافورة.

تسير الصناديق ذات الشخصية الاعتبارية عادة من طرف مجلس الإدارة المتشكل من حوالي 5 إلى 9 أعضاء، المعيّنين من قبل وزير المالية أو عضو آخر من الحكومة، لفترة تقدر بخمس سنوات على الأقل، وعادة ما يوجد حدود لعدد أعضاء الحكومة التي تنتمي إلى مجلس الإدارة، وفي بعض الحالات، قد يستدعي المديرون من قبل وزير المالية إذا لم يحققوا جميع الأهداف الموكلة لهم، وفي حالات أخرى قد يكون الإستدعاء مسموحا به لأسباب محددة مثل حالة العجز أو عقوبة جنائية الأمر الذي يضمن أكثر استقلالية أعضاء الإدارة مع الحكومة.

يتعامل مجلس الإدارة عادة مع مساعدة من قبل اللجنة العلمية، التي تقدم له النصيحة والمشورة بخصوص الإستراتيجية الإستثمارية، مراجعة الحسابات، مراقبة المخاطر، مراقبة التسيير والتوظيف. كما يترأس المجلس المدير الذي يعين من قبل وزير المالية، والذي يكلف بتنفيذ السياسة الإستثمارية التي يصنعها مجلس الإدارة. يتكون الهيكل التنظيمي لصناديق الثروة السيادية من :

1-1- مجلس الإدارة: يحدد مجلس الإدارة التوجهات و السياسات التي يجب على لجنة التنفيذ إتباعها، كما يتخذ القرارات الاستراتيجية الكبرى خلال الجلسات الدورية، فغالبا ما يكون وزير المالية أو البنك المركزي أو رئيس الجمهورية من الذي يحدد أعضاء مجلس إدارة الصندوق. كما تحتوي غالبا هذه الأخيرة على لجان فرعية مكونة من نفس أعضاء مجلس الإدارة والمتمثلة في لجنة التعويضات ولجنة المراجعة.¹

1-2- لجنة التنفيذ: مكونة من مديري مختلف الإدارات الفرعية (إدارة العمليات، إدارة الدعم والتمثيل خارج البلد) تحت رئاسة المدير العام، كما يخول لها مهمة اتخاذ القرارات التي تحظى بتنفيذ استراتيجية الصندوق التي وضعها مجلس الإدارة، لذا فهي تعتمد على لجنتين:²

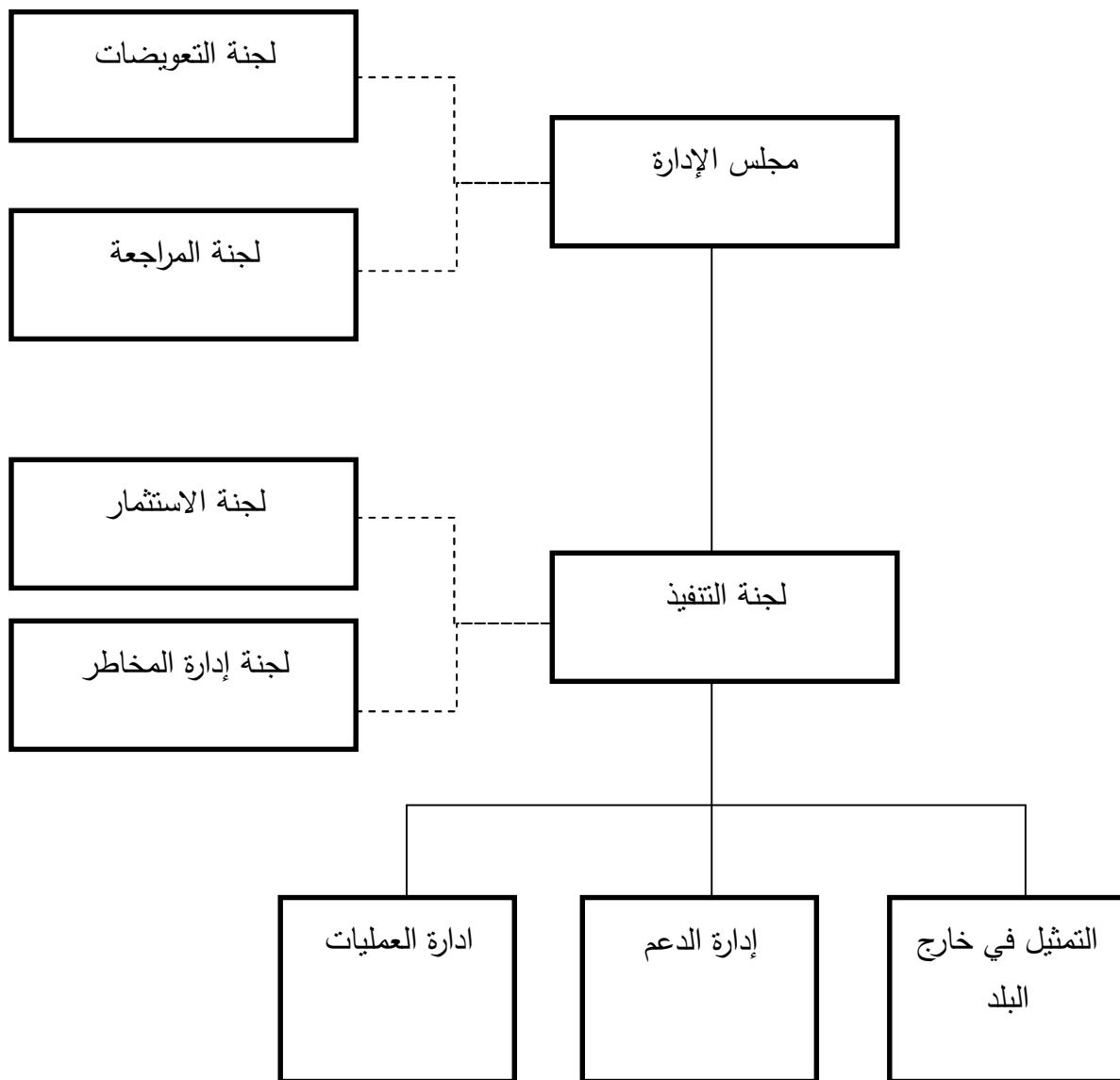
- لجنة الإستثمار: على أساس الملفات المعدة من قبل الخبراء والمختصين، تقوم لجنة الإستثمار على المداولة بخصوص فرص الإستثمار من عدمها.

¹ -Samia Buisine et autres, les fonds souverains, presses des mines, paris, 2012, p45.

² - Samia Buisine et autres, op cit, p46.

- لجنة إدارة المخاطر: تضمن هذه اللجنة أن المستوى العام للمخاطر أقل من مستوى المخاطر المتفق عليه مسبقاً، كما لابد على المحفظة الإستثمارية أن تكون متوازنة من حيث المناطق الجغرافية، القطاعات والعملية الصعبة. والشكل التالي يلخص لنا الهيكل التنظيمي للصناديق السيادية.

الشكل رقم (1-6): الهيكل التنظيمي لصناديق الثروة السيادية



Source :Samia Buisine et autres, op cit, p45.

2- التسيير

تدار أصول صناديق الثروة السيادية من قبل محليين أو أجانب، وذلك حسب حجم الصندوق، الموارد البشرية والمادية التي يمتلكها. فلبعض الدول مثل النرويج وسنغافورة موارد داخلية كبيرة جدا تسمح لهم بالتسيير الذاتي لأصول الصندوق، والبعض الآخر مثل معظم صناديق دول الشرق الأوسط، استراليا، نيوزلندا الذين يكلفون أجانب -عموما من الدول الغربية- بتسيير جزء أو كل أصول الصندوق، وعليه يكون باستطاعتهم الاستفادة من خبرتهم خصوصا فيما يتعلق بالإستثمار في الأسواق المالية الدولية أو في أدوات مالية معينة، وكذا الاستفادة من نظام المعلومات، ناهيك عن تحقيق اقتصاديات السلم.¹

3- المعلومات المالية

عموما ما تلزم صناديق الثروة السيادية على إعداد حساباتها وفقا لمجموعة من المعايير المحاسبية، فالبعض يطبق معايير "IFRS" أو معايير يعتبرونها معادلة لها، أو معايير "IPSAS" التي تأخذ بعين الاعتبار الخصائص المميزة للقطاع العام، أما البعض الآخر فيطبق المعايير المحاسبية لبلدهم الأصلي. تنشأ صناديق بدون شخصية اعتبارية الحسابات التي يمكن أن تكون منفصلة أو مدرجة في حسابات الحكومة. والتي تخضع للمراجعة المحاسبية الداخلية، وفي حالة تطبيق المراجعة الخارجية ففي معظم الأحيان نجد شركة مستقلة وذات سمعة دولية مكلفة بها وأحيانا من طرف وزير المالية أو وكالة حكومية. تختلف المعلومات المالية من صندوق إلى آخر، ففي الصناديق بدون شخصية اعتبارية، عادة ما يوكل للإدارة المكلفة بتسيير الصندوق بإعداد المعلومات المالية. كما قد تجبر الصناديق السيادية على نشر تقارير سنوية مفصلة، التي تتضمن معلومات عن الإطار القانوني للصندوق، مثل معلومات حول الحوكمة، الأهداف، الإستراتيجيته الإستثمارية، سياسة مراقبة المخاطر وبيانات حول ربحية الصندوق. في حين لا تلزم صناديق الثروة السيادية بالكشف عن معلومات حول مكونات محفظتها المالية، غير أن البعض يتجاوزون إلتزاماتهم القانونية فيما يتعلق بالشفافية ويكشفون عن مكونات أصولهم المالية. كما أننا نجد الصناديق الأكثر شفافية تعلن عن تقريرها السنوي في البرلمان وتنشره فيما بعد للجمهور من خلال موقعها الإلكتروني.²

4- المعاملة الضريبية

تعتبر صناديق الثروة السيادية عادة معفاة من دفع الضرائب، غير أن هذه الإعفاءات تختلف من دولة إلى أخرى، فمثلا لا يفرض عموما ضرائب على مداخيل هذه الصناديق في الو.م.أ باعتبار أن الإستثمارات التي ولدت هذه المداخيل تدرج في جانب الخصوم (مثل شراء أصول غير عقارية، وودائع بنكية)، إضافة إلى عدم

¹ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p58.

* International Financial Reporting Standards.

* International Public Sector Accounting Standards.

² -Caroline Bertin Delacour, op cit, pp' 58-59.

نشاطهم في أي أنشطة تجارية. وفي حالة عدم إعفاء الصناديق السيادية (مثل حالة العمل في أنشطة تجارية أو امتلاك استثمارات عقارية)، تدفع ضرائب مثلها مثل الشركات الأجنبية، فمداخل هذه الأخيرة في الو.م.أ تخضع للضريبة باعتبارها متأتية من أنشطة تجارية أو مداخل ثابتة ومحددة سنوية أو دورية.

غير أنه، لا تعفي كل الدول الصناديق السيادية من دفع الضرائب، فمثلا اليابان رغم أنها تعفي الدول الأجنبية من دفع الضرائب غير أنها لا تعفي الصناديق السيادية، فتعاملها كمؤسسة أجنبية ما عدا إذا كان هناك اتفاق ثنائي مع الدولة الأجنبية، كما لا تعفي ألمانيا الدول الأجنبية والصناديق السيادية من دفع الضرائب بل تعاملها كمؤسسات أجنبية، ونفس الشيء فيما يخص سويسرا.¹ أما فرنسا فهي كذلك لا تعفي وكالات الدول الأجنبية من دفع الضرائب على المداخل المحققة ولكن تعالج بصفة دقيقة وخاصة المعاملة الضريبية للصناديق السيادية.

كما تختلف المعاملة الضريبية ليس فقط باختلاف الدول بل حتى من حيث هيكلية الصندوق، فالصندوق بدون شخصية اعتبارية منفصل عن الحكومة أو البنك المركزي يكون له الحظ أكثر في إعفاءه من الضرائب مقارنة بالصناديق ذوي الشخصية الاعتبارية المعرض إلى قانون الشركات أو الصندوق الذي يستثمر من خلال مؤسسة تجارية، كما قد يكون اتفاق بين الصناديق السيادية والدولة التي يستثمر فيها والتي عموما لا يصرح بها إلى الجمهور.²

وفي الأخير نلاحظ اختلاف المعاملة الضريبية على المداخل المحققة من الصناديق السيادية باختلاف الدول والمداخل، وليست واضحة وموحدة دائما.

5- المسؤولية و المساءلة

تخضع صناديق الثروة السيادية للرقابة سواء من قبل لجنة رقابية، أو من قبل وزير المالية أو مسؤول كبير (رئيس أو محافظ البنك المركزي)، أو مباشرة من قبل البرلمان، فقد تكلف هذه الأخيرة بالتحقق من التطبيق الجيد للأهداف الموكلة للصندوق.

لمعظم صناديق الثروة السيادية قواعد مشتركة في مسائل الأخلاق والنزاهة، كما لديها قواعد مماثلة لمنع الإستيلاء غير الشرعي لممتلكات الصندوق من قبل المديرين أو العمال، حيث تغطي هذه القوانين كذلك تعارض المصالح (les conflits d'intérêts)، وأنظمة الإنذار ومراقبة السلوكات غير الأخلاقية أو التدليسية. تدرج هذه القوانين في التشريع أو تدون في قواعد السلوك المعتمدة من قبل الصندوق.³

¹ - FMI et OCDE, La fiscalité des institutions et instruments financiers défis et solutions, Document d'information pour la conférence du dialogue international, Pékin, octobre 2009, pp 4-5.

² - Caroline Bertin Delacour, op.Cit, p61.

³ - FMI et OCDE, op cit, pp'59-60.

الخاتمة

رغم كثرة الدراسات والأبحاث حول المستثمرين المؤسساتيين إلا أنه لا يوجد إتفاق عالمي حول تعريفهم، أنواعهم، أحتى حجم أصولهم، ومن خلال المكانة الهامة التي أصبح المستثمرون المؤسساتيون يحتلونها على الصعيد الدولي، ظهر تأثيرهم الواضح على تسيير المؤسسات التي يمتلكون فيها حصصا معتبرة من رأس المال فيوجد بعض الإقتصادييين الذين يشيرون إلى التأثير الإيجابي من خلال رفع قيمة الأسهم والبعض الآخر يشيرون إلى التأثير السلبي مثل تصفية المحفظة المالية جراء السماع بمعلومة سيئة بخصوص الوضعية المالية للمؤسسة، الأمر الذي يؤدي إلى تراجع أسهم الشركات مع إمكانية تراجع الأسواق المالية وعدم الاستقرار المالي. تعد صناديق الثروة السيادية من أكثر المستثمرين المؤسساتيين التي تثير جدلا بداية القرن الجديد، ويرجع ذلك إلى حداثة نشأة معظمها وخاصة أن أغلبية أكبر الصناديق تابعة للدول العربية والدول الناشئة، والتي تستحوذ على أكثر من 70% من مجموع حجم أصول هذه الصناديق. حيث تختلف مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر إلا أن أبرزها يتمثل في الإستعداد للنضوب الطبيعي للموارد الطبيعية، والحاجة إلى إيجاد أصول جديدة لتعويض الإنخفاض المحتمل في الدخل القومي.

كما يعد الإطار المؤسسي للصناديق غير واضح وغير موحد لجميع الصناديق، ويرجع السبب إلى عدم تجانسها سواء من حيث التسيير، الهيكلة، والمعلومة المالية، ناهيك عن المعاملة الضريبية، وهو ما يزيد الأمر أكثر ضبابية وغموضا وخصوصا حول تأثيراتها على الاستقرار المالي.

ورغم الأهداف المستقبلية للصناديق السيادية مثل تمكين الأجيال المستقبلية من الإستفادة من ثمار النمو الاقتصادي، تحقيق التنمية المحلية، إلا أنه يوجد تخوف من تأثيراتها ودورها على الساحة المالية العالمية، ويمكن ارجاع ذلك إلى الإستراتيجية الإستثمارية للصناديق والتي سوف يتم تناولها بنوع من التفصيل في الفصل الموالي.

تمهيد الفصل

تقتض السياسة الإقتصادية الرشيدة إستثمار الأموال العامة بصورة منتجة بدلا من إستثمارها في حسابات مصرفية لا تدر دخولا حقيقية بسبب هبوط أسعار الفائدة وارتفاع معدلات التضخم، مثلما هو الحال بالنسبة لاستثمارات احتياطي صرف البنوك المركزية. ومن هنا تتجلى أهمية صناديق الثروة السيادية في حصول الدولة على مداخيل متنوعة لتغطية عجزها المالي عندما تهبط وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر وذلك من خلال انتهاز استراتيجيات استثمارية متنوعة مثل تنويع تركيبة المحفظة الإستثمارية من أسهم وأصول بديلة، أو انتهاز إستراتيجية الشراء والاحتفاظ.

حيث تختلف الإستراتيجية الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية من دولة لأخرى حسب أهداف الدولة من إنشاء الصندوق وقدراتها المالية والإستثمارية. ونظرا لانخفاض شفافية بعض أكبر الصناديق السيادية يصبح الإحاطة بالإستراتيجيات الإستثمارية صعبا نوعا ما، وهذا ما توصلت إليه دراسة "إيدوين ترومان" و "لينبرغ مادول" عند قياسهم لمدى شفافية صناديق الثروة السيادية.

وعليه سوف نحاول من خلال هذا الفصل التعرف على الإستراتيجيات الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية، وقبل ذلك يعتبر ضروري التعرف على أهم النتائج التي توصلت إليها دراسة "Edwin Truman" و "Carl Linaburg et Michael Maduell" حول مدى شفافية صناديق الثروة السيادية، وقصد التعرف الجيد على استراتيجيات الإستثمارية للصناديق الثروة السيادية سوف نتعرض في النهاية هذا الفصل بعض الإستراتيجيات الإستثمارية لأهم الصناديق السيادية في العالم وبصفة خاصة صندوق ضبط الموارد الجزائري.

المبحث الأول: مؤشرات أداء صناديق الثروة السيادية واستراتيجيتها الاستثمارية

هناك نماذج مختلفة ومتنوعة من الإستراتيجيات الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية، بحيث تختلف هذه الأخيرة حسب أهداف البلد من إنشاء الصندوق وقدراته المالية والإستثمارية، وعليه سوف نحاول من خلال هذا المبحث الإحاطة بأهم الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية، ونظرا لإنخفاض شفافية بعض أكبر الصناديق السيادية يصبح الإحاطة بالإستراتيجيات الإستثمارية صعبا نوعا ما، لذا قبل استعراضنا لأهم الإستراتيجيات الإستثمارية للصناديق سوف نحاول التعرف على مدى شفافية الصناديق السيادية من خلال عرض مؤشرين الأول وهو مؤشر ايدوين ترومان والثاني مؤشر لينبرغ مادول.

المطلب الأول: مؤشر ترومان "Edwin Truman"

يوجد مؤشران لقياس شفافية الصناديق السيادية تم استحداثهما من قبل باحثين مهتمين بدراسة ظاهرة هذه الأخيرة هما: مؤشر ايدوين ترومان سيتم دراسته في هذا المطلب ومؤشر لينبرغ مادول الذي سيتم التطرق إليه في المطلب الموالي:

1- **تعريف مؤشر ترومان** : تم إعداد هذا المؤشر سنة 2008 من قبل الباحث إدوين ترومان Edwin

"Truman" * عضو في معهد بيترسون للإقتصاد الدولي " international Economics Peterson Institute for"، والذي شمل 34 صندوقا سياديا، عن طريق إعطاء علامات تتراوح ما بين 0 و 10 نقاط لـ 33 سؤال¹، يهدف الباحث من ورائهم إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية باستخدام أربعة معايير رئيسية تتمثل في الهيكلية، الحوكمة، الشفافية، المساءلة والسلوك.

2- **مكونات مؤشر ترومان**: يتكون مؤشر ترومان من 33 سؤال والإجابة عن كل سؤال تقيم بنقطة.

1-2 **هيكلية الصندوق**: تضم 08 أسئلة تقيس لنا هيكلية كل صندوق سيادي، من خلال التعرف على

مدى وضوح أهداف الصندوق، مصادر تمويله، كيف تستعمل عوائده، علاقته بالنظام الضريبي

للبلد واستراتيجيته الإستثمارية المتبعة، ومدى انفصال الصندوق عن احتياطات صرف البلد²

والجدول التالي يبين ذلك:

* إدوين ترومان عضو في معهد بيترسون للإقتصاد الدولي، حيث تعتبر هذه الأخيرة مؤسسة بحثية تهتم قضايا فضاءات الولايات المتحدة الأمريكية. تأسيسه في 1981، ويقع في الولايات المتحدة الأمريكية.

¹ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p101.

² - Edwin .M. Truman, Projet de meilleures pratiques pour les fonds Souverains, revue d'economie financière, numero 1, volume9, 2009, p474.

الجدول رقم (2-12) : مكونات معيار الهيكلية عند مؤشر مؤشر ترومان

المكونات	التنقيط
تحديد أهداف الصندوق	1+
موارد الصندوق	1+
كيفية استخدام عوائد الصندوق	1+
التكامل مع الموازنة العامة	1+
اتباع وتنفيذ التوجيهات	1+
الاستراتيجية الإستثمارية	1+
تغير هيكل الصندوق	1+
فصل موارد الصندوق مع احتياطي الصرف البلد	1+
المجموع	8

Source: Edwin .M. Truman, Projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains ,opcit, p474.

2-2- الحوكمة: تضم 5 أسئلة التي تقيس مدى وضوح دور الحوكمة والمديرين في ادارة الصندوق، ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الإستثمار، والجدول التالي يوضح لنا ذلك:

الجدول رقم (2-13): معيار الحوكمة عند مؤشر مؤشر ترومان

المكونات	التنقيط
دور الحوكمة	1+
دور مسيري الصندوق	1+
القرارات المتخذة من قبل المديرين	1+
توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق	1+
توجيهات اخلاقية	1+
المجموع	5

Source: Edwin .M. Truman, Projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains ,opcit, p477.

2-3- **المساءلة والشفافية:** يقيس هذا المعيار مدى مسؤولية الصندوق تجاه أفراد المجتمع المالك للصندوق وكذا المتلقي لاستثماراته، أما الشفافية فهي مرتبطة بمدى إصدار الصندوق للتقارير الفصلية أو السنوية، الإعلان عن تفاصيل إستراتيجيته الإستثمارية، والرقابة المالية الداخلية والخارجية وذلك من خلال 14 سؤال، والجدول التالي يوضح لنا ذلك:

الجدول رقم (2-14): معيار المساءلة والشفافية عند مؤشر مؤشر ترومان

التقييم	المكونات
1+	الإفصاح عن تركيبة المحفظة الاستثمارية
1+	استخدام محفظة الاستثمار المرجعية
1+	استخدام تقنية تصنيف القروض
1+	الاستعانة بمديري المحافظ الإستثمارية الأجنبية
1+	الإفصاح عن حجم أصول الصندوق
1+	الإفصاح عن العائد المحقق
1+	الإفصاح عن البلدان المستثمر فيها
1+	الإفصاح عن استثمارات خاصة
1+	أنواع العملات المستخدمة في الصندوق
1+	نشر تقارير سنوية
1+	نشر تقارير فصلية
1+	وجود مراجعة مستقلة
1+	مراجعة خارجية
1+	الإعلان عن نتائج المراجعة
14	المجموع

Source: Edwin .M. Truman, Projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains , opcit, p479.

2-4 **سلوك الصناديق:** يضم هذا المعيار 6 أسئلة التي تقيس لنا مدى إدارة الصناديق للمخاطر الإستثمارية، ووجود حد أقصى للرافعة المالية ووجود سياسة خاصة بالمشتقات المالية، والجدول التالي يوضح لنا ذلك:

الجدول رقم(2-15): معيار سلوك الصناديق عند مؤشر مؤشر ترومان

المكونات	التنقيط
كيفية تعديل المحفظة الاستثمارية	1+
وجود سقف أعلى للمساهمات	1+
وجود مساهمات بدون حق في ادارة المؤسسة	1+
سياسات الرافعة المالية	1+
وجود سياسة خاصة بالمشتقات المالية	1+
استخدام المشتقات المالية في عمليات التغطية فقط	1+
المجموع	6

Source: Edwin .M. Truman, Projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains opcit, p482.

2- **تطبيق مؤشر ترومان:** يصنف لنا مؤشر ترومان أهم صناديق الثروة السيادية والتي عددها 38 صندوقاً، بحيث يعبر عن نتائج هذا التصنيف بالنسب المئوية خاصة لكل معيار من معايير المؤشر والنتيجة الإجمالية عبارة عن المتوسط الترجيحي لنسب معايير المؤشر. (أنظر الملحق رقم(06)).

وعليه من خلال الملحق السابق يتضح تفاوت صناديق الثروة السيادية فيما بينها من حيث أدائها من صناديق مرتفعة إلى صناديق ضعيفة الأداء، كما نلاحظ أن الصناديق السيادية التابعة للدول المتقدمة تسجل أحسن أداء، فمثلاً تقدر نسبة الأداء لصندوق ألاسكا " Alaska permanent fund " بـ 94% وهي أعلى نسبة يليها الصندوق النرويجي "Gouvernement pension fund-global" بنسبة 92% ، حيث سجلت أعلى نسبة لهذين الصندوقين في معيار المساءلة والشفافية بنسبة 100% لكلا الصندوقين. في حين تصنف أكبر صناديق الثروة السيادية العربية في العالم في المرتبة الأخيرة نسبياً، فمثلاً يصنف الصندوق الكويتي "Kuweit investment authority" في المرتبة 16 وبنسبة 48%، والراجع إلى انخفاض في معدل المساءلة والشفافية (41%) وخاصة إنعدام معدل سلوك الصناديق. كما تصنف ثلاثة صناديق سيادية إماراتية في المرتبة الأخيرة في مؤشر ترومان، فمثلاً يقدر معدل الصندوق الإماراتي "Abu Dhabi Investment Authority" بـ 9% والراجع إلى انعدام شفافية وحوكمة الصندوق.

المطلب الثاني: مؤشر لينبرغ و مادول "Carl Linaburg et Michael Maduell"

عكس مؤشر ترومان الذي يقيس لنا أداء الصناديق من خلال دراسة الهيكلة، الحوكمة، المسؤولية والشفافية، فإن مؤشر "لينبرغ و مادول" يقيس لنا مدى شفافية الصناديق فقط، وهذا ما سوف نحاول التعرف عليه بنوع من التفصيل في هذا المطلب.

- 1- تعريف مؤشر لينبرغ و مادول: أجريت دراسة "لينبرغ و مادول" في معهد صناديق الثروة السيادية، في الفصل الثالث من سنة 2008، وهي تهدف إلى قياس مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية، مع العلم أن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لهذا المؤشر يتم كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات، كما أن صندوق الثروة السيادي يصنف كصندوق شفاف عندما يحقق درجة تعادل ثماني درجات فما فوق على سلم المؤشر.¹
- 2- مكونات المؤشر: يتركب المؤشر من عشرة أسئلة للصناديق السيادية، يعطى نقطة لكل إجابة موجبة، والجدول التالي يعرض لنا ذلك:

الجدول رقم (2-16): مكونات مؤشر "لينبرغ و مادول"

الدرجة	المعيار
1+	توفر معلومات حول أسباب نشأة الصندوق، أهدافه، موارده وهيكله.
1+	توفر تقارير سنوية مستقلة حول أداء الصندوق.
1+	توفر معلومات حول أماكن استثمار أصول الصندوق وحصص الصندوق في الشركات المستهدفة.
1+	توفر معلومات حول القيمة الإجمالية لمحفظة الصندوق، عوائده المحققة.
1+	توفر معلومات حول المبادئ والمراجع المعتمدة من قبل الصندوق.
1+	توفر الصندوق على إستراتيجيات إستثمارية وأهداف واضحة.
1+	توفر معلومات حول فروع الصندوق.
1+	توفر معلومات حول الهيئات الأجنبية المكلفة بإدارة الصندوق.
1+	توفر الصندوق على موقع الكتروني.

* Carl Linaburg et Michael Maduell " لينبرغ و مادول : الأول رئيس والثاني نائب رئيس معهد صناديق الثروة السيادية " Swf Institute".

¹ - Linaburg-Maduell, Transparency Index, SWF Institute, 3-3-2015
[/http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index](http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index)

1+	توفر الصندوق على وسائل الإتصال البريدية والإلكترونية.
----	---

Source: Linaburg-Maduell Transparency Index, opcit.

3- شرح نتائج مؤشر لينبرغ و مادول: تشير نتائج "لينبرغ و مادول" أن الصناديق السيادية التابعة للدول المتقدمة من أكثر الصناديق شفافية على مستوى العالم فمثلا تحصل صندوق سنغفورة "Temasek Holding" والصندوق النرويجي "Government pension fund global" والصندوق الأمريكي "Alaska permanent fund" على أعلى درجة "10+" في أكتوبر 2009، وهو ما يؤكد على أن شفافية الصناديق ترتبط بدرجة كبيرة بمستوى الأداء الإقتصادي للبلد المالك للصندوق (أنظر الملحق رقم (07)).

كما يعتبر الصندوق الإماراتي "Mubadala Development Company" وصندوق البحرين "Mumtalakat Holding Company" صندوقين عربيين وحيدين ذوي الشفافية المرتفعة بدرجة 10 و 8 على التوالي، أما بقية الصناديق العربية فهي تفتقر للشفافية مثل الصندوق الجزائري (1)، الصندوق السعودي (2) والصندوق الإيراني (2)، الأمر الذي يتطلب من هذه الدول بذل مزيد من الجهود لرفع مستويات أداء صناديقها السيادية.

4- المقارنة بين نتائج مؤشر ترومان ومؤشر لينبرغ و مادول: يوضح (الملحق رقم (08)) النتائج المتوصل إليها في الدراستين، حيث تم مضاعفة نقاط "لينبرغ و مادول" بعشر مرات لجعلها أكثر قابلية للمقارنة مع نتائج "ترومان"، كما يبين العمود الأخير متوسط نقاط الدراستين مضروبا في مئة. وعليه نلاحظ وجود تفاوت معتبر في بعض الحالات بين نتائج الدراستين، مثلا بالنسبة لصندوق سيادي لأبوظبي (ADIA)، صندوق سنغافورة وكذا الصندوق السيادي الصيني، ويمكن إرجاع ذلك إلى احتواء أسئلة "ترومان" على أسئلة حول الحوكمة، الهيكلية، عكس دراسة "لينبرغ و مادول" التي تركز على الشفافية فقط. وعليه نستنتج وبصفة عامة أن الصناديق الأكثر شفافية هي الصناديق التابعة للولايات المتحدة الأمريكية، نيوزيلندا الجديدة، النرويج، أما الصناديق الأقل شفافية فهي تابعة لدول الشرق الأوسط (السعودية، أبوظبي...) (الصناديق الإفريقية) (نيجيريا وليبيا) والعديد من الصناديق الآسيوية مثل الصين، ماليزيا، وتايوان.

كما ان أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم والتي تمثل أكثر من نصف مجموع حجم أصول هذه الصناديق ذات الشفافية المنخفضة جدا، بمعنى تقدم القليل من المعلومات حولها مثل معلومات حول إستراتيجيتها الإستثمارية، أهدافها و حجم أصولها.

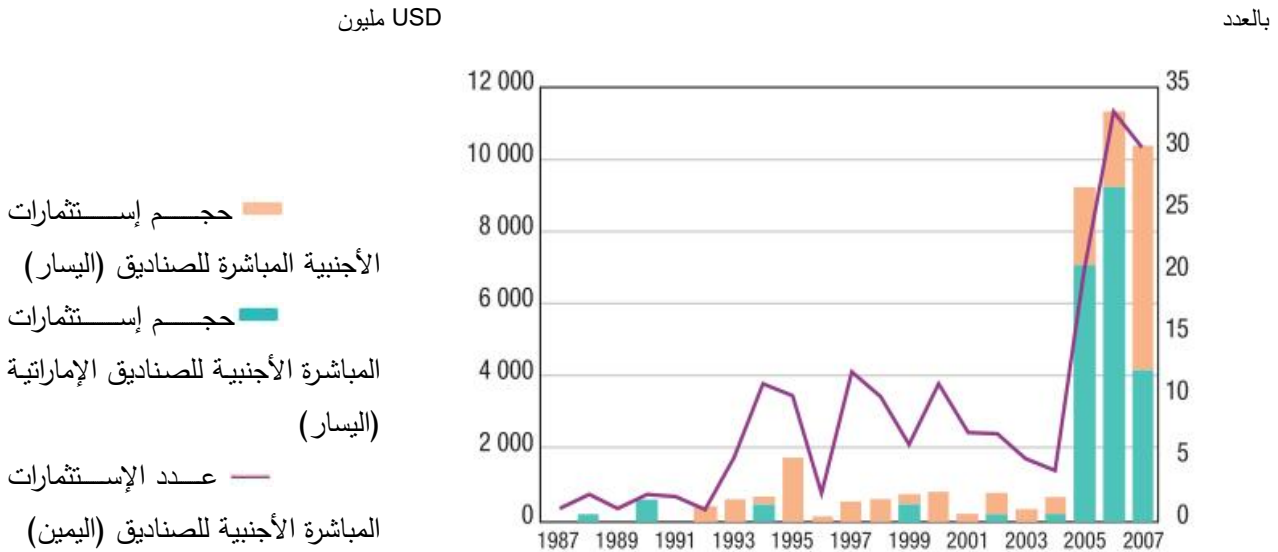
المطلب الثالث: الإستراتيجية النشطة وغير النشطة وإستراتيجية الشراء والإحتفاظ

1- الإستراتيجية النشطة " Active " وغير النشطة " Passive " لصناديق الثروة السيادية

تنتهج معظم صناديق الثروة السيادية إستراتيجية إستثمارية تسمى إستراتيجية غير نشطة « Passive » بمعنى الإستحواذ على أسهم مؤسسة معينة دون حق في التصويت، الأمر الذي يثير تساؤلا حول السيطرة على المؤسسة.¹

فمن حيث المشاركة، فإن أغلبية إستثمارات صناديق الثروة السيادية لا تتجاوز نسبة 10% من رأسمال المؤسسة المستهدفة، وبالتالي لا تندرج ضمن فئة الإستثمارات الأجنبية المباشرة (IDE)، حيث مثلت هذه الأخيرة (0.2%) فقط من أصول صناديق الثروة السيادية خلال سنة 2007 م، مع الميل مؤخرا نحو الزيادة، والشكل في الأسفل يوضح لنا ذلك:

الشكل رقم (2-7): تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر لصناديق الثروة السيادية لصناديق الثروة السيادية (1987-2007)



Source ; Banque de France, Focus opcit, p12.

في حين تسجل بعض صناديق الثروة السيادية إستراتيجية استثمارية غير نشطة التي بإمكانها أن تغطي إحدى الحالتين التاليتين:²

- أن تتجاوز حصة رؤوس الأموال المستثمرة في المؤسسة المستهدفة نسبة 10% أو الإستثمار بالأغلبية.

¹ - Banque de France, Focus, op cit, p4.

² - IDEM.

- أو أن تكون حصة الصندوق في المؤسسة أقل من 10% غير أنه يكون له الحق في التصويت مثل حالة الصندوق السيادي النرويجي.

2- إستراتيجية الشراء والإحتفاظ

لم يهتم منذ بداية الألفية الجديدة بصناديق الثروة السيادية، غير أنه مع بداية إرتفاع أسعار البترول، والتقييم المنخفض لعملات بعض الدول وخاصة الين الياباني سمح كل هذا بتسجيل فائض معتبر من احتياطي الصرف الذي حول جزئيا إلى صناديق استثمار حكومية.

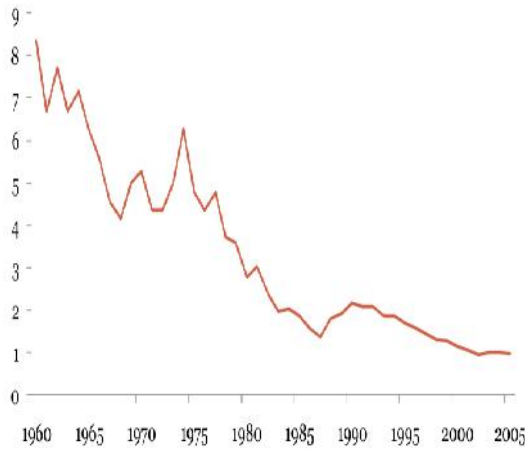
تعتبر استثمارات صناديق الثروة السيادية - على نطاق واسع - استثمارات طويلة المدى، مما يسمح باستقرار أسعار أسهم المؤسسات المستهدفة، الأمر الذي قد يكون له دور إيجابي في استقرار الأسواق المالية. وعليه تتبع صناديق الثروة السيادية إستراتيجية تسمى بإستراتيجية الشراء والإحتفاظ "Buy and Hold"¹ التي تعني شراء أصول مقومة بأقل من قيمتها والإحتفاظ بها في المحفظة قبل بيعها عند تحقيق مكسب معين، مما يعزز التقارب بين أسعار الأسهم السوقية وقيمتها الأساسية. فعادة ما تتراوح فترة الإحتفاظ بالأصول المالية ما بين 20 و 30 سنة، مع انخفاض في معدل دوران المحفظة الإستثمارية، والذي نجده ثلاث مرات أقل من معدل دوران صناديق التقاعد، إضافة إلى ذلك تمويل صناديق الثروة السيادية إستثماراتها بأموالها الخاصة، كما أن احتياجاتها للسيولة منخفضة.²

¹ - Bertrand Blancheton et Yves Jégourel, les fonds souverains: un nouveau mode de regulation du capitalism financier? Revue de la regulation, N°05, 1er semestre 2009, p3.

² - Caroline Bertin Delacour, op cit, p90

تتمثل رسم (2-9): الفترة المتوسطة للاحتفاظ بالأسهم في
بورصة NYSE (بالسنوات)

السنوات



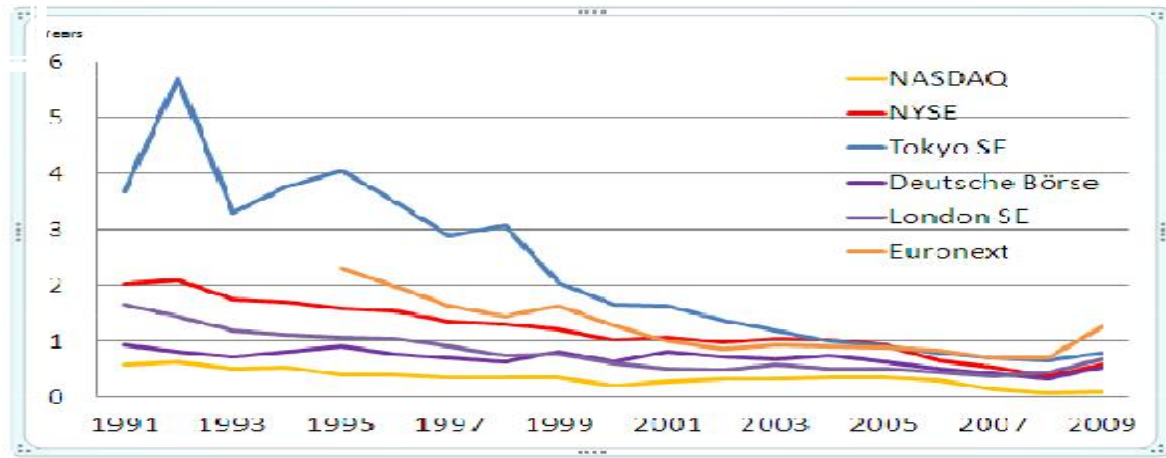
Source: Patrick Bolton, Barbara, et David Zalaznick, les fonds souverains: de menace à opportunité, terra nova, la foundation progressiste, 30juin2011, p15.

يتضح لنا من خلال الشكل المقابل انخفاض متوسط فترة الإحتفاظ بالأسهم في البورصة الأمريكية "NYSE" بالسنوات، حيث كان متوسط فترة الإحتفاظ بالأسهم قبل بيعها يتراوح ما بين 8-9 سنوات عام 1960 والتي أصبحت أقل من سنتين في عام 2005.

ومن جهة أخرى يبين تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE" خلال نفس الفترة انخفاضا في متوسط فترة الإحتفاظ بالأسهم قبل بيعها في معظم البورصات الدولية مثل بورصة "Nasdaq" و "Euronext". وهذا ما يوضحه الشكل في الأسفل:

الشكل رقم (2-9): الفترة المتوسطة للاحتفاظ بالأسهم في أهم البورصات العالمية

السنوات



Source ; Patrick Bolton, Barbara, et David Zalaznick, op cit, p15.

عموما تشير التقديرات إلى أن حوالي 65000 مليار دولار المستثمرة في جميع أنحاء العالم، فقط 10% منها تمثل استثمارات طويلة المدى، في حين أثبتت دراسة Bushée سنة 1998 إمكانية حدوث تراجع الإستثمار في مجال البحث والتطوير بسبب الميل أكثر نحو الإستثمار القصير الأجل، كما أظهرت دراسة "Rajgopal" "Harvey" و "Graham" سنة 2005 تأثير الإستثمارات القصيرة الأجل على قرارات المديرين حيث يفضلون التوصل إلى نتائج على المدى القصير على حساب خلق الثروة للمؤسسة.¹

¹ - Patrick Bolton, Barbara, et David Zalaznick, op cit, pp'15-16.

المطلب الرابع: التوجهات الجغرافية والقطاعية لصناديق الثروة السيادية

قبل تطرقنا إلى التوجهات الجغرافية والقطاعية لصناديق الثروة السيادية سوف نحاول التعرف على تركيبة أصول هذه الأخيرة.

1- تركيبة أصول صناديق الثروة السيادية

قبل استعراض تركيبة أصول صناديق الثروة السيادية سوف نقدم تركيبة احتياطي صرف البنك المركزي.

أ- تركيبة أصول احتياطي البنك المركزي:

عند إدارة احتياطي البنك المركزي نجد هذه الأخيرة تعزز السيولة، الأمان والعائد، بهدف التدخل في سوق الصرف عند الضرورة، وعدم تحقيق خسائر مالية، باعتبار الأصول القصيرة الأجل أكثر عرضة للتذبذبات مقارنة بالأصول الطويلة الأجل¹ والجدول التالي يوضح لنا ذلك:

الجدول رقم(2-17): تركيبة احتياطي الصرف البنوك المركزية

صيغة الأصول المملوكة	سنة 2006
أصول سائلة+ ودائع بنكية	30%
سندات حكومية	66%
أصول أخرى	4%

Source; Gilles Morisson, op cit, p10.

ب- تركيبة أصول صناديق الثروة السيادية لسنة 2008

عادة ما كانت تستثمر ثروة الدول في شكل أصول قصيرة الأجل، سائلة وبدون مخاطر ولكن ذات عائد منخفض (ودائع، أدونات خزينة، سندات...)، حيث أثبتت دراسات أعدت خلال 60 سنة (1946. 2006) أن عائدات مثل هذه الاستثمارات لا تتجاوز نسبة 1% سنوياً، في حين استثمار محفظة مالية على شكل 60% أسهم و 40% سندات قد تحقق عائداً خلال نفس الفترة بحوالي 6% سنوياً.²

وعليه تلجأ صناديق الثروة السيادية إلى المزيد في تنويعها لاستثماراتها. ففي البداية نجد هذه الصناديق تنتهج إستراتيجية في تنويع أصولها مما يؤدي إلى زيادة الإستثمار في الأسهم إضافة إلى الإستثمار في أصول أكثر خطورة(مثل المواد الأولية).

فهذا التنويع من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق عائد أكبر، ويقرب الإستراتيجية الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية مع الإستراتيجية الإستثمارية لأكبر مسيري الغرب مثل صناديق التقاعد، عكس الإستراتيجية الإستثمارية لاحتياطي البنك المركزي، الأكثر تركيزاً على السندات ذات العائد المضمون. فمثلاً انتهج الصندوق السيادي

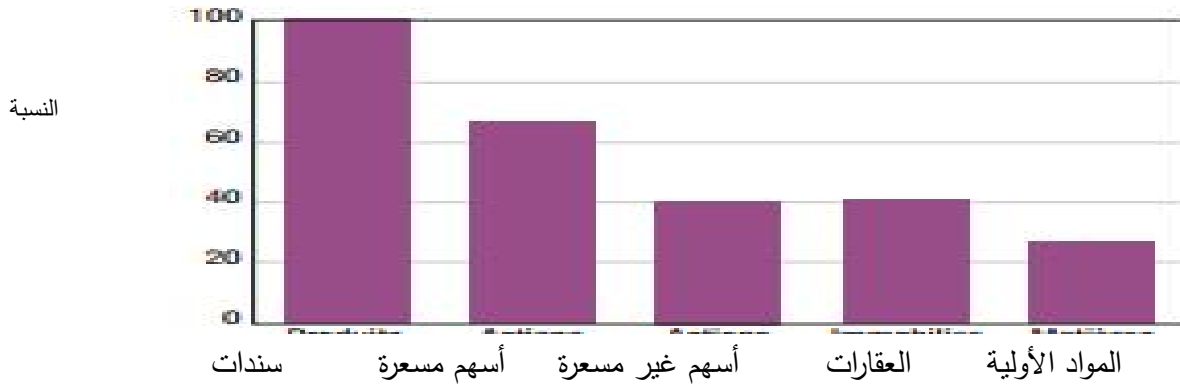
¹ - Gilles Morisson, op cit, pp'9-10.

² - Caroline Bertin Delacour, op cit, p40.

النرويجي سنة 2007 بعض الخطوط العريضة المؤدية إلى زيادة تتراوح ما بين 40-60% حصة الأسهم في محفظة المالية.¹

كما أن أغلبية صناديق الثروة السيادية تستثمر في أصول مسعرة في البورصة، مع الإتجاه خلال السنوات الأخيرة وبالضبط ابتداء من سبتمبر 2008 إلى الإهتمام أكثر بالاستثمارات البديلة (صناديق التحوط وصناديق الأسهم الخاصة) أو في العقارات، فحسب إحصائيات صندوق النقد الدولي فحوالي 40% من الصناديق السيادية تستثمر في صناديق الأسهم الخاصة وفي العقارات. وهذا الذي يبينه لنا الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-10): نسبة الصناديق التي تصرح باستثمارها في الأصول المذكورة

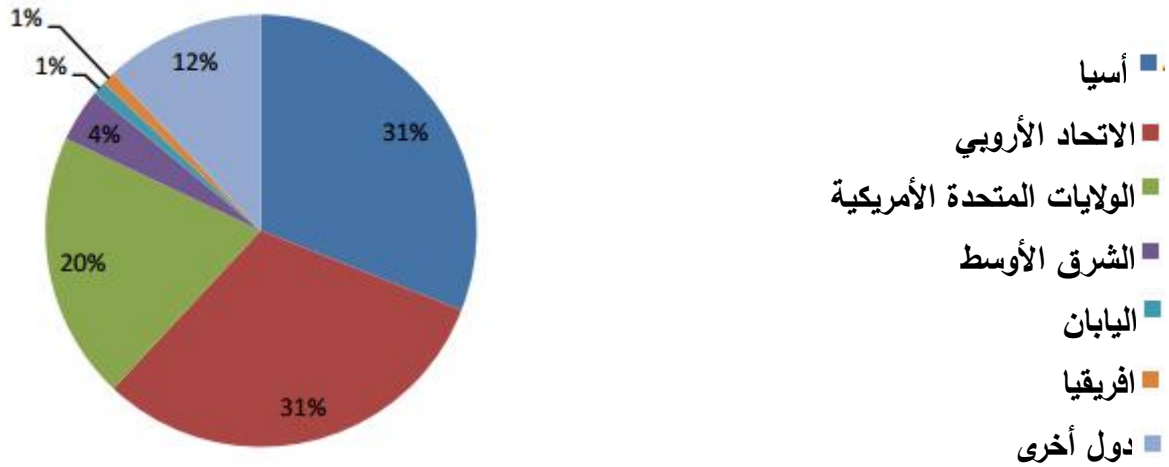


Source: Banque de France, focus, opcit, 4.

2- **التوجهات الجغرافية:** عموما توجه إستثمارات صناديق الثروة السيادية الآسيوية نحو أسواقها المالية المحلية أو البلدان المجاورة لها (الملحق رقم 09)، في حين تميل صناديق الشرق الأوسط إلى الإستثمار أكثر في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وتفسر هذه الأخيرة بضعف الفرص الإستثمارية لهذه الدول في سواقها المحلية (الملحق رقم 10). والشكل التالي يبين التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية خلال الفترة 1995-2009:

¹ - Alain Demarolle, op cit, p9.

الشكل رقم (2-11): التوجهات الجغرافية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (1995-2009)

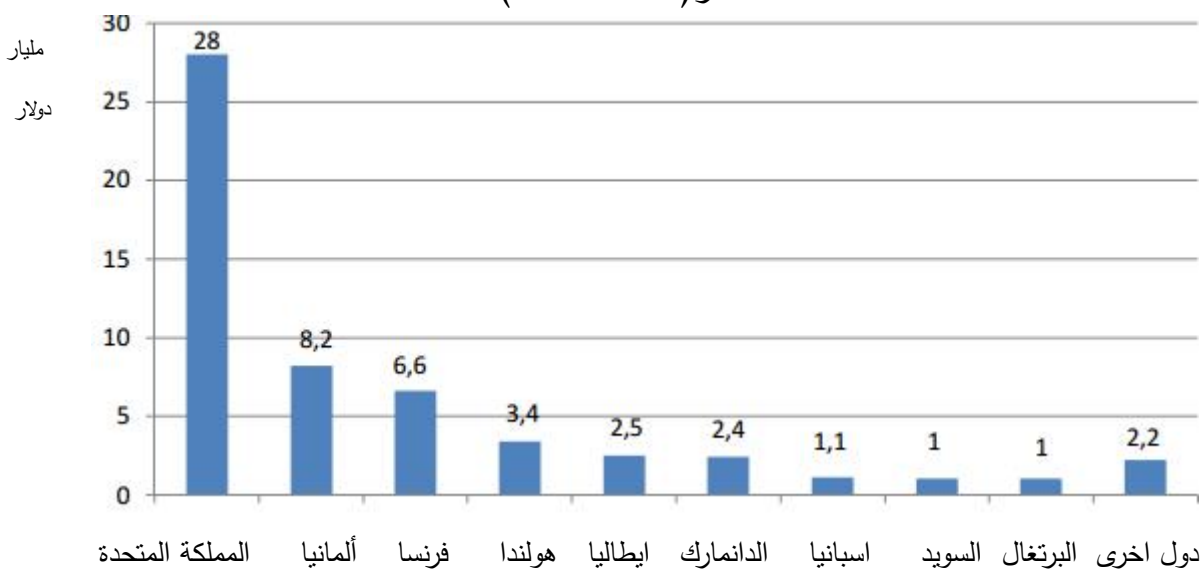


Source: Thibaut Sarte, les entreprises face aux fonds souverains, les notes de l'institut, institue de l'entreprise, paris, janvier 2011, p29.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق أن الأسواق الأكثر استقطاباً لاستثمارات صناديق الثروة السيادية هي الدول الآسيوية، الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 31%، 31% و 20% على التوالي، تليها دول الشرق الأوسط بنسبة 4%، ثم اليابان وأفريقيا بنسبة 1% لكل منهما. كما يوضح الشكل في الأسفل الدول الأوروبية الأكثر استقطاباً لاستثمارات الصناديق السيادية خلال نفس الفترة أي (1995-2009).

الشكل رقم (2-12): الدول الأوروبية الأكثر استقطاباً لاستثمارات صناديق الثروة السيادية

خلال الفترة (1995-2009)



Source: Thibaut Sarte, opcit, p29.

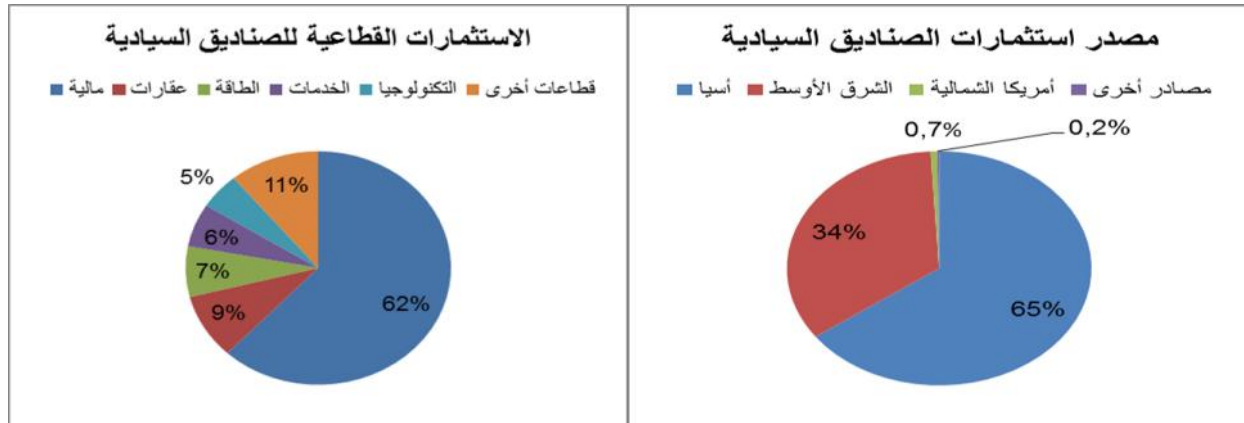
نلاحظ من خلال الشكل السابق أن المملكة المتحدة تمثل المنطقة الأكثر استقطاباً لإستثمارات الصناديق السيادية بقيمة 28 مليار دولار خلال الفترة 1995-2009، تليها ألمانيا بقيمة 8.2 مليارات دولار ثم فرنسا بقيمة 6.6 مليار دولار، أما بقية الدول الأوروبية فلم يخصص لها إلا قيمة صغيرة مثل هولندا، إيطاليا، السويد، البرتغال بقيمة 3.4 مليارات دولار، 2.5 مليارات دولار، 1 مليار دولار و 1 مليار دولار على التوالي.

كما يستثمر الجزء الأكبر من أصول صناديق الثروة السيادية في الأسواق الأجنبية، حيث تمثل هذه الأخيرة حوالي 90% من استثمارات محفظة الصناديق، في حين تمثل الأصول المحلية حوالي 10% فقط من مجمل استثمارات الصناديق، غير أنه لا تعكس هذه النسب جميع صناديق الثروة السيادية، حيث نجد البعض منها تستثمر جزئياً أو بشكل كبير في أسواقها المحلية، فمثلاً تميل صناديق الثروة الآسيوية إلى الإستثمار الإقليمي وخاصة في الهند، الصين و ماليزيا، مثل حالة الصندوق الماليزي (Khazanah)، أو صندوق سنغافوري (Temasek)، الذين يستثمرون حوالي 74% من أصولهم في السوق المحلية، أما صناديق الشرق الأوسط والذين يبحثون عن استثمارات كبيرة وسائلة، فنجدهم يستثمرون خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.¹

3- التوجهات القطاعية:

يشير التقرير الصادر عن هيئة الخدمات المالية الدولية " International Financial Services London IFSL " إلى استحواذ القطاع المالي على المرتبة الأولى من مجموع إستثمارات الصناديق السيادية، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (2-13): التوزيع القطاعي لحجم استثمارات الصناديق السيادية بالقيمة* خلال الفترة (1995-2008) يوليو



* القيمة الاجمالية للفترة 187 مليار دولار USD

Source: Marko Maslakovic, Sovereign Wealth Funds 2009, IFSL RESEARCH in In Partnership with UK Trade and Investment and City of London, March 2009, p6.

¹ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p40.

* IFSL عبارة عن هيئة خاصة مستقلة، بتقريباً 40 سنة تجربة، تقدم دراسات وتحليلات بهدف تشجيع وتدعيم الخدمات المالية في
.

يوضح لنا الشكل السابق التوزيع القطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية بالقيمة خلال الفترة (1995-2008) حيث نلاحظ أن 65% من مجموع حجم استثمارات الصناديق السيادية تابعة لدولة الأسويية، و34% منها تابعة للدول الشرق الأوسط، و0.7% لدول شمال أمريكا، أما بقية دول العالم فتستحوذ مجملها على 0.2%. بحيث يستحوذ قطاع الخدمات المالية على المرتبة الأولى بنسبة 62% من مجموع حجم أصول الصناديق أي ما يمثل 115.94 مليار دولار يليها القطاع العقاري بنسبة 9% (ما يعادل 16.83 مليار دولار) ثم قطاع الطاقة، الخدمات والتكنولوجيا بنسبة 7%، 6% و5% ، على التوالي، أما بقية القطاعات فخصص لها ما نسبته 11% فقط أي 20.57 مليار دولار.

المبحث الثاني: استعراض الإستراتيجية الإستثمارية لبعض أهم صناديق الثروة السيادية في العالم

لا تزال المعرفة بالإستراتيجيات الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية غير كاملة. فبينما تفصح بعض الصناديق عن جميع تفاصيل محفظتها المالية، وتشرح المخاطر والعائدات باستفاضة، يلاحظ أن البعض الآخر أكثر تحفظاً في الإفصاح عن التفاصيل. وعليه سوف نحاول من خلال هذا المبحث التعرف على بعض أكبر صناديق ثروة سيادية في العالم من حيث حجم أصولها المالية والتي تستحوذ على أكثر من 50 % من مجموع أصول الصناديق. وذلك حسب إحصائيات معهد صناديق الثروة السيادية (SWF Institute).

المطلب الأول: صندوقا النرويج وسنغفورة

تستحوذ كل من النرويج وسنغفورة على أول وثامن أكبر صندوق سيادي في العالم، وفيما يلي نحاول التعرف على هذين الصندوقين.

1-صندوق التقاعد الحكومي النرويجي Government Pension Fund Global

1-1-تعريف الصندوق: تمتلك النرويج صندوق ثروة سيادي دولي -Gouvernement Pension Fund- "Global " وصندوق ثروة سيادي إقليمي "Gouvernement Pension Fund Norway" ^{1*} ورغم تسميتهما إلا أنهما يعتبران صندوقين سياديين وليس صندوقي تقاعد، باعتبار أن أصولهما متأتية من عائدات البترول وليس من اشتراكات الأفراد، في حين يرجع تسمية 'تقاعد' إلى الدور الذي يؤديه الصندوقان في تنمية عائدات الحكومة بهدف مواجهة الإرتفاع المحتمل في تكلفة تمويل المعاشات الناتجة عن شيخوخة الأفراد. ²

يمثل البترول جزءاً مهماً من الإقتصاد النرويجي والذي يمثل حوالي 25% من إنتاجها الداخلي الخام، وبهدف تحسين إدارة الثروة المتأتية من العائدات النفطية قامت النرويج بإنشاء سنة 1990 صندوق النفط الحكومي "Government Petroleum Fund"، والذي أصبح سنة 2006 يسمى بصندوق التقاعد

* يستثمر الصندوق الإقليمي أساساً في النرويج، الدانمارك، السويد وفنلندا.

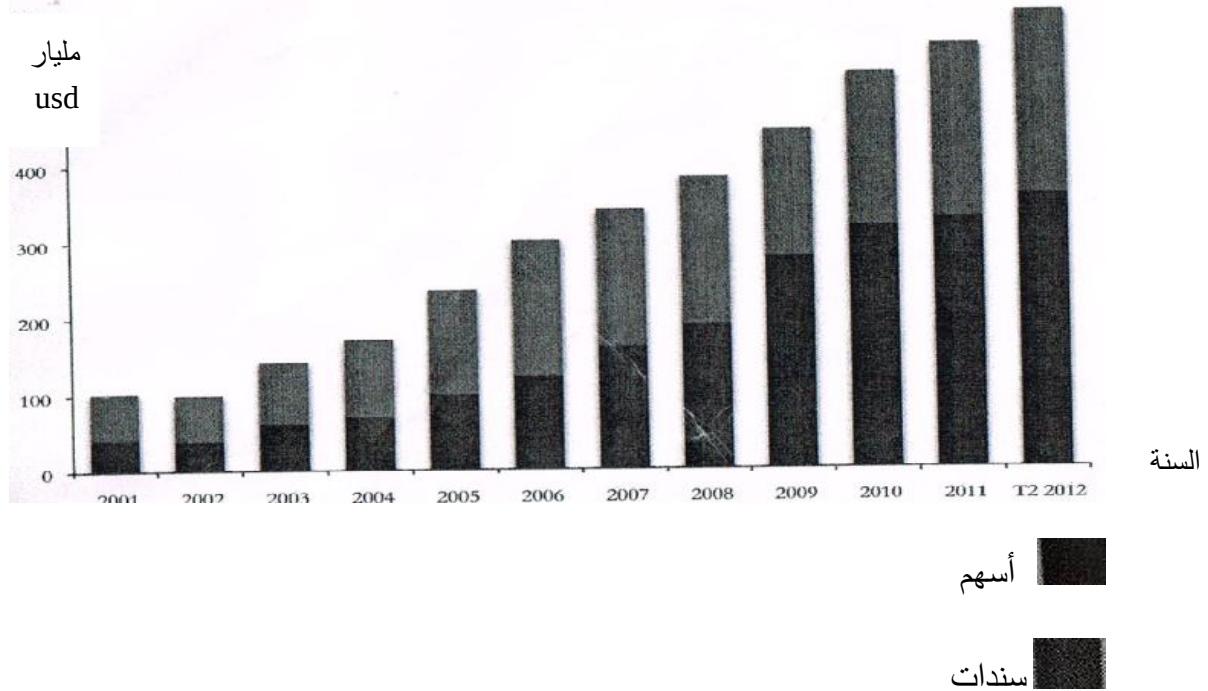
¹ -Caroline Bertin Delacour, op cit, p193.

² - Samia Buisine et autres, op cit, p58.

الحكومي النرويجي "Gouvernement Pension Fund - Global" ¹ الذي يعتبر حسب إحصائيات معهد صناديق الثروة السيادية الصادرة في أوت 2015 أول صندوق سيادي في العالم من حيث حجم رأس المال التي تقدر بقيمة 882 مليار دولار (الملحق رقم 05) و"يتنبأ بلوغ حجمه سنة 2020 قيمة 1057 مليار دولار". ²

1-2- الإستراتيجية الإستثمارية للصندوق: يسير الصندوق النرويجي (GPF) من قبل "إدارة إستثمارات نورجيس بنك" (Norges Bank Investment Management NBIM) التي تعتبر أحد ثلاثة فروع البنك المركزي النرويجي (NORGES BANK) نيابة عن وزارة المالية ، حيث تحدد هذه الأخيرة إستراتيجية الصندوق آخذة بعين الإعتبار المناقشات في البرلمان ومختلف نصائح نورجيس بنك . وعليه تأخذ قرارات الإستثمار من قبل مسؤولين (NBIM) و مسيري الأصول الخارجية حيث حددت نسبة هذه الأخيرة سنة 2011 بـ 4.4 % من مجمل أصول الصندوق . ³ والشكل في الأسفل يبين لنا تركيبة أصول الصندوق النرويجي "GPF" خلال الفترة المتراوحة بين 2001-2012.

الشكل رقم (2-14): تركيبة أصول الصندوق "GPF" خلال الفترة المتراوحة ما بين 2001-2012.



Source: Samia Buisine et autres, opcit.P 57.

نلاحظ من خلال الشكل السابق إرتفاع حصة الأسهم في مجمل أصول الصندوق السيادي النرويجي "GPF" خلال الفترة المتراوحة ما بين 2001-2012. ⁴ فعموما لا تتجاوز نسبة إستثمارات الصندوق في

¹ -Caroline Bertin Delacour, op cit, p194.

² - Samia Buisine et autres, op cit, p56.

³ - IDEM, P62.

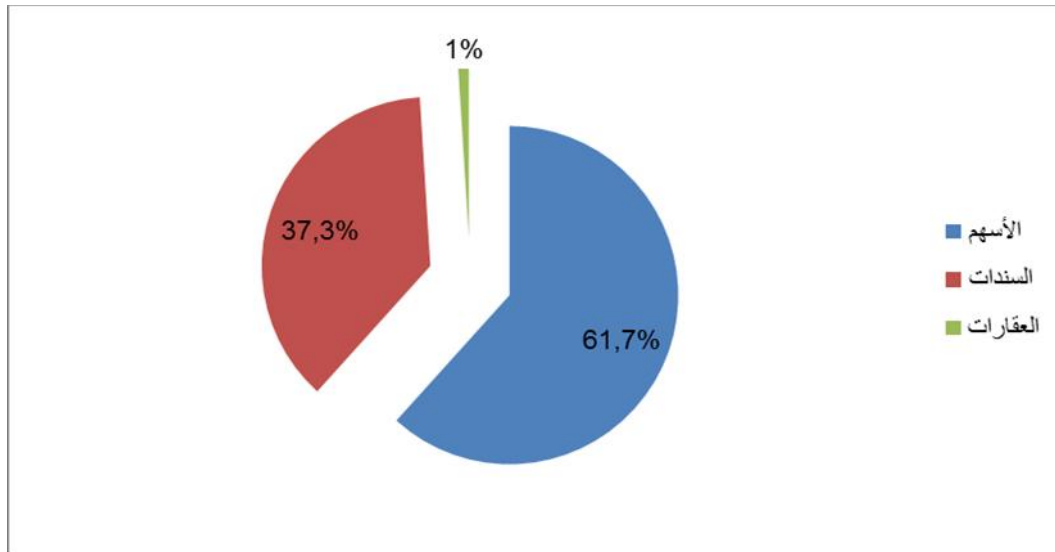
⁴ -Samia Buisine et autres, op cit, P 57.

المؤسسات 5%. ففي أوروبا قدر متوسط استثمارات الصندوق في المؤسسات نسبة 2.1% سنة 2011 ، أما في أمريكا وأفريقيا والشرق الأوسط قدرت هذه النسبة بـ 0.7% ، ففي نهاية سنة 2011 استحوذ الصندوق السيادي النرويجي GPFG على 1.1% من الرسملة البورصية العالمية، كما يمتلك الصندوق اشتراكات في حوالي 8005 مؤسسة عبر العالم.¹

تضاعف عدد المؤسسات التي تتجاوز فيها حصة الصندوق نسبة 5% بثلاث مرات سنة 2011 ليصل عددها إلى 53 مؤسسة، حيث تمثل أكبر حصة الصندوق في مؤسسة إيرلندية "smurfit Kappa groups" بنسبة 9.6% كما يعتبر الصندوق من بين عشرة أوائل مساهمين في 500 مؤسسة عبر العالم .

تهدف الاستراتيجية المستقبلية للصندوق في زيادة حصته في أكبر المؤسسات عبر العالم لتصل إلى 10% من رأسمالها.² والشكل التالي يوضح تركيبة المحفظة الإستثمارية للصندوق لسنة 2013.

الشكل رقم (2-15): تركيبة المحفظة الإستثمارية للصندوق السيادي النرويجي لسنة 2013



Source; Norwegian Ministry of Finance, The Management of the Government Pension Fund in 2013, Meld. St. 19 (2013–2014) Report to the Storting, p66.

تتكون المحفظة الاستثمارية للصندوق السيادي النرويجي GPFG سنة 2013 من ³:

¹ -IDEM,P 59.

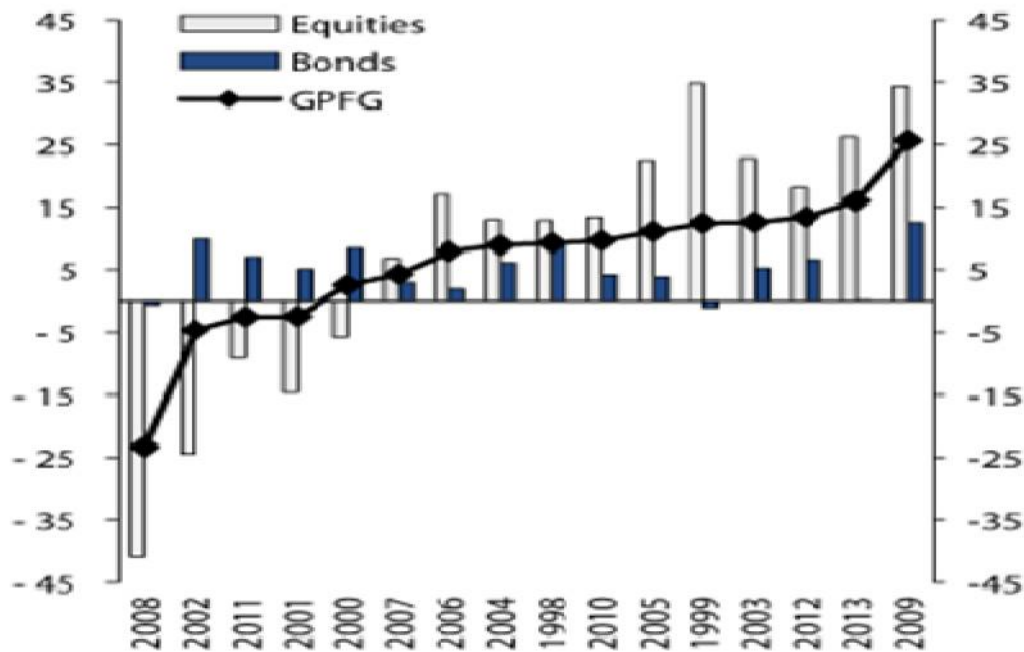
² -IDEM.

³ -لمعلومات أكثر حول الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق GPFG يمكن الرجوع إلى المرجع □□□□:

- 61.7 % أسهم
- 37.3 %سندات
- 1 % عقارات

سجل الصندوق السيادي GPFG عائدا خلال سنة 2013 بنسبة 15.9 % والذي يمثل ثاني أهم عائد بعد نشأة الصندوق (أنظر الشكل في الأسفل)، ويرجع هذا العائد المرتفع للصندوق إلى إرتفاع النشاط البورصي في حين كان عائد سوق السندات يقترب من الصفر.

الشكل رقم(2-16): العائد السنوي للصندوق السيادي GPFG خلال الفترة 1998-2013



Source; Norwegian Ministry of Finance, opcit, p68.

يرفض القانون الداخلي للصندوق الإستثمار في السوق المحلية وعليه جغرافيا توزع إستثمارات الصندوق كما يلي:¹

- 50 % أوروبا.
- 35% أمريكا ،أفريقيا، والشرق الأوسط .
- 15% آسيا

Norwegian Ministry of Finance, The Management of the Government Pension Fund in 2013 Meld. St. 19 (2013-2014) Report to the Storting.

¹-Samia Buisine et autres, OP CIT .P61.

- الحفاظ على الثروة النفطية للمستقبل مع التوزيع العادل لها بين الأجيال.
- تحويل الثروة النفطية إلى أصول مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية، مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ المخاطر/العائد.
- حماية الموازنة العامة للدولة من التقلبات المفاجئة للمداخل النفطية والحفاظ على توازنها على المدى البعيد.

2- مؤسسة استثمار حكومة سنغفورة (Government of singapour investment corportation)

تمتلك سنغفورة صندوقين سياديين يتمثلان في مؤسسة استثمار حكومة سنغفورة (GIC)، التي أنشئت سنة 1981، وصندوق 'Temasek Holding' التي تم إنشاؤه سنة 1974 بحجم رأسمال 344 مليار دولار (المرتبة الثامنة) و 193.6 ملايير دولار على التوالي (المرتبة الحادية عشرة عالمياً) (الملحق رقم 05)

تمول مؤسسة استثمار حكومة سنغفورة من فائض في الميزانية واحتياطي الصرف، حيث تقوم بإعادة استثمار 50 % من عائداتها، أما الجزء المتبقي فيدفع للحكومة كأرباح، والهدف من ذلك مزدوج. فمن جهة زيادة قيمة الأصول على المدى البعيد ومن جهة أخرى توفير -لحكومة سنغفورة- وسيلة لحمايتها في حالة الأزمات الاقتصادية أو النقدية أو في حالة الحروب. ولذا نجد الصندوق (GIC) منخفض الشفافية عكس الصندوق (Temasek) الذي يقدم له مؤشر الشفافية لينبرغ و مادل 6 نقاط في حين يعطى 10 نقاط

² - Caroline Bertin Delacour, op cit, pp'195-196.

للصندوق (Temasek). وعليه تعتبر حكومة سنغفورة صندوق (GIC) سلاحا إقتصاديا لذا يجب أن لا يقدم الصندوق القيمة الحقيقية لمجموع أصوله بغرض تفادي تعرضه لهجومات مضاربة.¹ كما تستحوذ مؤسسة استثمار حكومة سنغفورة على ثمانية مكاتب في كل من اليابان، شانغاي، لندن ، نيويورك، سانفرانسيسكو، سيول ، طوكيو، أما المكتب الرئيسي فنجدته متواجدا في سنغفورة مما يسمح لها بالتصرف في أي وقت.²

2-2- الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق GIC

تسير ثلثا أصول الصندوق من قبل مسيرين داخليين، أما الثلث المتبقي فيسير من قبل مسيرين خارجيين، حيث يوظف الصندوق أكثر من 1000 عامل، من بينهم 55% أجنب ذوي 20 جنسية مختلفة.³ تعلن مؤسسة استثمار حكومة سنغفورة عن أدائها طويل المدى (20 سنة) من خلال إصدارها للعائد الحقيقي التي تسجله سنويا والذي قدر ب 4.1% في 31 مارس 2014، بعدما كان يقدر ب 3.9 % في 31 مارس 2012، و 4.0% في 31 مارس 2013.⁴

يبين الجدول في الأسفل التوزيع الجغرافي لإستثمارات الصندوق (GIC) خلال الفترة 2014-2015

الجدول رقم (2-18): التوزيع الجغرافي لاستثمارات صندوق GIC

31 مارس 2015		31 مارس 2014		التوزيع الجغرافي	
43%	34%	42%	34%	الو.م.أ	أمريكا
	3%		4%	أمريكا الشمالية	
	6%		4%	أخرى	
25%	7%	29%	8%	المملكة المتحدة	أوروبا
	12%		14%	المنطقة الأوروبية	
	6%		7%	أخرى	
30%	10%	27%	10%	اليابان	آسيا
	15%		14%	آسيا الشمالية	

¹ - Samia Buisine et autres, op cit, P89.

² - site du fonds souverains de Singapour, date de lecture 3-12-2012,

http://www.fondssouverains.com/pages/Singapour_Government_of_Singapore_Investment_Corporation_GI_C-645253.html

³ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p206.

⁴ - Samia Buisine et autres ,op cit, P89.

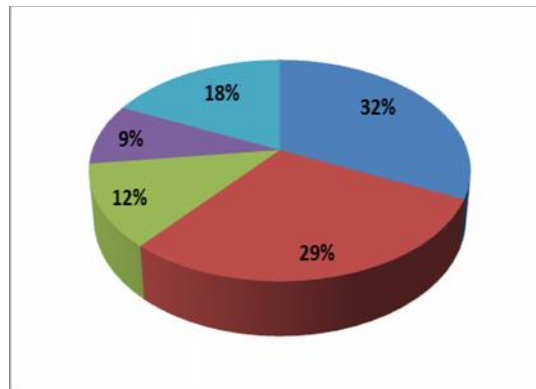
	5%		3%	أخرى	
2%	2%	2%	2%	أستراليا	
100	100	100	100	المجموع	

Source : Report on the Management of the Government's Portfolio for the year 2014-2015 , 5-6-2015

http://www.gic.com.sg/report/report-2014-2015/investment_report.html

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن أغلب استثمارات الصندوق (GIC) في المنطقة الأمريكية بنسبة 43% سنة 2014 ، مقابل 42% سنة 2013 ، تليها آسيا بنسبة 30 % لسنة 2015 ثم أوروبا بنسبة 25% وأستراليا بنسبة 2% سنة 2014 ، كما يمكن ملاحظة أن نسبة كبيرة من استثمارات الصندوق في الـ و.م.أ بنسبة 34% لسنة 2015 تليها آسيا الشمالية بنسبة 15% ثم المنطقة الأوروبية بنسبة 12%. كما يمكن ملاحظة خلال سنة 2015 ميل الصندوق إلى الاستثمار أكثر في الدول الآسيوية مقارنة بالدول الأوروبية والتي ارتفعت فيها حصة استثمارات الصندوق من 27% سنة 2014 إلى 30% سنة 2015. أما الشكل في الأسفل يبين لنا تركيبة إستثمارات الصندوق لسنة 2014.

الشكل رقم (2-17): تركيبة استثمارات مؤسسة استثمار حكومة سنغفورة خلال سنة 2014



■ أسمه الدول المتقدمة
■ السندات
■ صناديق الأسهم الخاصة
■ أسمه الدول الناشئة
■ أصول أخرى

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على المرجع التالي:

Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2014-2015 , opcit.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن أغلبية استثمارات الصندوق موزعة على شكل سندات بنسبة 32%، تليها أسمه دول متقدمة بنسبة 29%، ثم أسمه الدول الناشئة بحوالي 18%، ثم استثمارات في صناديق الأسهم الخاصة بنسبة 9% وأخيرا أصول أخرى مثل العقارات بنسبة 12%.

المطلب الثاني: بعض أكبر صناديق السيادية العربية

1- هيئة الإستثمار لأبوظبي

1-1- تعريف هيئة الإستثمار لأبوظبي: تمتلك إمارة أبو ظبي على ثلاثة صناديق ثروة سيادية مهمة، والمتمثلة في: هيئة أبو ظبي للإستثمار (ADIA)، التي تعتبر أكبر صندوق سيادي إماراتي من حيث حجم الأصول، شركة مبادلة (Mubadala) وهو أصغر حجماً لكنه أكثر جرأة على صعيد المخاطرة، وشركة أبوظبي العالمية للإستثمارات البترولية (IPIC). تم تأسيس الصناديق لإدارة عائدات الإمارات من النفط والغاز، وتعزيز موقعها في أسواق النفط الإقليمية والعالمية والإسهام في تنويع إقتصاد أبو ظبي بعيداً عن المخاطر التي تمثلها أسواق النفط المتقلبة.¹

تأسست هيئة الإستثمار لأبوظبي (ADIA) سنة 1976، لتعوض اللجنة المالية للإستثمار التي أنشئت سنة 1967 والمنتمية إلى الوزارة المالية، حيث نجد حوالي 80% من أصول الصندوق مسيرة من قبل مسيرين أجانب. فحسب احصائيات معهد صناديق الثروة السيادية الصادرة في أوت 2015 تقدر حجم أصول الصندوق بـ 773 مليار USD وبذلك فهو يحتل المرتبة الثانية عالمياً من حيث حجم أصوله المالية (الملحق رقم 05).

يعتبر النفط أهم مورد الصندوق وخاصة المتأتي من عائدات شركة (ADNOC) "Abu Dhabi National oil" وفروعها التي تدفع عائدات لتمويل هيئة الإستثمار لأبوظبي وكذا صندوق "APIC"، حيث يتم تحديد هذا المبلغ دورياً، فإذا سجلت الحكومة فائضاً في ميزانيتها فحوالي 70% منه يوجه إلى الصندوق السيادي (ADIA) في حين 30% فقط المتبقية توجه إلى الصندوق "APIC"². ويتمثل هدف الهيئة في ضمان ازدهار أبو ظبي والحفاظ عليه، عبر إدارة الأصول المالية بحكمة حصيفة.

¹ - سفين بيرينت، صناديق الثروة السيادية في خطاب العولمة، أوراق كارنيغي، العدد 12، تشرين الأول 2008، 12.

² Abu Dhabi investment authority, 6-6-2015.

<http://www.swfinstitute.org/swfs/abu-dhabi-investment-authority/>

الجدول رقم (2-19): تركيبة استثمارات هيئة الاستثمار لأبوظبي

تركيبة أصول الاستثمار	الأسهم المتقدمة	الأسهم المتوسطة
أسهم الدول المتقدمة	45%	35%
أسهم الدول الناشئة	20%	10%
أسهم دول ذات رسملة صغيرة	5%	1%
سندات حكومية	20%	10%
صناديق الأسهم	10%	5%
أصول بديلة	10%	5%
صناديق الأسهم المتوسطة	10%	5%
صناديق الأسهم المتوسطة	8%	2%
البنية التحتية	5%	1%
خزينة	10%	0%
المنطقة الجغرافية	الأسهم المتقدمة	الأسهم المتوسطة
أمريكا الشمالية	50%	35%
الأسهم المتوسطة	35%	25%
آسيا	20%	10%
الأسهم المتوسطة	25%	15%

Source: Abu Dhabi investment authority,
portfolio overview, 2-2-2012.

<http://www.adia.ae/En/Investment/Portf>

شكل أسهم الدول المتقدمة بنسبة تتراوح ما بين (35%-45%) تليها أسهم الدول الناشئة بنسبة (10%-20%).

2-1- الإستراتيجية الإستثمارية للصندوق (ADIA):

تعتبر هيئة أبو ظبي للاستثمار مؤسسة استثمارية عالمية تستثمر بحرص الموارد المالية نيابة عن حكومة أبو ظبي وتنتهج إستراتيجية تركز على تحقيق العوائد على المدى الطويل.¹

تتطوي عملية تنويع المحفظة الإستثمارية على الدوام عبر المناطق وأصناف الأصول المختلفة (أنظر الجدول المقابل)، حيث يدير الجهاز محفظة استثمارية ضخمة يتم تنويع استثماراتها بشكل كبير بما فيها الإستثمارات في الأسهم المدرجة والدخل الثابت والعقارات والأسهم الخاصة والبنية التحتية والإستثمارات البديلة، ويعرف الجهاز بإتباعه أسلوباً استثمارياً حريصاً إذ تتخذ قرارات الإستثمار بشكل حصري بناءً على أهداف الجهاز الإقتصادية والتي ترمي إلى تحقيق عوائد مالية مستدامة على المدى الطويل.

كما نلاحظ من خلال الجدول المقابل أن الجزء الكبير من استثمارات صندوق "ADIA" المتواجدة في الدول المتقدمة وخاصة أمريكا الشمالية التي تتراوح نسبة الاستثمارات فيها ما بين (35% و 50%) تليها أوروبا (25%-35%). كما أن أغلبية استثمارات الصندوق على

2- هيئة الإستثمار الكويتية (Kuwait Investment Authority)

2-1- نشأة وتعريف الصندوق: يصنف معهد صناديق الثروة السيادية في آخر تقرير له الصادر أوت 2015، هيئة الإستثمار الكويتية في المرتبة الخامسة عالمياً من حيث حجم رأسمالها المقدر بـ 592 مليار دولار (الملحق رقم 05). كانت البداية الأولى لهيئة الإستثمار الكويتية من خلال إنشاء مجلس الإستثمار الكويتي سنة

¹ - جهاز أبو ظبي للاستثمار، نشرة صحافية، 15 أيار 2010، ص 10.

1953 بلندن، ثمانية سنوات قبل إستقلال الكويت من بريطانيا، وفي سنة 1982 أنشئت هيئة الإستثمار الكويتية بشكلها الحالي.¹ حيث تعتبر هيئة الإستثمار الكويتية مكلفة بتحقيق عائدات طويلة الأمد من فائض عائدات النفط الكويتي، وتأمين مصدر بديل لمداخل الحكومة حين تنضب مصادر النفط في البلاد.² كما تعتبر هيئة الإستثمار الكويتية هيئة مستقلة مسئولة عن إدارة صندوق الإحتياطي العام وإحتياطي الأجيال القادمة نيابة عن دولة الكويت، بالإضافة إلى إدارة أي اعتماد أخرى تعهد إليه من قبل وزير المالية.³

2-2- الإستراتيجية الإستثمارية للصندوق: يشمل النشاط الإستثماري للهيئة الإستثمارية الكويتية السوق الكويتي المحلي والأسواق العربية والدولية، من خلال مكتبها الرئيسي المتواجد في دولة الكويت ومكتب الإستثمار الكويتي في لندن.⁴

تهدف المهمة الأساسية للصندوق في تحقيق عائد استثماري طويل المدى على الإحتياطات المالية المناطة بالهيئة العامة للإستثمار وإدارتها من قبل حكومة دولة الكويت بغرض توفير مصدر آخر للثروة كبديل للاحتياطات النفطية بما يتيح للأجيال القادمة في الكويت مواجهة المجهول القادم، مع المحافظة على الهدف الأساسي من إنشاء الهيئة العامة للإستثمار المذكور في القانون رقم 47 لسنة 1982.⁵

كما ينص قانون احتياطي الأجيال القادمة رقم 106 الصادر سنة 1976 في مادته الأولى أنه: "يقتطع سنوياً اعتباراً من السنة المالية 1977 نسبة قدرها 10% من الإيرادات العامة للدولة، أما المادة رقم 2 تنص على أنه: "يفتح حساب خاص لتكوين احتياطي بديل للثروة النفطية يسمى احتياطي الأجيال القادمة ترصد فيه تلك الأموال. تستثمر وزارة المالية تلك الأموال، ويضاف عائد استثماراتها إلى هذا الحساب. كما تضم نسبة قدرها 50% من المال الاحتياطي العام للدولة الموجودة عند العمل بهذا القانون إلى هذا الحساب". كما تنص المادة المالية رقم 3 أنه "لا يجوز خفض النسبة المنصوص عليها في المادة الأولى من هذا القانون أو أخذ أي مبلغ من احتياطي الأجيال القادمة".⁶

أما الصندوق الاحتياطي العام فيملك أصول الحكومة ويستلم كل عائداتها التي تسدد منها نفقات الميزانية، كما أوصت وثيقة مراجعة إستراتيجية هيئة الإستثمار الكويتية في العام 2004 بتوزيع استثماراتها

¹ - Bader M. AL SA'AD, Overview on the Kuwait Investment Authority and Issues Related to Sovereign Wealth Funds, Key Note Speech at the First Luxembourg Foreign Trade Conference, APRIL 9, 2008, p02.

² - سفين بيرينت، مرجع سبق ذكره، 08.

³ - الموقع الرسمي للهيئة العامة للإستثمار، تاريخ الاطلاع 2011-04-07
<http://www.kia.gov.kw/Ar/Pages/default.aspx>

⁴ - 08.

⁵ الموقع الرسمي للهيئة العامة للإستثمار، تاريخ الاطلاع 2011-04-08

http://www.kia.gov.kw/Ar/About_KIA/Mission_Principles/Pages/default.aspx

⁶ الموقع الرسمي للهيئة العامة للإستثمار، تاريخ الاطلاع 2011-04-08

http://www.kia.gov.kw/Ar/About_KIA/Overview_of_Funds/Pages/default.aspx

مبتعدة عن السندات والأسهم نحو فئات أخرى من الأصول مثل صناديق الأسهم الخاصة، عقارات، والأسواق الناشئة.

أبرز أصول هيئة الاستثمار الكويتية تشمل حصة 7.1% في ديمر أي جي يعود تاريخ الاستثمار فيها إلى العام 1969، ما يجعلها أكبر مساهم منفرد في هذه الشركة الألمانية المصنعة للسيارات، ولديها أيضا حصة 2.7% في بريتش بتروليم، ما يجعلها أحد أهم المساهمين في مجموعة الطاقة العالمية، وكانت أحدث استثماراتها الكبيرة في بنك الصين الصناعي والخارجي في العام 2006، حيث أصبحت أكبر مستثمر في هذا البنك.¹ كما تستحوذ هيئة الاستثمار الكويتية على 24.6% من mobile télécommunications company (الكويتية) و 23.7% من wataniya télécom (الكويتية).²

المطلب الثالث: بعض أكبر صناديق الثروة السيادية الصينية

1- شركة الاستثمار الصينية (CIC) China Investment corporation

1-1- تعريف شركة الاستثمار الصينية: صنف معهد صناديق الثروة السيادية في آخر تقرير له الصادر في أوت 2015، الصندوق الصيني (CIC) في المرتبة الثالثة عالميا من حيث حجم رأسماله الذي قدر بـ 746.7 ملايين دولار (الملحق رقم 05)

أنشئت شركة الاستثمار الصينية في 29 سبتمبر 2007 بهدف تنويع استثمارات الصين والبحث عن عائدات أكبر، حيث يمتلك الصندوق فرعين الأول يتمثل في شركة الاستثمار الصينية الدولية (cic-interetional) والثاني يتمثل شركة استثمار هايجي (central Huijn Investment) للشركة الأولى استثمارات دولية فقط في حين تستثمر الشركة الثانية في أكبر المؤسسات المحلية الصينية.³

1-2- الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق (CIC): تنص تصريحات شركة الاستثمار الصينية على عدم رغبتها في تسيير الشركة التي تستحوذ على أسهمها، لذا فغالبا ما تكون استثماراتها أقل من 10 %.⁴ كما نجد النسبة الكبرى من أصول الصندوق مسيرة من قبل مسيرين أجانب، حيث حددت هذه النسبة في 31 ديسمبر 2013

¹ سفين بيرينت، مرجع سبق ذكره، ص10

² - Jean Marc Puel, op cit, p99.

* أهم استثماراتها نجد مايلي:

China Development Bank (47%); Industrial of Commercial Bank of China(35.4%); China Construction Bank (57.1%); Agricultural Bank of China (40.1%); Bank of China (67.6%)

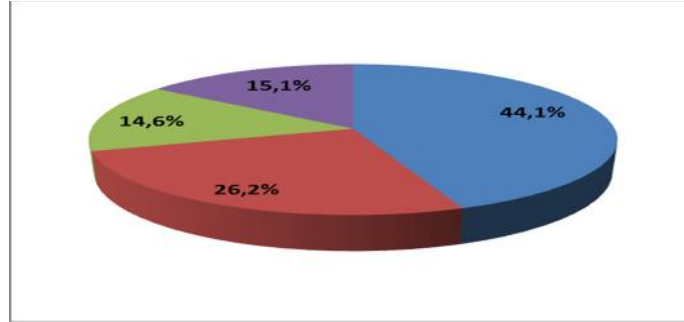
³ -site internet du fond CIC, date de lecture 5-5-2015 <http://www.china-inv.cn>

⁴ - Samia Buisine et autres, OP CIT .P. 75.

بـ67.2%، في حين 32.8 % من أصول الصندوق المتبقية مسيرة من قبل محليين¹. و الشكل التالي يوضح لنا تركيبة المحفظة الإستثمارية للصندوق (CIC) في 31 ديسمبر 2014.

الشكل رقم (2-18): تركيبة المحفظة الإستثمارية للصندوق "CIC"

31 ديسمبر 2014



أسهم
أصول طويلة الأجل
أصول ثابتة
أصول أخرى

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع الرسمي لشركة الاستثمار الصينية، تاريخ الاطلاع 2-1-2015.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن الجزء الأكبر من أصول الصندوق مستثمرة على شكل أسهم مؤسسات مسعرة في البورصة بنسبة (44.1%) تليها استثمارات طويلة الأجل بنسبة (26.2%)، ثم أصول ذات الدخل الثابت بنسبة 14.6% وأخيرا أصول أخرى بنسبة 15.1 % مثل الإيداعات وأذونات الخزينة الأمريكية. أما فيما يخص التوزيع الجغرافي لأصول شركة الإستثمار الصينية فنجدتها مقسمة على النحو التالي:²

- 44 % أمريكا الشمالية
- 30 % آسيا
- 21 % أوروبا
- 5 % أمريكا اللاتينية
- 1 % إفريقيا

¹ - site officiel du fonds CIC, op cit.

² - Samia Buisine et autres, op cit, p77.

صرح المدير العام لشركة الإستثمار الصينية في مارس 2012 أن هدف الصندوق خلال الفترة اللاحقة والممتدة من 05 إلى 10 سنوات سيتجلى أساسا في استهداف الأسواق الناشئة.

2- شركة الإستثمار "SAFE"

1-2 تعريف شركة الإستثمار "SAFE"

أنشئ الصندوق SAFE في 02 جوان 1997، وتتمثل مهمته الرئيسية في تسيير احتياطي صرف الدولة، حيث يمتلك العديد من الوكالات في الصين و الفروع في الخارج وخاصة في لندن ،سنغفورة ،نيويورك وهونكونغ، ويعتبر الصندوق "SAFE" الصندوق الصيني الأقل شفافية فيما يخص استثماراته المالية.¹ يقدر معهد صناديق الثروة السيادية حجم أصول الصندوق الصيني (SAFE) بـ 547 مليار دولار، محتلا المرتبة السادسة عالميا وذلك حسب آخر تقديرات المعهد في أوت 2015 (الملحق رقم 05)

2-2 الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق

يستثمر الصندوق خصوصا في القطاع المالي والطاقة وعليه فقد استثمر في البنك فيزا "visa" بنسبة 1% ، وفي باركليز بنك "Barclays Banks" بنسبة 0.7% وفي ثلاثة بنوك أستراليا كبيرة* بنسبة 0.3% لكل واحدة منها. كما استثمر الصندوق في شركات التأمينات البريطانية (aviva) بنسبة 0.97% و ما قيمته 2.5 ملايين دولار في صندوق الأسهم الخاصة الأمريكي "TPG" في جوان 2008.²

يملك الصندوق استثمارات في الشركة البترولية توتال "TOTAL" أين استحوذ ما بين 1.3% و 1.6% من رأسمالها في أبريل 2008، إضافة إلى ذلك استثمر الصندوق في نفس السنة ما يعادل 1 مليار £ في شركة "Royal Dutch Shell" بنسبة 0.9%. كما يشارك الصندوق في رأسمال الشركة البريطانية للغاز الطبيعي BG "group" بنسبة 0.7%. وعليه تسمح هذه الإستثمارات للصندوق "SAFE" أن يكون حاضرا في المناقشات المتعددة الأطراف حول استغلال الموارد الطبيعية وخاصة في افريقيا.

¹ - Jean-Michel Rocchi et Michel Ruimy ,op.cit.,p210.

* تتمثل هذه البنوك في:

national australian bank □ australian and new zealand bank □ commonwealth bank of australia .

² - Caroline Bertin Delacour,op cit, pp"211.212

وأخيرا يجب أن ننوه بأنه يوجد تنافس كبير بين المؤسستين الحكوميتين الصينيتين "CIC" و"SAFE"، بمعنى آخر بين البنك المركزي الذي يدعم الصندوق "SAFE" ووزارة المالية التي تدعم الصندوق "CIC" ¹.

المبحث الثالث: صندوق ضبط الموارد الجزائري

يعتمد الإقتصاد الجزائري بالدرجة الأولى على الإيرادات النفطية والتي تمثل أكثر من 95% من مجموع صادرات الجزائر، فمنذ سنة 2000 سجلت أسعار البترول ارتفاعا كبيرا، وعليه كان من الضروري التحكم في هذه الفوائض وترشيدها بما يخدم الإقتصاد الوطني، وهذا ما دفع الجزائر إلى إنشاء صندوق ضبط الموارد، والذي سوف نحاول التعرف عليه بنوع من التفصيل في هذا المبحث.

المطلب الأول: دوافع إنشاء صندوق ضبط الموارد الجزائري

من المعلوم أن تاريخ إنشاء صندوق ضبط الموارد في الجزائر يرجع إلى سنة 2000 حيث سجلت الجزائر فوائض مالية معتبرة خلال نفس السنة نتيجة ارتفاع أسعار النفط مقارنة بالأسعار السائدة خلال فترة التسعينيات من القرن العشرين، وبما أن أداء الإقتصاد الجزائري يتحدد بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية فإنه يمكن تقسيم الدوافع التي حفزت الحكومة على إنشاء هذا الصندوق إلى دوافع داخلية وخارجية: ²

1- **الدوافع الداخلية** : إن تحديد واستنتاج هذه الدوافع يتطلب منا أولا دراسة هيكل الإقتصاد الجزائري باعتباره اقتصادا يعتمد بدرجة كبيرة على أداء قطاع المحروقات وهو ما يوضحه الجدول التالي مع العلم أن الفترة محل الدراسة تمتد بين (1996-2000) باعتبارها الفترة التي سبقت إنشاء صندوق ضبط الموارد.

¹-Caroline Bertin Delacour ,op.cit. p.212

²- بوفليح نبيل، فعالية صناديق السيادية، لتفسير مداخل م. م. العربية، الأكاديمية، 83، دورية دولية محكمة تصدرها جامعة حسينية بن بوعلي بالشلف، العدد 4، 2010.

الجدول رقم (2-20): مؤشرات تبين مدى ارتباط الإقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات خلال الفترة (1996-2000)

القطاع	1996	1997	1998	1999	2000
نسبة قطاع المحروقات من PIB	6.28	29.6	23	27.8	39.4
نسبة الجباية البترولية من ايرادات الموازنة العامة للدولة	63	63.96	54.98	61.89	76.87
نسبة صادرات المحروقات من اجمالي الصادرات	95.44	95.34	96.36	96.62	97.27

المصدر: بوفليخ نبيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص83.

يبين الجدول السابق أن تأثير قطاع المحروقات على الإقتصاد الجزائري يتم وفقا لثلاثة مستويات:

1-1- تأثير قطاع المحروقات على معدل النمو الإقتصادي: يشكل قطاع المحروقات نسبة معتبرة من

الناتج المحلي الإجمالي إذ بلغ متوسط نسبة مساهمة هذا القطاع من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1996-2000، (29,68 %) مع العلم أن سنة 2000 تعد السنة التي سجلت أكبر نسبة، حيث مثل قطاع المحروقات نسبة 39,4 % من الناتج المحلي الإجمالي وهو ما يؤكد الأهمية المتزايدة التي يسجلها هذا القطاع من سنة لأخرى مما يعني أن معدل النمو الإقتصادي في الجزائر يتحدد بشكل كبير بمعدل النمو الذي يسجله قطاع المحروقات

1-2- تأثير قطاع المحروقات على الموازنة العامة للدولة تعد الجباية البترولية المورد الرئيسي لإيرادات

الدولة وهو ما تؤكد معطيات الجدول السابق إذ بلغت نسبة الجباية البترولية من الإيرادات العامة للدولة 64,12 % كمتوسط خلال الفترة (1996-2000) مع العلم أن هذه النسبة سجلت أكبر قيمة في سنة 2000 لتصل إلى 76,86 %. كل ذلك يعني أن الموازنة العامة للدولة تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات التي

تسجلها أسعار النفط على المستوى العالمي، وباعتبار أن تمويل السياسات الاقتصادية العامة للدولة يتم بواسطة الموازنة العامة للدولة فإنه يمكن القول إن أداء قطاع المحروقات يعد المحدد الرئيسي لاستقرار واستمرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية في الجزائر.

1-3- تأثير قطاع المحروقات على ميزان المدفوعات تشكل صادرات قطاع المحروقات المورد الرئيسي للعملة الصعبة في الجزائر باعتبار أن صادرات هذا القطاع مثلت نسبة 96,20 % كمتوسط خلال الفترة محل الدراسة . وبما أن الميزان التجاري يمثل أحد المكونات الرئيسية لميزان المدفوعات يمكن القول بأن أداء قطاع المحروقات يؤثر بشكل مباشر على توازن ميزان المدفوعات في الجزائر.

من خلال ما سبق يتبين لنا أن الاقتصاد الجزائري يتأثر بشكل مباشر بأداء قطاع المحروقات مما يعني أن الأزمة الاقتصادية التي شهدتها الجزائر خلال النصف الثاني من عقد الثمانينات وفترة التسعينيات من القرن العشرين ترجع أساسا إلى تدني أداء قطاع المحروقات بسبب انخفاض أسعارها على المستوى العالمي. ومن هذا المنطلق فإن الدوافع الداخلية التي أدت إلى إنشاء صندوق ضبط الموارد تتمثل أساسا في رغبة الحكومة استحداث آلية تعمل على ضبط الإيرادات العامة للدولة وبالتالي الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة الأمر الذي يمكنها من تنفيذ مختلف سياساتها الاقتصادية، ومن ثم التخفيف من حدة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري نتيجة تقلبات أسعار المحروقات في الأسواق العالمية.

وفي نفس السياق فإنه لا يمكن فصل الدوافع الداخلية عن الدوافع الخارجية بالنظر إلى أن أداء قطاع المحروقات يرتبط أساسا بمستويات أسعار النفط التي تتحدد في الأسواق العالمية، بالإضافة إلى أن الجزائر باعتبارها بلدا نفطيا لا يمكن لها أن تتجاهل مختلف السياسات التي تنفذها البلدان النفطية والهادفة إلى الإستغلال الأمثل لمداخل الثروة النفطية.

2- الدوافع الخارجية

يمكن تلخيصها في دافعين أساسيين:

1-2- تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية: تتميز أسعار النفط بعدم استقرارها بالنظر لتأثرها بمجموعة من العوامل الاقتصادية والسياسية وهو ما يؤدي إلى تعرض اقتصاديات الدول النفطية من بينها الجزائر لصدمات إيجابية أو سلبية حسب مستويات الأسعار المسجلة في الأسواق العالمية، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (2-21): تطور بعض المؤشرات الاقتصادية المرتبطة بأسعار النفط خلال الفترة (1996-2000)

السنوات	1996	1997	1998	1999	2000
متوسط سعر البرميل من البترول الجزائري (دولار أمريكي)	21.7	19.5	12.9	18	28.5
رصيد الميزان التجاري (مليار دولار أمريكي)	4.13	5.69	1.51	6.36	12.31
رصيد الموازنة العامة (مليار دينار جزائري)	100.1	81.5	101.2-	11.2-	400

المصدر: بوفليخ نبيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص84.

يبين الجدول السابق مدى التقلبات الحادة التي تميز أسعار النفط ، فعلى سبيل المثال سجل سعر البرميل من البترول الجزائري انخفاضا حادا بين سنتي 1997 -1998 لينتقل من 19,5 دولار أمريكي إلى 12,9 دولار وهو انخفاض بنسبة % 33,84 ، في المقابل سجل ارتفاعا في سعر البرميل بين سنتي 1998 ، 2000 لينتقل من 12,9 دولار إلى 28,5 دولار ما يمثل زيادة بنسبة % 120,93 . إن هذه التذبذبات أدت إلى تعرض الإقتصاد الجزائري إلى صدمتين:

- الصدمة الأولى سلبية خلال سنة 1998 وهو ما يتضح من خلال انخفاض رصيد الميزان التجاري بنسبة % 73,46 عن الرصيد المسجل خلال سنة 1997 ، كما أن رصيد الموازنة العامة سجل عجزا بقيمة 101,2 مليار دينار جزائري .
- الصدمة الثانية إيجابية سجلت خلال سنة 2000 ، إذ ارتفع رصيد الميزان التجاري بنسبة % 266,07 عن الرصيد المسجل في سنة 1999 ، كما أن رصيد الموازنة العامة سجل فائضا قياسيا بقيمة 400 مليار دينار جزائري .

2-2- رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية بين العديد من الدول النفطية: لا تعد تجربة الجزائر من خلال إنشائها لصندوق النفط « صندوق ضبط الموارد » التجربة الأحدث في هذا المجال إذا ما قورنت بتجارب بعض الدول النفطية، حيث نجد أن بعض الدول قد قامت بتأسيس صناديق سيادية خلال فترات الستينات والسبعينات من القرن العشرين (أنظر الملحق رقم 05)

المطلب الثاني: مفهوم صندوق ضبط الموارد الجزائري

في ظل عدم اليقين الذي يميز أسعار النفط على المدى المتوسط والطويل قررت الحكومة الجزائرية استحداث صندوق خاص يعمل كآلية لامتنصص الفوائض المالية الناتجة عن الصدمات الإيجابية والإحتفاظ بها في شكل احتياطات لمواجهة الصدمات السلبية التي يتعرض لها الإقتصاد الجزائري والناتجة عن أي انهيار قد يمس أسعار النفط مستقبلا .

1-تعريف صندوق ضبط الموارد الجزائري

أنشئ صندوق ضبط الموارد الجزائري بهدف التخفيف من آثار تقلبات أسعار الغاز الطبيعي وأسعار البترول على الإقتصاد.¹ والذي ينتمي الى الحسابات الخاصة للخرينة في الجزائر وقد أنشأ بموجب القانون المادة 10 من قانون الميزانية التكميلي لسنة 2000.²

كما ينص قانون رقم 2000-02 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق لـ 28 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000 على مايلي:³

-يفتح في كتابات الخرينة حساب تخصيص رقم 103-302 بعنوان صندوق ضبط الموارد ويقيد في هذا الحساب:

1-1- في باب الإيرادات:

- فوائض القيمة الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية.

- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق.

1-2- في باب النفقات:

- ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي والحد من المديونية العمومية.

- تخفيض الدين العمومي.

¹ -Romuald Yonga, Guide des Fonds Souverains Africains, septembre 2014, site internet, date de lecture 2-2-2015, p5. http://www.african-markets.com/pdf/fr/Guide_des_Fonds_Souverains_Africains_FR.pdf

² - بوفليح نبيل، « أداة لضبط وتعديل الميزانية العامة في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 140، 2000. »

³ - صدر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 37 الصادرة بتاريخ 28 2000 70.

- ان الوزير المكلف بالمالية هو الأمر الرئيسي بصرف هذا الحساب.
- تحدد كفاءات تطبيق أحكام هذه المادة عن طريق التنظيم.

من خلال تحليل نص المادة أعلاه نستطيع أن نستنتج بعض الملاحظات المهمة حول الصندوق والمتمثلة فيمايلي:

أ- إن صندوق ضبط الموارد هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة بالخرينة وبالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص.

ب-إن وظائف الصندوق حددت أساسا من أجل:

- امتصاص الفائض من إيرادات الجباية البترولية والذي يفوق توقعات وتقديرات قانون المالية.
- تسوية وسد العجز في الميزانية العامة للدولة والذي قد ينتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية والتي يمكن أن تكون أقل من تقديرات وتوقعات قانون المالية.
- تسديد وتسوية المديونية العمومية للدولة بغية الحد منها وتخفيفها ويتم ذلك عن طريق: تسديد المديونية العمومية الداخلية والخارجية والتي حان وقت سدادها، أو التسديد المسبق لها.

2-تسيير الصندوق: إن وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق حيث نص قانون المالية على أن وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الصندوق.

3- مجال عمل الصندوق: إن مجال عمل الصندوق يتركز أساسا داخل البلد باعتبار أن الوظيفة الرئيسية تتمثل في امتصاص فوائض الجباية البترولية واستعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث مستقبلا على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة ارتفاع أسعار المحروقات، مع العلم أن مجال عمل الصندوق يمتد خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في تسديد وتخفيض المديونية العمومية الخارجية.

4-تعديلات أدخلت على الصندوق: أدخلت تعديلات مهمة على صندوق ضبط الموارد خلال سنتي 2004 ، 2006 شملت:¹

4-1- مصادر تمويل الصندوق: أضاف قانون المالية لسنة 2004 «تسبيقات بنك الجزائر الموجهة لتسيير النشاط للمديونية الخارجية » لتكون مصدرا من مصادر تمويل الصندوق مع العلم أن هذا التعديل يتوافق مع شروع الحكومة في تنفيذ سياسة الدفع المسبق للمديونية العمومية الخارجية خلال نفس السنة حيث تتم هذه العملية بالإعتماد على موارد الصندوق بالإضافة إلى التسبيقات المقدمة من البنك المركزي إلى الصندوق.

¹ - بوفليخ نبيل، فعالية صناديق السيادية، لتسيير مداخيل، العربية، 85.

4-2- أهداف الصندوق : عدل قانون المالية التكميلي لسنة 2006 الهدف الرئيسي للصندوق ليصبح على النحو التالي: تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري إن هذا التعديل يمكن أن يقسم إلى قسمين:

- إن تمويل عجز الموازنة العامة قد وسع ليشمل تمويل عجز الخزينة العمومية، كما أن سبب العجز لم يحدد باعتبار أن السبب السابق يتمثل في انخفاض الجباية البترولية إلى مستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وهو ما يعني أن هدف الصندوق يتمثل في تمويل أي عجز يشمل الخزينة العمومية وبالتالي الموازنة العامة للدولة مهما كان سبب هذا العجز.
- إن رصيد الصندوق يجب أن لا يقل عن 740 مليار دينار مما يعني تحديد سقف لنفقات الصندوق لا يمكن تجاوزه وهو ما يؤكد رغبة الحكومة على جعل صندوق ضبط الموارد أداة مستدامة لتعديل وضبط الموازنة العامة للدولة على المدى البعيد.

يمكن إرجاع سبب التعديلات التي أدخلت على الصندوق خلال سنة 2006 إلى ما يلي:

إن الفوائض المالية التي حققتها الجزائر مع مطلع العقد الحالي شجعت الحكومة على تنفيذ سياسة اقتصادية جديدة سميت بسياسة الإنعاش الاقتصادي، وهي سياسة كنزية تهدف إلى حفز النمو الاقتصادي عن طريق رفع الإنفاق الحكومي الإستثماري، حيث تم تجسيد هذه السياسة من خلال تنفيذ برنامجين تنمويين: برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي نفذ خلال الفترة 2001-2004 خصص له مبلغ 7 ملايين دولار أمريكي، والبرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي 2005-2009 خصص له أكثر من 150 مليار دولار. إن تنفيذ هذه السياسة أدى إلى تسجيل عجز في رصيد الموازنة العامة خلال الفترة 2001-2007 بسبب ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي من جهة و تحديد قوانين المالية للإيرادات العامة للدولة على أساس سعر 19 دولارا أمريكيا للبرميل من جهة أخرى الأمر الذي أدى إلى استخدام موارد الصندوق لتمويل العجز الموازني مما يعني ضرورة تعديل القواعد المحددة لأهداف الصندوق لتتماشى مع السياسة الاقتصادية المنفذة من طرف الحكومة.

المطلب الثالث: تقييم تجربة إنشاء صندوق ضبط الموارد الجزائري

إن تقييم تجربة صندوق ضبط الموارد الجزائري سيتم وفقا لمستويين هما التقييم الخاص من خلال تحديد مدى نجاح الصندوق في تحقيق الأهداف المحددة له، والتقييم العام عن طريق مقارنة تجربة الجزائر مع تجارب رائدة في هذا المجال، وهذا ما سوف نتطرق إليه في هذا المطلب.

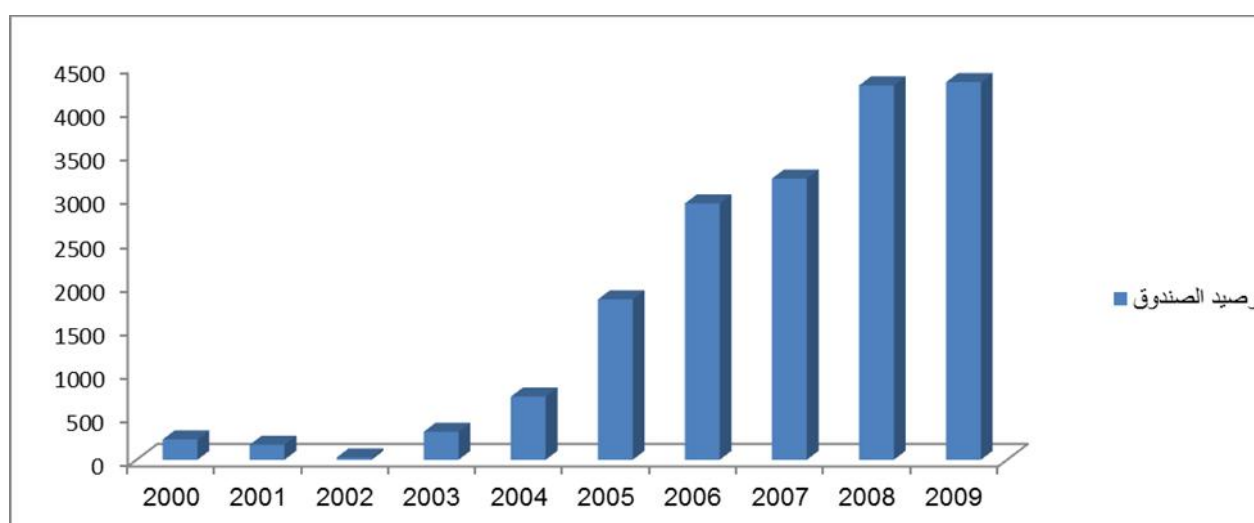
1- التقييم الخاص لتجربة صندوق ضبط الموارد الجزائري: إن التقييم الخاص لأداء وفعالية الصندوق

سيقتصر على تحديد مدى نجاح الصندوق في تحقيق الأهداف المحددة له سلفا المتمثلة في تمويل عجز الخزينة العامة للدولة الناتج عن ارتفاع الإنفاق الحكومي أو انخفاض حصيللة الإيرادات العامة

عن المستوى المقدّر ضمن قانون المالية* مع الإحتفاظ برصيد أدنى للصندوق لا يقل عن 740 مليار دينار جزائري، بالإضافة إلى تخفيض حجم المديونية العمومية "الداخلية والخارجية"، مع تحديد دور الصندوق في تخفيض معدلات التضخم .

1-1-تطور وضعية صندوق ضبط الموارد: سجل صندوق ضبط الموارد تطورات هامة في وضعيته منذ إنشائه، والشكل التالي يوضح لنا ذلك:

الشكل رقم(2-19): تطور وضعية صندوق ضبط الموارد الجزائري خلال الفترة 2000-2009. (مليار دينار جزائري)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 11.

يشير الشكل السابق الى أن صندوق ضبط الموارد قد سجل تطورات مهمة خلال فترتين زمنيتين:¹

- **الفترة 2000-2005:** إن الأهداف التي حددت للصندوق في هذه الفترة تمثلت في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية و تخفيض حجم المديونية العمومية، مع العلم أن النشاط الفعلي للصندوق خلال هذه الفترة قد اقتصر فقط على تسديد الدين العمومي ودون استخدامه في تمويل العجز الموازي بسبب ارتفاع

[illegible]

٢٣١٠ | المجلد ١٠ | العدد ١ | ٢٠٢٠

أسعار المحروقات وتجاوزها للسعر المرجعي المحدد من طرف وزارة المالية، مما أدى إلى تسجيل فوائض سنوية هامة على مستوى الموازنة العامة للدولة تم تحويلها إلى الصندوق.

- **الفترة 2005-2009:** تميزت بإدخال تعديلات على أهداف الصندوق في سنة 2006 لتصبح على النحو التالي : تمويل عجز الخزينة العمومية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري وتخفيض حجم المديونية العمومية، حيث شرعت الحكومة في استخدام موارد الصندوق في تمويل عجز الخزينة العمومية المتزايد من سنة لأخرى نتيجة ارتفاع الإنفاق الحكومي الإستثماري بالإضافة إلى الإستمرار في عمليات تسديد الدين العمومي بما فيها عمليات التسديد المسبق للمديونية.

1-2- دور الصندوق في تمويل عجز الموازنة العامة : إن تحديد الدور الذي قام به الصندوق في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة يتطلب دراسة تحليلية لمعطيات الملحق رقم(12) والذي يبين تطور عمليات الخزينة العمومية في الفترة 2000-2009.

حيث يمكن ملاحظة تسجيل الموازنة العامة لأرصدة سالبة في معظم سنوات الدراسة باستثناء سنتي 2001-2002، وقد استمر عجز الموازنة في الإرتفاع إلى أن وصل إلى أعظم قيمة له سنة 2009 بتجاوزه 942 مليار دج، إن العجز المسجل في رصيد الموازنة العامة يتميز بكونه عجزا متعمدا من طرف الحكومة التي شرعت منذ سنة 2000 في تنفيذ سياسة اقتصادية كثرية تهدف إلى تحفيز معدلات النمو الإقتصادي عن طريق رفع الإنفاق الحكومي الإستثماري.

يمكن القول إن صندوق ضبط الموارد قد ساهم بصورة فعالة في الحد من عجز الموازنة العامة ، علما بأن مساهمة الصندوق قد تمت خلال الفترة 2000-2009 وفقا لطريقتين:

الطريقة غير المباشرة : تشمل الفترة " 2000-2005، حيث أدى استخدام الحكومة للدين العام الداخلي في تمويل العجز الموازني إلى ارتفاع حجم الدين العام الداخلي وهنا يظهر دور صندوق ضبط الموارد من خلال مساهمته في تخفيض حجم المديونية العمومية باعتبارها أحد الأهداف المحددة له ، وبالتالي فإن الصندوق ساهم بطريقة غير مباشرة في تمويل العجز الموازني مع الحفاظ على معدلات تضخم متدنية.

الطريقة المباشرة: تشمل الفترة 2006-2009، تبين طريقة مساهمته المباشرة في تمويل نسبة معينة من عجز الموازنة العامة ابتداء " من سنة 2006.

1-3- دور الصندوق في تخفيض المديونية العمومية : إن تخفيض حجم الدين العمومي الداخلي والخارجي يعتبر من بين الأهداف الرئيسية التي حددت للصندوق منذ تأسيسه، وفي هذا المجال سنقوم بدراسة تطور حجم المديونية العمومية بنوعيتها وفقا لفترتين زمنيتين:¹

¹ - بوفليخ نبيل، صناديق الثروة السيادية تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع بين السيادة والاعتماد، 2009، ص 232.

الفترة الأولى 2000-2005: يتضح لنا من خلال الملحق رقم (13) بأن الدين العمومي الداخلي مر بمرحلتين: الأولى: وهي مرحلة الإنخفاض (2000-2003) كنتيجة لاستخدام الحكومة لموارد صندوق ضبط الموارد الجزائري لتخفيض الدين العمومي، والثانية مرحلة الإرتفاع (2003-2005) والمفسر بلجوء الحكومة إلى الإقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة العامة بدلا من الإعتماد على موارد الصندوق لتمويل هذا العجز، كما يؤكد تفصيل الحكومة استخدام موارد الصندوق لتسديد الدين العمومي الخارجي على حساب الدين العمومي الداخلي.

الفترة الثانية 2006-2009: سجل حجم الدين العمومي الداخلي تراجعا ملحوظا خلال فترة الدراسة، بانتقاله من 1779,7 مليار دج سنة 2006 إلى 808,8 مليار دج وبنسبة إنخفاض تعادل 54,55 %، وهو تراجع يمكن تفسيره بالتعديل الذي أدخل على إستراتيجية الحكومة الخاصة بتمويل العجز الموازني منذ سنة 2006 ، والذي ينطوي على توسيع مصادر تمويل عجز الموازنة العامة ليشمل صندوق ضبط الموارد مع التقليل قدر الإمكان من الإعتماد على الدين العام الداخلي في تمويل هذا العجز، بالإضافة إلى رغبة الحكومة في تخفيض الدين العمومي الداخلي بعد نجاحها في تقليص حجم المديونية العمومية الخارجية إلى أدنى مستوى لها على الإطلاق منذ فترة الستينيات من القرن العشرين حيث إنخفض حجم الدين الخارجي من 11,57 مليار دولار في سنة 2005 إلى أقل من 808,8 مليون دولار في سنة 2009 وبنسبة إنخفاض تعادل 93,00 % ، مما يدل على نجاح سياسة الدفع المسبق للمديونية الخارجية المنتهجة من قبل الحكومة منذ سنة 2004 ، وفي نفس السياق بلغ مجموع تحويلات الصندوق الموجهة لتسديد الدين العمومي الداخلي والخارجي في نفس الفترة 1397,99 مليار دج. مما سبق يمكن القول: بأن صندوق ضبط الموارد قد ساهم بصورة فعالة في تخفيض حجم المديونية العمومية الداخلية والخارجية في الفترة (2000-2009) إلى أدنى مستوى لها.

1-4- دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض معدلات التضخم: ساهم صندوق ضبط الموارد في تسجيل معدلات تضخم متدنية في الفترة (2000-2009) إذ أن امتصاصه لفائض قيمة إيرادات الجباية البترولية أدى إلى الحد من ارتفاع حجم السيولة النقدية الناتج عن التوسع في الطلب الحكومي، كما أن عدم استخدام الحكومة لموارد الصندوق في التمويل المباشر للعجز الموازني واعتمادها على الإقتراض الداخلي في التمويل في الفترة (2000-2005) ساهم في تخفيض حجم السيولة النقدية المتداولة لدى الأعوان الإقتصاديين داخل البلد مما أدى إلى انخفاض معدلات التضخم رغم ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي خلال نفس الفترة¹ ، وبالتالي يمكن اعتبار صندوق ضبط الموارد أداة فعالة يمكن للحكومة استخدامها بالتنسيق مع البنك المركزي من أجل تخفيض معدلات التضخم والحفاظ على استقرار الأسعار.

¹ - بوفليخ نبيل، صناديق السيادية تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع بين الاقتصاديين والسياسيين، 233.

2- تقييم عام لتجربة صندوق ضبط الموارد

إن تقييم تجربة صندوق ضبط الموارد الجزائري يجب أن لا يتم بمعزل عن تجارب البلدان السابقة في هذا المجال باعتبار أن الجزائر لا تعد البلد الوحيد الذي يتوفر على صندوق ثروة سيادي، ومن هذا المنطلق فإن إجراء مقارنة بين تجربة الجزائر وتجارب أخرى رائدة يمكن من استخلاص مزايا ونقائص التجربة الجزائرية، وعليه سوف نقوم بإجراء مقارنة بين تجربتي الجزائر والنرويج التي تعد من أبرز التجارب الرائدة في هذا المجال¹ ومن تم يمكن استخلاص عدة نقائص تميز التجربة الجزائرية يمكن ذكرها فيما يلي:

2-1-حوكمة الصندوق: إن صندوق ضبط الموارد في شكله الحالي عبارة عن حساب من حسابات الخزينة العمومية وبالتالي فهو غير مستقل عن الموازنة العامة للدولة، مما يؤدي إلى حدوث تداخل بين وظائف الصندوق والموازنة العامة، الأمر الذي يقلل من فعالية الصندوق في ضبط الموازنة العامة خلال فترات ارتفاع الجباية البترولية، كما أن انفراد وزارة المالية بحق إدارة وتسيير الصندوق يعني سيطرة الحكومة على الصندوق، مما يؤدي إلى تدني كفاءة الإستغلال بالنظر لهيمنة الإعتبارات السياسية على حساب الإعتبارات الإقتصادية في تسيير الصندوق.

2-2-المراقبة والمساءلة : إن اعتبار صندوق ضبط الموارد حسابا خاصا من حسابات الخزينة العمومية يؤدي إلى عدم خضوعه لرقابة البرلمان بالنظر إلى أن العمليات الخاصة بحسابات الخزينة تتم خارج الموازنة العامة للدولة، مما يعني عدم وجود رقابة مستقلة على الصندوق وبالتالي التقليل من فرص خضوع الحكومة للمساءلة.

2-3-موارد الصندوق : إن اقتصار موارد الصندوق على فائض الإيرادات البترولية يعرضه لصدمات خطيرة في حالة انخفاض أسعار النفط إلى مستويات متدنية لفترات طويلة، مما يعني أن الصندوق غير مستقل عن تقلبات أسعار النفط، كما أن استمراره في النشاط مستقبلا غير مؤكد.

2-4-مجال عمل الصندوق : إن تركيز مجال عمل الصندوق الداخلي واقتصار عمله الخارجي على تسديد المديونية العمومية الخارجية يؤدي إلى وجود سيولة مالية معطلة في الصندوق، وبالتالي حرمان البلد من عوائد معتبرة يمكن الحصول عليها في حالة استثمار أصول الصندوق خارج البلد.

2-5-الشفافية والإفصاح : إن عدم نشر تقارير ومعلومات دورية تفصيلية عن الصندوق يقلل من شفافية التسيير ويؤدي إلى حرمان الرأي العام من الإطلاع على تطور وضعية الصندوق.

¹ - بوفليخ نبيل، صناديق الثروة السيادية، تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع، 2007، ص 237.

خاتمة الفصل

ليس سهلاً الحصول على معلومات حول صناديق الثروة السيادية، التي تنتهج معظمها سياسة متحفظة في الإعلان عن استراتيجياتها الإستثمارية. وهذا ما توصلت إليه دراسة "إيدوين ترومان" ودراسة "لينبرغ مادول"، وعليه نستنتج وبصفة عامة من خلال الدراستين أن الصناديق الأكثر شفافية هي الصناديق التابعة للولايات المتحدة الأمريكية، نيوزيلندا الجديدة، النرويج، أما الصناديق الأقل شفافية فهي التابعة لدول الشرق الأوسط (السعودية، أبوظبي...) (الصناديق الإفريقية (نيجيريا وليبيا) والعديد من الصناديق الآسيوية مثل الصين، ماليزيا، وتايوان. كما أن بعض أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم والتي تمثل أكثر من نصف مجموع حجم أصول هذه الصناديق ذات شفافية منخفضة جداً، بمعنى تقدم القليل من المعلومات حولها مثل معلومات حول إستراتيجيتها الإستثمارية، أهدافها و حجم أصولها. ومعروف أنها صناديق أو شركات تستثمر لمصلحة حكوماتها في أصول مالية مختلفة، كالأسهم والسندات العالمية والعقارات.

كما تختلف الإستراتيجيات الإستثمارية للصناديق السيادية باختلاف نوع صندوق الثروة السيادية والهدف من وراء إنشائه وكذا قدراته المالية، فهناك من يعتمد على إستراتيجية إستثمارية حذرة ومحافظة للغاية، تركز على المحافظة على أصول الصندوق من خلال التقليل من المخاطر، في مقابل الحصول على عائد مقبول مثل حالة هيئة الاستثمار لأبوظبي (ADIA)، في حين تعتمد بعض الصناديق السيادية الأخرى على إستراتيجية استثمار أكثر جرأة من خلال الحصول على أكبر عائد ممكن في مقابل اتخاذ درجة عالية من المخاطر مثل حالة الصندوق السيادي النرويجي، والصندوق الصيني. كما تعتبر الجزائر من بين الدول التي عمدت على إنشاء صندوق سيادي يسمى بصندوق ضبط الموارد، الذي أنشئ سنة 2000 لاستغلال الفوائض المالية المحققة على مستوى الموازنة العامة وإستعمالها في تحقيق أهداف داخلية متنوعة مرتبطة بالسياسة المالية للدولة. كما سمحت مقارنة ما بين الصندوق السيادي الجزائري والصندوق السيادي النرويجي الذي يعتبر أول صندوق سيادي في العالم باستخلاص أهم المزايا والنقائص صندوق ضبط الموارد الجزائري.

ونظراً لمدى غموض الإستراتيجية الإستثمارية للصناديق السيادية طرحت عدة قضايا فيما يتعلق بصناديق الثروة السيادية من قبل صندوق النقد الدولي مثل تأثير الصناديق على السياسات الإقتصادية المحلية، وعلى التدفقات وأسعار الأسواق المالية الدولية وهذا ماسوف نحاول التطرق إليه في الفصل الموالي.

تمهيد

كما سبق وأن أشرنا إليه في الفصل السابق يعود اختلاف الإستراتيجيات الإستثمارية لدى صناديق الثروة السيادية إلى اختلاف الأهداف المرجو تحقيقها، كما أن نمو حجم أصول هذه الصناديق وزيادة تأثيرها ونشاطها في الإقتصاد العالمي جعلها محل نقاش وجدل بخصوص تأثيرها على الإستقرار المالي العالمي.

حيث أصبح الحفاظ على الإستقرار المالي على مدى العقد الماضي هدفا متزايد الأهمية في سياق صنع السياسات الإقتصادية، فهناك العديد من المؤسسات المالية (بما فيها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية) تفسر تقارير دورية عن الإستقرار المالي وتخصيص جانبا مهما من جوانب نشاطها لدراسة الإستقرار المالي والسعي لتحقيقه وذلك نظرا لكثرة حالات عدم الإستقرار المالي. وخاصة بعد ظهور أعوان اقتصاديين جدد على الساحة المالية العالمية مثل صناديق الثروة السيادية، ومع نمو حجم أصول وعدد هذه الأخيرة دفع الإقتصاديين إلى البحث عن مدى تأثير هذه الصناديق على الإستقرار المالي المحلي والدولي كتأثيرها على الأسواق المالية، أسعار الأصول والنمو الإقتصادي.

وعليه من خلال هذا الفصل قبل محاولتنا استعراض أهم تأثيرات صناديق الثروة السيادية على الإستقرار المالي سنحاول التعرف على مفهوم هذه الأخيرة وأهميتها، لذا يأتي الفصل مقسم كمايلي:

- الإطار النظري والفكري للإستقرار المالي
- التوجهات العالمية الحديثة في دعم الإستقرار المالي
- تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي

المبحث الأول: الإطار النظري والفكري للإستقرار المالي

تعد ظاهرة عدم الإستقرار المالي موضوع قلق على المستوى العالمي، خاصة بعد ارتفاع وتيرة حدة الأزمات المالية خلال السنوات الأخيرة من القرن العشرين، وعليه أصبح يمثل الإستقرار المالي أحد الأهداف الأساسية التي تراهن الدول على الوصول إليه، وذلك بهدف تحقيق أهدافها الإقتصادية. ومع الترابط بين الدول وظهور العولمة المالية أصبح التأثير مباشرا بينها، وعليه سوف نحاول التعرف من خلال هذا المبحث على الإستقرار المالي والفرق بينه وبين عدم الإستقرار المالي.

المطلب الأول: مفهوم الإستقرار المالي

نتطرق في هذا المطلب إلى العناصر التالية:

1- مبادئ تعريف الإستقرار المالي: قام الإقتصادي "Schinasi Garry" سنة 2005 ضمن محاولته لوضع تعريف عملي للإستقرار المالي، باقتراح المفاتيح الأساسية والتي يمكنها أن تساعدنا في تعريف الإستقرار المالي:¹

• المبدأ الأول: الإستقرار المالي كمفهوم واسع

أن يشمل مختلف مكونات النظام المالي: البنية التحتية، المؤسسات، والأسواق. فتعثر مكون واحد سيؤدي إلى زعزعة استقرار النظام ككل.

• المبدأ الثاني: عدم نسيان فعالية أنظمة الدفع

الإستقرار المالي لا يعني فقط أن يحقق التمويل الكافي دوره في تخصيص الموارد والمخاطر، وتعبئة الإذخار، وتسهيل تراكم الثروة والتنمية والنمو، ولكن يجب أن يعني أيضا كفاءة أنظمة الدفع.

• المبدأ الثالث: دور انضباط السوق المحلية

مفهوم الإستقرار المالي لا يعني فقط غياب أو عدم حدوث الأزمة المالية الفعلية ولكن أيضا يعني أن يكون النظام المالي قادرا على احتواء مثل هذه الإضطرابات، قبل أن تشكل هذه الأخيرة تهديدا للنظام المالي في حد ذاته أو تنتقل لتمس العمليات الإقتصادية، من خلال التصحيح الذاتي للسوق.

• المبدأ الرابع: التأثير على الإقتصاد الحقيقي

يجب تحليل الإستقرار المالي تبعا للخسائر المحتملة على الإقتصاد الحقيقي.

• المبدأ الخامس: يجب أن يكون ديناميكي

إن تحليل الإستقرار المالي يمثل ظاهرة مستمرة لذا لا يجب ربط الإستقرار بالسكون أو الجمود.

¹ - ذهبي ريمة، الإستقرار المالي النظامي، بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة 2003-2011، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه LMD في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2012-2013، ص17.

2- تعريف الإستقرار المالي

لا يوجد تعريف دقيق ومتفق عليه من قبل جميع علماء الإقتصاد للاستقرار المالي، لذا نحاول فيما يلي تقديم بعض التعاريف التي أعطيت له:

التعريف الأول: يغطي الإستقرار المالي واقعا متعدد الأبعاد لا يتلخص فقط عكس الإستقرار في الأسعار في هدف رقمي، بل يترجم وضعية تكون فيها وظيفة مختلفة العناصر الجهاز المالي وخاصة علاقتها المتبادلة، مضمونه بشكل صحي وبدون اختلالات.¹

التعريف الثاني: إن أبسط وأقصر تعريف للإستقرار المالي هو تجنب وقوع الأزمات المالية، حيث تعني بهذه الأخيرة فقدان الثقة في عملة البلد، أو أحد أصوله المالية الأخرى، مما يتسبب في سحب المستثمرين الأجانب لرؤوس أموالهم من البلد.²

التعريف الثالث: يعرف الإستقرار المالي على نطاق واسع أنه ضمان قوة وسلامة عمل جميع مكونات الجهاز المالي، مما يعني غياب التوترات في هذه الأخيرة، وعليه يشير الإستقرار المالي إلى:³

- ضمان استقرار جميع مكونات الجهاز المالي
- ضمان استقرار أسواق المال والأنشطة المرتبطة بها.
- تجنب الإفلاسات البنكية

التعريف الرابع: يتحقق الإستقرار المالي إذا كان النظام المالي قادرا على توفير توزيع كفؤ لفرص الإدخار والإستثمار، ويعتمد على قاعدة متينة وخاليا من الإختلالات الكبيرة. ومما يزيد من صعوبة قياس الإستقرار المالي صعوبة التحليل الكمي للنظام المالي بشقيه المصرفي وغير المصرفي، وخاصة بالنسبة لقطاع التأمين الذي يشكل عنصرا هاما للقطاع المالي غير المصرفي، ويعتبر ذا أثر على استقرار النظام المالي الكلي.⁴

التعريف الخامس: يرى "Andrew Crockett" أن الإستقرار النقدي يحدث لما يكون هناك إستقرار في المستوى العام للأسعار⁵، أما الإستقرار المالي فيحدث لما يتوفر لنا شرطان أساسيان، الأول استقرار أهم المؤسسات الجهاز المالي بمعنى قدرة هذه الأخيرة على مواجهة طلبات الأفراد وبدون مساعدة خارجية،

¹ - Banque central des états de l'afrique de l'ouest, revue de la stabilité financière dans l'union économique et monétaire ouest africaine, N°1, vril2006, p19.

² - أحمد مهدي بلوافي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي، مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز - جدة - المملكة العربية السعودية، ص 61.

³ - Supreena Narayanan and Rashmi Dalvi, Assessment of Financial Stability Reports, Sveriges Risk Bank, Stockolm School of Economics Fall, Central Banking, pp'4-5.

⁴ - جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين، واستقرار الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سبتمبر 2007، ص 8.

⁵ - Andrew Crockett, Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Fourth Quarter 1997, p 6.

والثانية استقرار أهم الأسواق، بمعنى تبادل المستثمرين الأصول المالية بكل ثقة والتي أسعارها تعكس قيمتها الأساسية، وحتى يكون هذا التعريف ذا أهمية لابد من معرفة المؤسسات الأكثر أهمية في الجهاز المالي.¹ تستقر المؤسسات الرائدة (أو المسيرة للإقتصاد) وكذا الأسواق المكونة للجهاز المالي. كما يرى "Garry Schinasi" أن المغزى من الاستقرار المالي يتجاوز المفهوم البسيط لعدم وقوع الأزمات، فالنظام المالي يكون مستقرا إذا اتسم بالسلمات التالية:²

- تيسير كفاءة توزيع الموارد الإقتصادية حسب المناطق الجغرافية و مع مرور الوقت إلى جانب العمليات المالية و الإقتصادية الأخرى (كالإدخار والإستثمار والإقراض والإقتراض وخلق السيولة و توزيعها، وتحديد أسعار الأصول ، وأخيرا تراكم الثروة و نمو الناتج).
- تقييم المخاطر المالية و تسعيرها و تحديدها و إدارتها.
- استمرار القدرة على أداء هذه الوظائف الأساسية حتى مع التعرض للصدمات الخارجية أو في حالة تراكم الإختلالات .

من خلال ما سبق نلاحظ أن الإستقرار المالي يرتبط بالنظام المالي ومكوناته والأنشطة المرتبطة به، وعلى رأس ما يولى له الأهمية والعناية بأسواق المال والبنوك، ومن أهم الجهات المسؤولة عن تحقيق ذلك البنوك المركزية من خلال السياسات النقدية والمالية التي تنتهجها.

3- أهمية الإستقرار المالي: يمكن إدراك أهمية الإستقرار المالي من خلال ما يلي:³

3-1- أن الإضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الإقتصاد العالمي. فقد أشار تقرير منتدى الإقتصاد العالمي الذي صدر في جانفي 2008 حاملا عنوان "المخاطر العالمية 2008" أن الأنظمة المالية المضطربة، وخاصة أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت في أمريكا في منتصف وأواخر عام 2007، تمثل تحديا كبيرا يؤثر على استقرار الإقتصاد العالمي. لهذا فقد طالب التقرير بزيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر.

3-2- انتشار الإضطرابات المالية على نطاق واسع على مستوى الإقتصاد المحلي وعلى المستوى العالمي. فالإهتزازات المالية تحدث تأثيرا متزايدا على كل من قنوات الائتمان المصرفية وغير المصرفية في الإقتصادات

¹- Kangni Kpodar, développement financier, instabilité financière et croissance économique ; implication pour la réduction de la pauvreté, thèse pour le doctorat en science économique, université d'auvergne, 23octobre2006, p106

² - Garry J.Schinasi, Preserving Financial Stability , Economie, Issues 36, International Monetary Fund, 2005, p2.

³ - أحمد مهدي بلوافي، مرجع سبق ذكره، صص' 72-73.

المتقدمة. ويلاحظ تشديد معايير الإفراض المصرفي في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية، وتراجع حركة إصدار الأوراق المالية، وشدة اتساع فروق العائد على سندات دين الشركات.

3-3- نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة الاقتصادية والسياسية والإجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها، وما الأزمة الآسيوية أو أزمة مصارف اليابان في نهاية الثمانينيات ومطلع التسعينيات، ثم الأزمة المالية التي أصابت تركيا عامي 2001 و 2002 ، والتي أدت إلى تعثر بيت إخلاص للتمويل الإسلامي وعشرة مصارف تقليدية من بينها ثمانية مملوكة للدولة، وخسارة إجمالية قدرت بـ 30.5% من حجم الناتج المحلي الإجمالي، ثم أزمة الرهن العقاري التي يعيش الإقتصاد العالمي تبعاتها وآثارها والتي قد تصل تكاليفها إلى 1000 مليار دولار، إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعدى فيه دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى أكثر من عشر سنوات كما يذكر مؤرخ ومحلل الأزمات المالية كيند لبرجر وغيره مثل الإقتصادي الأمريكي الشهير هيمان مينسكي الذي توصل إلى نتيجة مفادها أننا نحاول تحقيق الإستقرار لنظام هش بطبيعته، وغير مستقر، ومعرض للأزمات المالية.

نتيجة لما سبق ذكره وغيره من آثار للإضطرابات المالية، فقد أصبح أمر تحقيق الإستقرار المالي يحتل مركز الصدارة ضمن الإهتمامات الرئيسة التي تشغل بال وأعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي. فلا يكاد يخلو اجتماع مهم لقادة الدول الثمان أو غيرها إلا ويضع ضمن برنامج أعماله الحديث عن الأمر والحث على ضرورة تكاتف الجهود للحد من النزيف الذي تحدثه هذه الإضطرابات، كما لا يكاد يخلو بنك مركزي إلا وبه وحدة خاصة ينصب عملها على الاستقرار المالي بإصدار التقارير والدراسات وتوجيه التحذيرات والتنبيهات. ومن المبادرات التي يمكن ذكر البعض منها فيما يلي:

- إنشاء معهد خاص بالإستقرار المالي من قبل بنك التسويات الدولية ولجنة بازل عام 1999 على إثر أزمة دول جنوب شرق آسيا بهدف مساعدة هيئات الرقابة المالية على مستوى العالم على تقوية وتمتين أنظمتها المالية.
- إنشاء منتدى خاص بالإستقرار المالي في أبريل عام 1999 م من قبل ست وعشرين سلطة مالية محلية وعالمية من دول متقدمة بغرض المساهمة في الإستقرار المالي العالمي من خلال تبادل المعلومات والتعاون في مجالي الإشراف والمراقبة من قبل الجهات المختصة. وقد درج المنتدى على إصدار تقارير دورية للتجمعات الدولية المهمة مثل التجمع السنوي لوزراء مالية الدول السبع.
- استحداث خارطة من قبل صندوق النقد الدولي يحاول من خلالها التنبؤ بالأزمات قبل وقوعها، كما أن الصندوق أصبح يصدر تقريراً دورياً مرتين في السنة يحاول من خلاله رصد التوترات المالية لاحتوائها والحد من انتشارها.

المطلب الثاني: مفهوم عدم الاستقرار المالي

1- تعريف عدم الاستقرار المالي

لا يوجد تعريف واضح ومتفق عليه من قبل جميع الإقتصاديين لعدم الإستقرار المالي، فالعديد من الإقتصاديين يناقشون مفهوم الإستقرار المالي وعليه يعتبرون عدم الإستقرار المالي بأنه غياب الإستقرار المالي.¹ كما يعتبر "Frédéric Mishkin" عدم الإستقرار المالي بأنه يحدث عندما تتسبب صدمات النظام المالي في وقف تدفق المعلومات، الأمر الذي يترتب عنه عدم قدرة الجهاز المالي على أداء وظيفته بأحسن طريقة ممكنة أي توجيه رؤوس الأموال إلى المشاريع المربحة. كما يشير هذا الإقتصادي إلى إمكانية إنهيار كامل في الأسواق المالية إذا كان عدم الإستقرار المالي خطيرا جدا، وهذه الوضعية تسمى بالأزمة المالية.² فحسب الإقتصادي "Ferguson" يتميز عدم الاستقرار المالي بثلاث خصائص أساسية هي:³

- ابتعاد كبير لأسعار أهم الأصول المالية عن قيمتها الأساسية.
- تدهور الأسواق المحلية (أو الدولية كذلك) مع تراجع الإئتمان.
- وفي الأخير يؤدي هذان العاملان إلى تراجع الإنتاج.

و عليه نلاحظ أن هذا الإقتصادي أدرج في تعريفه لعدم الإستقرار المالي تأثير الأسعار إضافة إلى التأثير السلبي لعدم الإستقرار المالي على الإقتصاد الحقيقي.

كما يعرف "Alen Wood" عدم الإستقرار المالي بـ "الحالات التي يمر فيها عدد كبير من الأطراف سواء كانوا عائلات، شركات أو حكومات بالأزمات المالية، كما أن تصرفاتهم السابقة لا تبرر حدوث هذه الأزمات، و التي ينتج عنها آثار اقتصادية كلية سلبية وعليه يعتبر هذا التعريف لعدم الإستقرار المالي واسعا والذي يأخذ بعين الاعتبار المؤسسات غير المالية".⁴

¹ - Sami Mensi et autres, L'intégration financière, l'instabilité financière et la croissance économique: Spécifications et estimations en données de panel, Centre africain pour les politiques commerciales, Travail en cours N° 82, 2010, p8.

² - Frederic S. Mishkin, Financial Stability and the Macro Economy, Working Papers, N° 9, Central Bank of Iceland, May 2000, pp'3-4.

³ - Roger W.Ferguson . Jr.Should, Financial Stability Be An Explicit Bank Objective, challenges to central Banking from globalized financial systems, conference at the IMF in Washington, septembre 2002, p2.

⁴ - Abayomi A.alawode. What is Financial Stability ? Financial Stability Paper Series , No 1/ March 2008, Central Bank of Bahrain.p 8.

أما الإقتصادي "A.Crockett" فيعرف عدم الإستقرار المالي بأنه الحالة التي يتم فيها تدهور الأداء الإقتصادي إثر التقلبات في أسعار الأصول المالية، أو عدم قدرة المؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها.¹

وفي الأخير يمكن استنتاج أن عدم الإستقرار المالي يعبر عن ذلك الإضطراب الذي يحدث في الأسواق المالية مؤديا إلى ارتفاع المخاطر وتراجع أداء المؤسسات المالية، كما ينتج عن عدم الإستقرار المالي صعوبات في سير المؤسسات المالية والأسواق الرأسمالية، وعليه يتطلب الإستقرار المالي قوة في مختلف مكونات الجهاز المالي كما يتطلب أيضا السير المناسب لنظام سعر الصرف، والأداء الأحسن من قبل بقية الأعوان الإقتصاديين، وخاصة الدولة، المؤسسات غير المالية والأفراد.

2-التحول من عدم الإستقرار المالي إلى عدم الإستقرار النظامي: أثبتت الدراسات إمكانية تحول عدم الإستقرار المالي إلى عدم إستقرار نظامي من خلال إحدى القنوات التالية:²

أ- العدوى "La contagion" : يمكن أن يؤدي إفلاس عون مالي (أو انهيار سوق) إلى إفلاس بقية الأعوان الماليين (أو انهيار بقية الأسواق)، حتى ولو لم يستثمروا في نفس الأصول ذات المخاطر (أوغير معرضين لنفس المخاطر)، ولم يتعرضوا إلى نفس الصدمة التي تعرض لها العون الأول في البداية.

ب- الإختلالات المالية "Les déséquilibres Financiers": التي بإمكانها التراكم مع مرور الوقت ثم تتفجر فجأة. حيث يشير الإقتصادي "Hyman minskey" إلى ارتفاع الإستهلاك والإستثمار في فترة الرواج، الأمر الذي يتولد عنها مداخل تسمح بتمويل أكثر للإستهلاك والإستثمار، والتي تدفع أيضا إلى إهمال المخاطر المتزايدة.

ج- الصدمات الكلية السالبة "Les chocs globaux négatifs": قد يكون لها تأثير سلبي على الوسطاء والأسواق في نفس الوقت. حيث أثبتت الدراسات أن العديد من الأزمات البنكية ترافقت مع الركود الإقتصادي. تجدر الإشارة إلى أن هذه الآليات الثلاث يمكن أن تحدث بصورة مستقلة ولكن في الغالب تعزز بعضها البعض.

¹ - Andrew Crockett , The Theory and Practice of Financial Stability, Essays in International Finance, N° 203 , april 1997, p2.

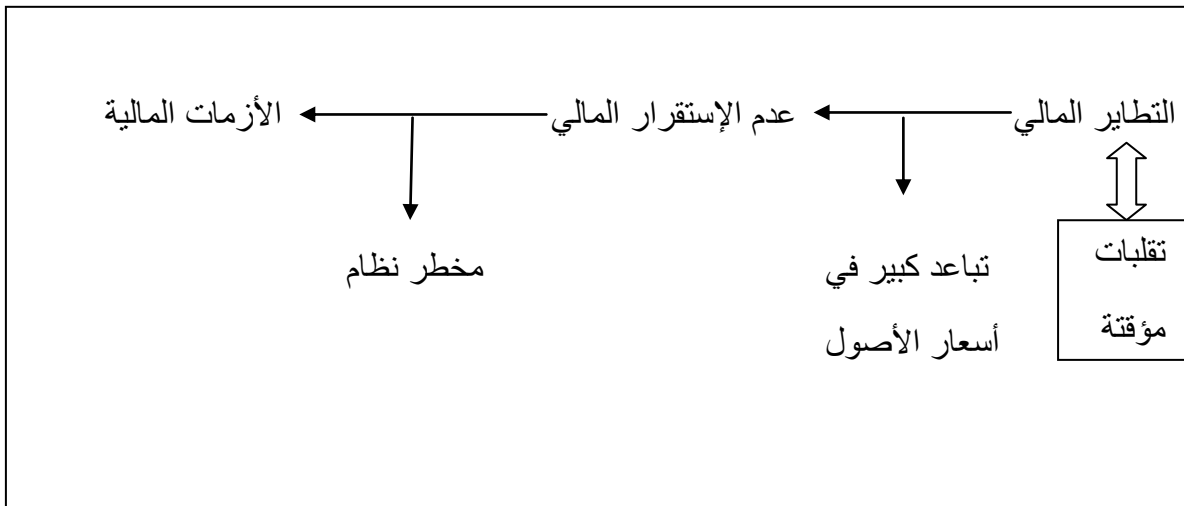
² - Jean-Claude Trichet, Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macro-prudentielle, Revue de la stabilité financière, Banque de France , N° 15 , Février 2011, p161.

3-الإختلاف بين عدم الإستقرار المالي والتطايير المالي

يشير مصطلح التطايير المالي (عائدات الأصول وأسعار الصرف) إلى التقلبات المؤقتة، أما الأزمات المالية فعادة ما تعبر عن حالة عدم استقرار مالي قوي، والتي تشير إلى اضطرابات في الأسواق البنكية والمالية، مع خطر انتشار العدوى إلى النظام المالي بكامله، وهذا ما يسمى "بمخطر نظام".

كما يعبر عدم الإستقرار المالي عن حركات كبيرة ومفاجئة أحيانا في المتغيرات المالية، خاصة أسعار الأسهم وأسعار الصرف، حيث يأخذ شكل مرحلة تصاعدية أو كساد، والذي يصل إلى إبعاد قيمة الأصول عن قيمتها الأساسية، تضمن هذه الأخيرة التوازن الداخلي (غياب التضخم) والخارجي (ميزان المدفوعات) للدولة الصادرة هذه العملة. وعليه يمكن تلخيص الإختلاف بين التطايير المالي وعدم الإستقرار المالي في المخطط التالي:

الشكل رقم(3-20):الانتقال من التطايير المالي الى الأزمات المالية



المصدر: من إعداد الباحثة

المطلب الثالث: نماذج عدم الاستقرار المالي

يعتبر Minsky أحد أوائل الكتاب الذين عالجوا مسألة عدم الإستقرار المالي والذي يعرفه بمجموعة من التفاعلات بين العديد من الأسواق التي يمكن أن تؤدي في بعض الأحيان إلى اضطرابات اقتصادية وإلى سلوكيات غير متناسقة. وفيما يلي سوف نقترح نموذجين لعدم الاستقرار المالي، الأول لفيشر والثاني لمانسكي:

1- نظرية فيشر Fisher (1933): يفسر فيشر مرحلة التراجع في الدورة الإقتصادية إلى المديونية وإلى الإنكماش، فالحركة التصاعدية للدورة ناتجة عن العوامل الخارجية التي تؤدي إلى فرص إستثمارية مربحة، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الإستثمارات والمضاربة في الأسواق الرأسمالية، والتي يتم تمويلها بالديون وخاصة القروض البنكية، مما يؤدي إلى زيادة الودائع، عرض النقود ومستوى الأسعار، وعليه تؤدي موجة من التفاؤل إلى زيادة سرعة النقود التي تغذي هذا التوسع، وفي هذا السياق يؤدي إرتفاع الأسعار إلى إنخفاض في القيمة الحقيقية للديون، مؤدية بهذه الطريقة إلى إرتفاع في حجم الديون وتشجيع الإقتراض.¹

تستمر هذه العملية حتى تصبح الدولة في مديونية، فبإمكان أي دين إضافي أن يزيد من خطر إعسار المقترضين والذين يكونون غير قادرين على الوفاء بالتزاماتهم وإعادة تمويلهم، الأمر الذي يجبرهم على بيع أصولهم. وعليه سوف ينتج عن هذه الحركة الأخيرة والتي تسمى بالبيع الإضطراري (vente en détresse) انخفاض في الأسعار ثم تراجع في حجم الودائع البنكية، كما يزيد الإنكماش من القيمة الحقيقية للديون. وهكذا يتم توحيد جميع العناصر التي تميز الفشل المالي (Défaillance financière)، كما قد يؤدي الفشل المالي إلى أزمة في حالة الصدمة معينة مثل ارتفاع معدلات الفائدة.²

2- فرضية الهشاشة المالية لمانسكي "Minsky": درس مانسكي سنة 1982 بالتفصيل نظرية "Fisher" 1933، وأدرج فيها مفهومين جديدين وهما التناقضات الإستقرارية (paradoxe de tranquillité) وفرضية الهشاشة المالية (fragilité financière).

فبهدف فهم مشكلة المديونية خلال مرحلة الرواج الإقتصادي، يبين مانسكي أن أزمة المديونية تهيب لها لما تكون الأوضاع الإقتصادية على ما يرام، فيستفيد الأعوان الإقتصاديون (مؤسسات، أفراد...) من النمو الإقتصادي ومعدلات فائدة منخفضة، ولكن ارتفاع هذه الأخيرة وخاصة بسبب سياسة نقدية متشددة (إنكماشية) يؤدي إلى ظهور المديونية التي كانت في البداية عادية بسبب معدلات الفائدة المنخفضة (وهذا ما سماه مانسكي بالتناقضات الإستقرارية)،³ وعليه يشير مانسكي في نظريته لعدم الإستقرار المالي إلى نقطتين الأولى هي الهيكل المالي والثانية هي الابتكار المالي.

فنقطة بداية تحليل مانسكي تعتمد على تعريف الهيكل المالي للأعوان الإقتصاديين، وعليه يميز مانسكي ما بين ثلاثة أعوان إقتصاديين تترجم الهشاشة التي تظهر خلال مرحلة الرواج وهي:⁴

¹ - Alain Etté Angora, Système d'alerte avancée des crises bancaires; une approche fondée sur les modèles multinomiaux, Thèse Pour obtenir le grade de Docteur de l'Université de Limoges, Sciences Economiques, soutenue publiquement Le 7 Juillet 2009, p82.

² - IDEM, p83.

³ - IDEM.

⁴ - أحمد مهدي بلوفاي، هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الإقتصاديون المسلمون من أفكاره؟، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م24، ع1، 2011، ص111.

النوع الأول: هو الوحدات القادرة على سداد جميع التزاماتها (أصل المبلغ المقترض و الفوائد المترتبة عليه) من التدفقات النقدية التي تحققها من عملياتها المختلفة والتي تسمى بـ " وحدات التحوط".

النوع الثاني: هو الوحدات التي تستطيع دفع الفوائد من العوائد التي تجنيها لكنها تبقى على أصل الدين إما بتأخير موعد السداد أو بمزيد من الإقتراض، و أطلق عليها إسم " وحدات المجازفة".

النوع الثالث: يتمثل في الوحدات التي لا تملك الدخل الكافي المحصل من التدفقات النقدية لعملياتها المختلفة لسداد ما عليها من التزامات مما يدفعها إلى مزيد من الإستدانة أو بيع ما لديها من أصول أو أن تعجز عن السداد و تسمى بـ **وحدات بونزي** و يمكن وصفها بـ **وحدات الملاءة المنخفضة**.

و يخلص مانسكي من هذا الشرح أن الإقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات التحوط هو الأكثر إستقراراً، أما الإقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات المجازفة والبونزية هو الإقتصاد الهش الذي يكون محل التعرض للأزمة المالية في أية لحظة نتيجة سياسة نقدية متشددة كرفع معدلات الفائدة أو غيرها مما يدفع بـ **وحدات المجازفة** إلى أن تتحول إلى بونزية.

أما النقطة الثانية لتحليل "Minsky" فتركز على الابتكار المالي وهيكل ميزانية البنك، حيث يصف العلاقة بين تطور ميزانية البنك واستعمال الابتكارات المالية، هذه العلاقة مبنية على الآلية العامة للتمويل وذلك من خلال إصدار أصول في الأسواق المالية التي تهدف الى توفير السيولة بواسطة أصل أنشئ لهذا الغرض، ومن ثم زيادة حجم التمويل في الاقتصاد، وهكذا في فترة الشعور بالنشاط تزيد البنوك من المعاملات المالية ذات الرافعة المالية المرتفعة، وفي الأخير يسمح انخفاض نسبة رأسمال على مجموع الأصول (أثر الرافعة) بزيادة كبيرة في معدل الربح البنوك من جهة وزيادة هشاشتها من جهة أخرى.¹

وعليه بالنسبة لـ "Minsky" فمهما كان ارتباط الهشاشة المالية بالهيكل المالي للأعوان الإقتصاديين أو الابتكارات المالية، فإنها تتطور بصفة داخلية خلال مرحلة الرواج الإقتصادي، لأنه يعتبر عقلاً بالانسياق للمؤسسات أو الأفراد الإقتراض أكثر وبالنسبة للبنوك الإقتراض أكثر.

المطلب الرابع: أسباب عدم الإستقرار المالي

تختلف وتتعدد أسباب عدم الإستقرار المالي، ولكن بصفة عامة يمكن استعراض بعض أهم أسباب عدم الاستقرار المالي في العناصر التالية:

1- الفقاعات المضاربة (bulles spéculatives)

يعرف "Nicolas Kaldor" المضاربة بأنها عملية شراء أو بيع أصل بهدف إعادة بيعه أو شرائه في فترة زمنية لاحقة²، تتمثل خصائص المضاربة فيما يلي³:

¹ - Alain Etté Angora, op cit, p84 .

² - Kaldor Nicholas, spéculation et stabilité économique 1939, revue française d'économie, volume 2, numéro 2-3, 1987, p115.

³ - Plihon Dominique, les désordres de la finance; crises boursières, corruption, mondialisation, OPU, Algérie, 2006, p109.

- يتحمل المضارب الخسارة أو الربح.
 - في أغلب الأحيان رؤوس الأموال التي تساهم في المضاربة مقترضة، لذا يحاول المضارب الحصول على عائد يكون مرتفعاً مقارنة بمعدل فائدة القرض .
 - لا يوجد مقابل لعملية المضاربة في الإقتصاد الحقيقي.
 - تعتمد المضاربة دائماً على توقعات حول معدل الفائدة أو قيمة الأصول أو سعر الصرف.
- كما يعرف "J.M.Keynes" المضاربة بالنشاط الذي يهتم بالتوقعات البسيكولوجية في السوق. حيث لا تمثل الإستراتيجية العقلانية للمضارب في التقييم الصحيح للقيمة الأساسية للأصول بل تهتم بتوقعات سلوك الأعوان الإقتصادييين الآخرين المتواجدين في السوق، باعتبارهم المحددين للأسعار، وبالتالي من الأفضل الخطأ مع الجميع عوض الإصابة ضد الجميع. وعليه يبين "André Orléan" أن الفقاعات المضاربة تفسر ابتداء من عدوى سلوك القطيع والتي يتم على أساسها إتخاذ القرارات وفقاً لسلوك الأعوان الآخرين.¹
- غير أنه يمكن أن نتساءل حول دور المضاربة: هل يؤدي إلى دور الإستقرار أو عدم الاستقرار المالي؟ ففي الحالة الأولى يمكن أن تساهم المضاربة في المحافظة على الإستقرار المالي: مثلاً إذا انخفضت قيمة سهم شركة معينة، واعتبر هذا الانخفاض مؤقتاً فسيعمل المضارب في هذه الحالة على شراء أسهم بهدف إعادة بيعها عندما ترتفع قيمتها، ومن هنا تساهم المضاربة في المحافظة على الإستقرار لأن إرتفاع الطلب على هذه الأسهم يعيد الأسعار إلى قيمتها الحقيقية. عكس الحالة الثانية أي في فترة الأزمات (أو الإضطرابات) تتغير التوقعات، فيقوم المضارب بشراء الأصول في حالة توقعه إرتفاع قيمتها أو بيعها في حالة توقعه إستمرار إنخفاضها، إذن تساهم المضاربة في جعل الأوضاع أكثر سوءاً أي زيادة عدم الإستقرار المالي². فالمضاربة غالباً ما تتطور و تنمو عبر مرحلتين: "في المرحلة الأولى تكون هناك إستجابة محدودة ورشيقة من جانب المستثمرين والأفراد وكل القوى الإقتصادية في السوق للتغيرات الهيكلية التي لحقت بالإقتصاد المعني، وفي المرحلة الثانية تؤدي المكاسب الرأسمالية دوراً مسيطراً وحاسماً، وتصبح التصرفات والإستجابات غير محسوبة وغير رشيقة"³.

أما الفقاعات المضاربة فيقصد بها " ذلك الإرتفاع المستمر لسعر الأصل، والذي يتميز بالتباعد ما بين القيمة الأساسية للأصل مع قيمته السوقية"⁴. أو يقصد بها كذلك "ابتعاد أسعار الأصول المالية عن قيمتها التوازنية والتي تعبر عن محدداتها الأساسية"⁵، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسهم

¹ - Plihon Dominique. quelques controverses théoriques les marchés financiers sont-il efficaces?, cahiers français, n°345, juillet-aout 2008, p105 .

² - Plihon Dominique, quelques controverses théoriques les marchés financiers sont-il efficaces? op cit, p113.

³ - أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة و النشر، 2001، ص7.

⁴ - De Boissieu Christian, les systemes financiers; mutation; crises et régulation, 2 édition, economica, paris, 2006, p72.

⁵ - Beitone Alain et autres, opcit, p38.

على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. فحسب "Valérie mignon" نسمي فقاعة بأنها عقلانية: "لأنها ناتجة عن معادلة تحدد أسعار التوازن، ففي بعض الأحيان يعتبر عقلانيا بالنسبة إلى عون إقتصادي ما شراء الأصل يكون مرتفعاً مقارنة بقيمته الأساسية إذا توقع أنه سيبيعها بسعر أكثر ارتفاعاً في وقت لاحق"¹.

2- عدم استقرار الاقتصاد الكلي²

إن أحد مصادر عدم الإستقرار المالي هو التقلبات التي تحدث في شروط التبادل التجاري، فعند إنخفاض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75 % من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت إنخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10 % قبل حدوث الأزمة، وشكل إنخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والأكوادور، حيث كان الإعتماد الكبير على صادرات النفط الخام في ظل صغر حجم الإقتصاد وقلة تنوعه.

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها، ويقدر ما بين 50-65% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينيات، كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الإضطرابات على مستوى الإقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية، وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن إثنين++ وعشرين دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من إضطرابات في أسعار الصرف الحقيقة بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا. وذكرت الدراسة

¹ -Le Page Jean-Marie, crises financières internationales et risque systémique, 1^{er} édition, de Boeck, paris, 2003, p113.

² - التوني ناجي ، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، 2004 ، ص4.

أن وقوع الأزمات المالية كان نتيجة إرتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار إرتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو إرتفاع أسعار الفائدة المحلية.

أما من الجانب المحلي، فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرًا حاسمًا في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصًا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الإقتصادي الناتج عن إرتفاع مستويات الأسعار سببًا مباشرًا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي، كما أن هناك آثارًا سالبة أخرى على مستويات النمو الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التمهيد لحدوث الأزمات المالية.

3-عدم تناظر المعلومات (l'asymétrie d'information)

يشير عدم تناظر المعلومات عن ذلك "الموقف الذي يكون فيه أحد الأطراف المتعاملين في السوق لديه معلومات أكثر من الآخرين"¹، مما يترتب على ذلك أن الطرف الثاني لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه إتخاذ قرارات خاطئة، كما يترتب عنه تزايد المخاطر المعنوية، وبصفة عامة عدم تناظر المعلومات تبعد السوق عن توازنه الولوجسي. ويترتب عن هذه الظاهرة مشكلتان أساسيتان هما:

3-1- الإختيار السيئ (l'anti-sélection ou la sélection adverse)

ينتج الإختيار السيئ حين يؤدي عدم تناظر المعلومات إلى القضاء على أحسن منتج و/أو الأعوان الإقتصادييين الأفضل، فحسب المثال الشهير لـ "G.A.Akerlof": في سوق السيارات، يتجاهل المشتري جودة السيارات المعروضة، لذا لا يقبل أن يشتري بسعر مرتفع و المفسر بالجودة العالية للسيارة، وفي هذه الحالة يغادر البائع السيارة ذات الجودة العالية السوق ويبقى بائع السيارات ذات الجودة المنخفضة فقط.²

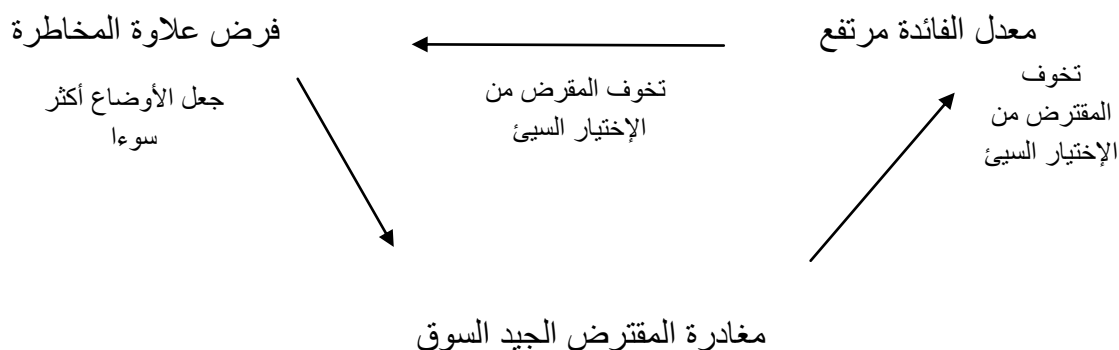
أما في سوق النقد فيعتبر المقترض أكثر دراية حول وضعيته الحقيقية، أما المقرض فقد يعجز في بعض الأحيان عن التقييم الجيد للمخاطر، فهذه الظاهرة قد تؤدي إلى الإختيار السيئ، والذي يعني أنه فوق معدل فائدة معين يغادر المقترض الجيد السوق ويبقى المقترض ذو مخاطر³، وعليه كلما تجاوز معدل الفائدة حدا معينًا يتخوف المقرض من الإختيار السيئ فيقوم بفرض علاوة المخاطرة التي تجعل الأوضاع أكثر سوءا وبالتالي يغادر المقترض الجيد السوق، وهذا ما يؤدي بالبنك إلى زيادة رفع معدل الفائدة تخوفا من الإختيار السيئ ومن ثم يمكن أن نقع في حلقة مفرغة والموضحة في الشكل التالي:

¹ - Beitone Alain et les autres, op cit, p22.

² - IDEM, p18.

³ - Le Page Jean-Marie, opcit, p104.

الشكل رقم (3-21): الإختيار السيئ



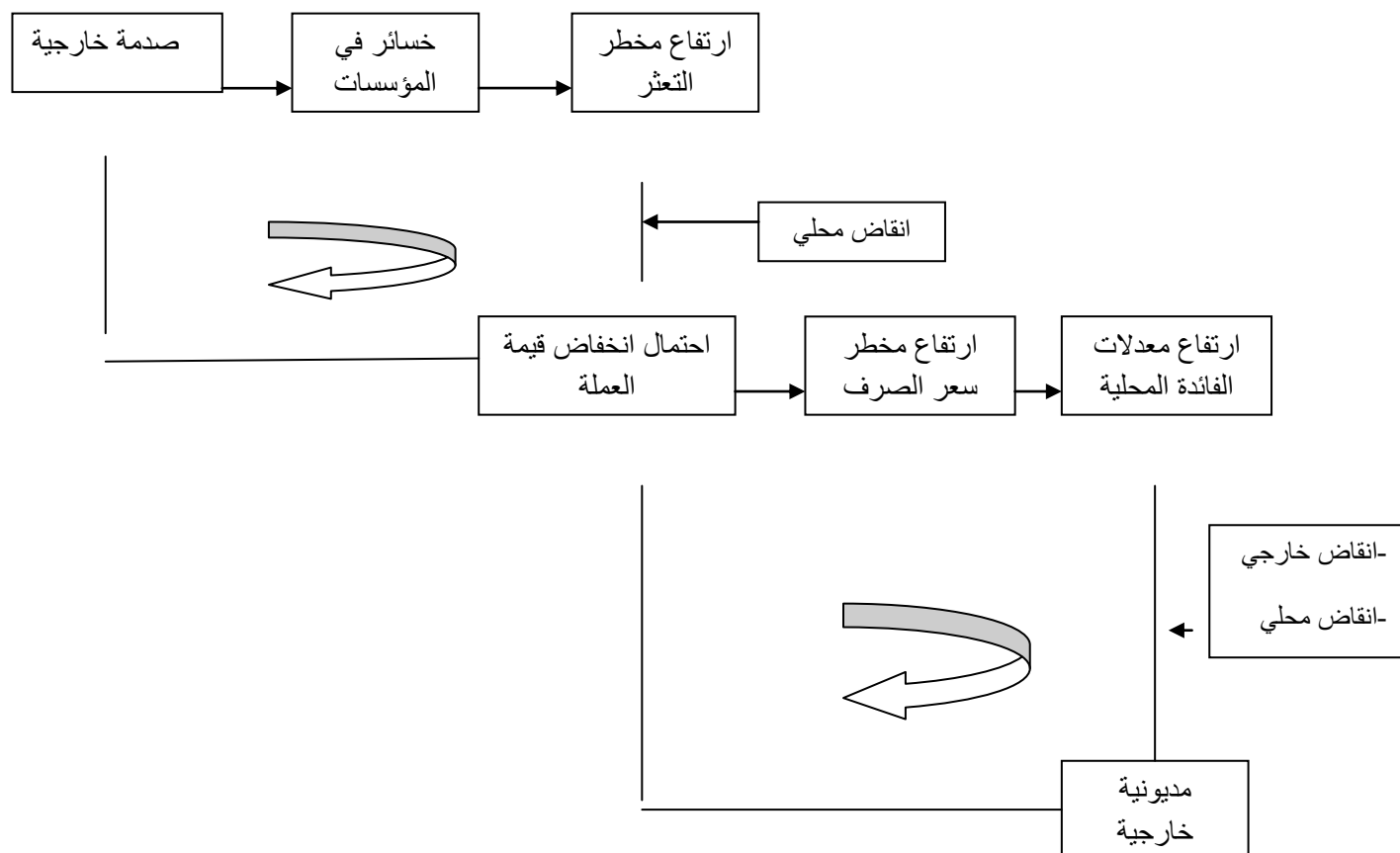
المصدر: من إعداد الباحثة

3-2- المخاطر المعنوية (Aléa moral)

يرى "Paul Krugman" أن هناك خطرا معنويا لما يتخذ عون اقتصادي ما قرارا مرتبطا بأهمية المخاطر المستقبلية علما أن عوننا اقتصاديا آخر هو الذي يتحمل تكلفة الخسارة، وفي أغلب الأحيان تكون هذه الأخيرة هي الدولة، فإذا كان بإمكان عون تحويل مخاطره إلى عون آخر فسوف يحفز ذلك على الإستثمار أكثر في مشاريع أكثر مخاطرة ، والتي قد تؤدي إلى عدم الإستقرار المالي.¹ والشكل التالي يوضح لنا المخطر المعنوي.

¹ - Le page Jean-Marie, op cit, p105.

الشكل رقم (3-22): الحلقة المفرغة للمخطر المعنوي



Source; Dehove Mario, crise financière; deux ou trois choses que nous savons d'elle, document de travail, conseil d'analyse économique, France, avril 2003, p137

يترتب عن صدمة إقتصادية ما، تعرض البنوك والمؤسسات إلى تآكل عوائدها التي تؤدي بها إلى توزيع قروض أكثر مخاطرة لتوقعها إستجابة السياسة النقدية والعجز في الميزانية (إنقاص بنكي)، وهذا الذي يعتبر الوجه الأول للمخطر المعنوي المحلي. ومن ناحية أخرى يؤدي التدخل البنكي المكثف إلى إحتمال إنخفاض قيمة العملة التي ترفع معدلات الفائدة المحلية فتدفع البنوك إلى تحمل مخاطر أكثر ويصبح إعادة التمويل من طرف البنك المركزي مكلفاً، فتعتمد البنوك إلى الإستدانة من الخارج لتوقعها أن الخسائر الناجمة عن إنخفاض سعر الصرف تغطي من طرف الدولة.

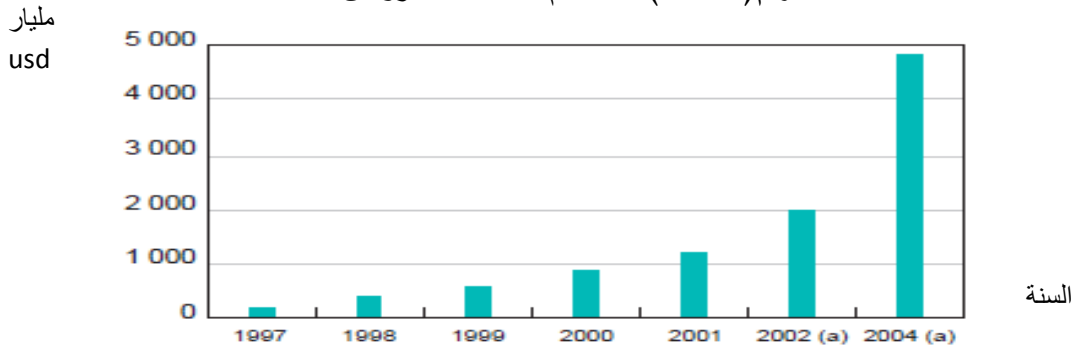
4- سياسات سعر الصرف

يلاحظ أن الدول التي إنتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية. ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور الملاذ الأخير للإقتراض بالعملة الأجنبية، فيعني ذلك فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدثت أزمة سيولة. ويتمخض عن أزمة السيولة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم النقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية. ما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي. وفي المقابل، وعند إنتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة السيولة سوف يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة والزيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.¹

5- تطور سوق المشتقات المالية²

عرف سوق مشتقات القروض تطوراً سريعاً، والتي وصل حجمها نهاية سنة 2001 إلى 1189 مليار دولار بعدما كان 180 مليار دولار سنة 1997، والذي كان يحتمل أن يرتفع إلى 4799 مليار دولار سنة 2004، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم(3-23) : حجم مشتقات القروض



Source ; Olivier Prato, opcit,p72

تعتبر البنوك الأمريكية الجهات التي تستحوذ على أكبر نسبة في المشتقات، فعلى رأسها "Jp Morgan" (278 مليار USD سنة 2001) تتبعها "city groupe" (86 مليار USD)، كما تعتبر لندن أهم مكان مالي يتم فيه تداول المشتقات المالية.

¹ - التواتي ناجي ، مرجع سبق ذكره، ص8.

² - Olivier Prato, les dérivés de credit, nouvelle source d'instabilité financière, revue stabilité financière, novembre 2002, p70.

إن استعمال الأول الذي ظهرت من أجله عقود المشتقات المالية هو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأسهم، إلا أنها لم تنحصر في ذلك، بل استخدمت أيضا في المضاربة حتى من طرف المستعملين.

المبحث الثاني: التوجهات العالمية الحديثة في دعم الإستقرار المالي

لقد تمخض عن الأزمات المالية المتتالية، ضرورة تجميع القوى الدولية الناشطة في المجال المالي، لإيجاد آليات تحقيق الإستقرار في الأنظمة المالية، ومدى تحملها للصدمات والأزمات، وهذا ما تحاول القيام به مجموعة من المنظمات الدولية مثل منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية، وبنك التسويات الدولية.

المطلب الأول: تشخيص لأبرز الأزمات المالية السابقة

نتطرق فيما يلي لبعض حالات عدم الإستقرار المالي التي شهدتها العالم أواخر القرن الماضي وبداية الألفية الجديدة:

1- أزمة جنوب شرق آسيا

أدى انخفاض أسعار الأسهم و العقارات و تباطؤ النشاط الإقتصادي إلى حدوث إختلالات في الأسواق المالية لدى كل من تايلندا و كوريا الجنوبية و أندونيسيا، و تبع ذلك تزايد حالات الإفلاس في البلدان الثلاثة، ففي تايلندا لوحظ حدوث زيادة كبيرة في حجم الديون غير المسددة لدى البنوك التجارية التيلندية، و بدأت صعوبات مماثلة في كل من كوريا الجنوبية و أندونيسيا، و في عام 1997 حدث تراجع حاد في الودائع الموجودة لدى بنك بانكوك للتجارة، و أدى التخبط المالي و تآكل الإحتياطي من العملات الأجنبية إلى حدوث أزمة تمويل تسببت في إنهيار نظام أسعار الصرف في تايلندا.¹ وفيمايلي سرد لأهم أسباب أزمة جنوب شرق آسيا*²:

أ- عجز الحساب الجاري و الإفراط في تحديد سعر الصرف الفعلي : إن البلد الذي لديه عجز كبير في الحساب الجاري و نظام سعر صرف ثابت يكون من الناحية النظرية، عرضه للمشاكل حيث إن المستثمرين الأجانب يهاجمون العملات المغالى في تحديد قيمتها، ففي تايلندا كان عجز ميزان الحساب الجاري (الملحق رقم14) مرتفعا منذ عام 1990 و كان سعر العرض مرتبطا بالدولار الأمريكي (الملحق رقم15).

¹ - أنور هافان فوناش ، أزمة جنوب شرق آسيا ، عبر البلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية 2000 ص 94.

* لنفاصيل أكثر حول أسباب أزمة جنوب شرق آسيا يمكن الرجوع إلى المرجع التالي: أنور هافان فوناش، أزمة جنوب شرق آسيا، ص95.

² - أنور هافان فوناش ، مرجع سبق ذكره ، ص ص " 79 - 81.

ب- **الإقتراض الأجنبي قصير الأجل** : أصبح تراكم الدين قصير الأجل أمراً ممكناً في بلدان شرق آسيا بسبب تحرير حساب رأس المال، فحتى في كوريا الجنوبية التي تمارس فيها الدولة رقابة صارمة على الإستثمار الأجنبي المباشر، تمت إزالة الرقابة على الإقتراض قصير الأجل، و نتيجة لذلك بلغت نسبة القروض قصيرة الأجل إلى الإحتياطي من العملات الأجنبية في أندونيسيا و كوريا الجنوبية و تايلندا أكثر من 100% في عام 1997*.

ج- **تدفقات رأس المال الخاص و جوانب القصور في النظام المالي المحلي**: مثل النمو المتواصل والسريع و التقدم الإقتصادي الناجح الذي حققته بلدان شرق آسيا على مدار ثلاثة عقود نقطة تحول هامة في مسار رخاء المنطقة، و أدت تلك الظروف الإقتصادية الملائمة مدعومة بانخفاض المديونية الحكومية إلى زيادة كبيرة في تدفقات رأس المال الخاص إلى بلدان المنطقة.

و يضاف إلى ما سبق عامل آخر يكمن وراء التدفقات الكبيرة لرأس المال و هو المغالاة في تقييم سعر العرض و الإرتفاع المطرد في أسعار الأصول، و قد أدت تلك التدفقات إلى زيادة التوسع في الإئتمان المحلي بحيث شهدت أندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلندا خلال التسعينيات توسعا ائتمانيا أسرع من مثيله في أي بلد صناعي.

د- **البيئة الإقتصادية الكلية**: لعبت التجارة على مدى ثلاثة عقود دور المحرك الدافع للنمو في إقتصاديات شرق آسيا، فقد أدى تنفيذ الإصلاحات و تبني نظم تجارية و إستثمارية ملائمة و إعتماد سياسات سليمة على صعيد سعر الصرف و الإقتصاد الكلي إلى تحقيق زيادة كبيرة في الناتج المحلي الإجمالي لدى بلدان المنطقة، وقد لعبت السياسات الداعمة للتصدير دوراً هاماً في ذلك الإنجاز إلا أن النمو الإقتصادي في المنطقة تراجع خلال عام 1996، و برز التراجع في نمو الإنتاج لدى كوريا الجنوبية و تايلندا أكثر من باقي البلدان الأخرى مسبباً زيادات في معدلات البطالة، و شهدت إندونيسيا وتايلندا إنخفاضاً في حصتهما من سوق الصادرات نتيجة للإرتفاع في أسعار العرض الحقيقية الفعلية وضعف الطلب في البلدان الشريكة.

2- **أزمة الأرجنتين**: إن تراكم الديون المعدومة تسببها عدم القدرة على استيفاء الفائدة على القروض أوحى القروض نفسها، تعد أحد أهم الأسباب التي من شأنها تحقيق خسارة للبنوك، كما حدث في الأرجنتين، ويعود السبب في ذلك كون اقتصادها مر بركود عام 1998، مما أدى إلى إضعاف القدرة المالية للمقترضين الأفراد وبالأخص الشركات على سداد التزاماتهم الائتمانية للبنوك التي اقترضوا منها، هذا ما أدى بالنتيجة إلى تراكم القروض المتعثرة الصعبة التحصيل والمعدومة لديها، وفيما يلي سرد لأهم أسباب الأزمة الأرجنتينية:¹

* تجدر الإشارة هنا إلى أن هذه البلدان الثلاثة هي الأكثر تضرراً من الأزمة أما البلدين الآخرين (الفلبين و ماليزيا) فلم تصل لديهما النسبة إلى 100% و كان تأثيرهما بالأزمة أقل حدة.

¹ - زهية كواش و فتيحة بن حاج جيلالي معزوة، الأزمات المالية و علاقتها بسعر الفائدة ، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمات المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية ، المركز الجامعي بخميس مليانة، -6 ماي 2009 ص ص 6-7.

- الإعتماد على القروض: إن البنوك في الأرجنتين كانت تعتمد في تحقيق أرباحها على القروض بشكل كبير دون تنوع ملحوظ في تركيبة محافظها الإستثمارية.
- عجز في الميزانية : فيما يخص السياسة المالية فقد كانت الأرجنتين تعاني من عجز ضخم في ميزانيتها نجم عن ضعف الموارد مقارنة مع الحاجة المتزايدة للإنفاق.*
- تمويل البنوك برأس مال أجنبي: ما جعل المشكلة تتفاقم أكثر فأكثر هي أن تلك البنوك كانت ممولة برأس مال أجنبي إلى درجة كبيرة، فعندما أحس المستثمرون الأجانب أن الحكومة الأرجنتينية لن تفي بتعهداتها المالية تجاه البنوك التي مولت ميزانيتها دفع ذلك بهم إلى المسارعة في سحب إستثماراتهم من هذه البنوك.
- ارتفاع أسعار الفائدة: إن ارتفاع أسعار الفائدة قبيل الأزمة في الأرجنتين في منتصف عام 1999 أمر أساسي أيضا تسبب في حدوث تدهور مالي للبنوك.

- 3- أزمة المكسيك:** حدثت أزمة المكسيك سنة 1994 بعد عجز ميزان العمليات الجارية في ميزان المدفوعات، أدى إلى عجز المكسيك عن تسديد ديونها الخارجية مما نتج عنه انخفاض أسعار صرف العملة الوطنية " البيزو " بنسبة 40%، و تعود الأسباب الرئيسية لتفاقم أزمة سعر الصرف المكسيكي إلى النقاط التالية:¹
- تقييم العملة الوطنية بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية و إخفاء العجز في حساب العمليات الجارية.
 - إلغاء قيود تحويل العملة الوطنية و تطبيق نظام التعويم الكامل، و فتح أسواق المال على مصراعيه للإستثمار الأجنبي.
 - التوسع في استيراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سترتفع فيما بعد، و هذا الإرتفاع ناتج عن المغالاة في تقييم عملة البيزو.
 - ارتفاع أسعار الفائدة، و إدارة الدين الحكومي قصير الأجل، و التوسع في ضخ الإئتمان من قبل البنوك هي من أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمة المكسيك، و التي دفعت بالحكومة المكسيكية إلى انتهاج سياسة نقدية انكماشية للمحافظة على إستقرار العملة.

* للإشارة فإنه لم يتم تغطية هذا العجز من خلال الدين العام الخارجي لأسباب معينة ، ما دفع الحكومة للالتفات إلى مصادر مالية داخلية حيث أجبرت البنوك على تمويل العجز في ميزانيتها من خلال إجبار بنوكها المحلية على شراء السندات الحكومية على نطاق واسع، ما أستنزف موارد تلك البنوك التي كان يمكن لها أن تستثمرها في مجالات ذات جدوى إقتصادية، و ما عمق مشكلات السيولة التي كانت تعاني منها أصلا بسبب إرتفاع نسبة القروض المعدومة لديها الناتجة عن الركود الإقتصادي.

¹ - فريد كورتل ، الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية ، مقال منشور على الأنترنت ، تاريخ الإطلاع 3 مارس 2015.

<http://www.kantakji.com/media/6894/595.pdf>

4- أزمة البرازيل (1998-1999): تعتبر البرازيل أكبر الإقتصاديات في أمريكا اللاتينية، و من أبرز الأسواق الناشئة، و قد كانت الأوضاع في البرازيل مشابهة لبلدان جنوب شرق آسيا، من حيث نظام العرض و اشتداد المضاربات على العملات.

لقد عملت البرازيل منذ عام 1894 على مكافحة التضخم المزمن، و هو ما دفع بالسلطات البرازيلية إلى الدفاع عن سعر الصرف من خلال طرح عملة جديدة " الريال " في جويلية 1994 و تثبيته بالدولار، و قد نجحت هذه العملية في البداية، لكن سرعان ما عادت الإختلالات لتظهر تحت ضغوط كبيرة أدت إلى نشوء أزمة في البرازيل في 15 جانفي 1999، تخلت البرازيل عن الدفاع عن سعر العرض المغالى فيه للريال البرازيلي المرتبط بالدولار بعد مرور ما يزيد عن أربع سنوات و نصف من الدفاع المستمر عن سعر الصرف. و قد ترتب عن القرار الخاص بتعويم الريال البرازيلي، دون أن يصاحب ذلك الإلتزام بسياسة نقدية و مالية ملائمة، إختلالات مالية وإقتصادية بدأت مع الأزمة المالية الآسيوية وتصاعدت حداثها مع الأزمة الروسية وعموما نشأت أزمة البرازيل نتيجة العديد من الأسباب المتداخلة منها:¹

- تفاقم عجز الموازنة وعدم قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها نظرا لارتفاع أعباء المديونية.
- انخفاض الإحتياطيات من النقد الأجنبي، بسبب حماية الريال البرازيلي عن طريق التدخل في سوق النقد.
- انعدام التوازن في إدارة مالية الحكومة ممثلة في عجز كبير في الميزانية وعدم وجود نظام ضريبي كفء لتوفير الإيرادات المطلوبة، وهو ما أخل بقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها واتباع الفوضى وعدم الثقة في النظام المالي السائد.
- التشكيك في قدرة البرازيل على تحمل أعباء المديونية التي اعتبرت أعلى نسبة دين في العالم (48 مليار دولار).
- ارتفاع الواردات و تفاقم العجز في الميزان المدفوعات.
- انخفاض الإنتاجية و ارتفاع نسبة البطالة (أعلى نسبة بطالة و فقر في العالم)

5- أزمة فقاعة شركات الإنترنت (أزمة الدوت كوم)

عادة ما يشار إلى فقاعة الدوت كوم على أنها تمثل الفترة من 1995 إلى 2000 حيث بلغ مؤشر ناسداك "NASDAQ" قمته متجاوزا حد 5100 نقطة، لينهار المؤشر بعد ذلك محدثا أزمة عنيفة في الولايات المتحدة امتدت آثارها لبعض الدول الأخرى في العالم. ولكن لماذا مؤشر ناسداك بالذات؟ سوق ناسداك هو سوق مواز لبورصة نيويورك للأوراق المالية، وقد حل محل سوق الوسطاء في الأوراق المالية ويضم مؤشر السوق شركات التكنولوجيا، ومنها بالطبع شركات الإنترنت، والتي كان يطلق عليها شركات الدوت كوم Dot.Com ،

¹ - نادية العقون، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج ، دراسة أزمة الرهن العقاري في الو.م.أ ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : اقتصاد النقدية، 2012-2013 ، ص 111.

أي الشركات التي تباع السلع عبر الإنترنت، أو التي تعرض مواد عبر الإنترنت، أو التي تقدم خدمات الاتصال بالإنترنت .. إلخ، ولذلك فإن آثار هذه الأزمة تظهر على هذا المؤشر بصفة أساسية.

ومع التوسع الكبير في شبكة الإنترنت وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وتطوير آليات فعالة للتجارة الإلكترونية، بدأت تنتشر في وسائل الإعلام في مجال الأعمال عبارة جديدة هي "الإقتصاد الجديد New Economy"، حيث يلعب الإنترنت الدور الأساسي في تسيير الأعمال وتسهيل التجارة وعمليات التسويق وحركات المخزون .. إلخ، فسلم المستثمرون أنفسهم للوهم الكبير، وهم الثروة القادمة مع هذا الإقتصاد الجديد، والذي سيفتح آفاقا هائلة للمعاملات والقيمة المضافة في الإقتصاد، وبالطبع تحقيق أرباح خيالية في القطاعات المختلفة في الإقتصاد الجديد سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. وعلى رأس قائمة الشركات الموجودة في الاقتصاد بالطبع، شركات الإنترنت، ومن ثم فإن كل ما هو مطلوب من الجميع هو شراء الأسهم والانتظار حتى يرى المستثمر نفسه يتحول إلى مليونير أو ملياردير.¹

فقاعة الدوت كوم هي إذن نتاج النمو في تكنولوجيا المعلومات والإعتقاد السائد بأن الشركات المقدمة للإنترنت ولسلسلة السلع والخدمات المرتبطة به هي التي ستمثل نموذج الأعمال الأمثل في الإقتصاد الجديد. كان هناك العديد من العوامل التي أسهمت في نفخ فقاعة الدوت كوم قبل انفجارها في مارس 2000، وأهم هذه العوامل التالي:²

- الإعتقاد الجازم الذي كان سائدا بين المستثمرين بأن شركات الدوت كوم هي صناعة المستقبل، وأن هذه الشركات ستمثل الأركان الأساسية للاقتصاد الجديد؛
- سوء عملية تقييم الأسهم، حيث كان أداء أسهم شركات الدوت كوم في مؤشر الناسداك استثنائيا، فقد كانت أسعار أسهم هذه الشركات تنمو نموا سريعا في البورصة حتى دون أن تحقق أرباحا تساند هذا النمو في القيمة الرأسمالية السوقية لها. حيث كان يتم تداول أسهم هذه الشركات بأسعار مرتفعة للغاية دون النظر إلى المؤشرات الأساسية، والتي يتم استخدامها من الناحية التقليدية في التحليل؛
- لعبت وسائل الإعلام دورا مهما في تكون الفقاعة، وذلك من خلال التقارير التي كانت تبث يوميا، والتي تهدف إلى خلق مناخ تفاؤلي حول عمليات الإستثمار في قطاع الدوت كوم؛
- دخول مستثمرين ليس لديهم خبرة مجال شراء الأسهم، يحركهم دافع واحد، هو حلم الثروة القادم، ومن الطبيعي ألا يهتم مثل هؤلاء بالأسس السليمة التي يفترض أن يقوم عليها القرار الإستثماري، أو بأهمية تكوين محافظ إستثمارية لها القدرة على الإستدامة. انصببت التحليلات في هذه الأزمة بالذات على قضية درجة الرشد التي يتمتع بها المستثمرون، حيث يرى البعض أن الإرتفاع في أسعار الأسهم كان يتم بسبب سلوك مستثمرين لا يتصفون بأي درجة من الرشد الإقتصادي، مدفوعين بواسطة أبواق وسائل

¹ - محمد إبراهيم السقا، عالم لا يتعلم من أزماته.. فقاعة الدوت كوم، مقال منشور على الأنترنت، تاريخ الإطلاع 1-1-2014،

<http://alphabet.argaam.com>

² - نفس المرجع أعلاه.

الإعلام المختلفة التي لعبت دورا مهما في الأزمة، من خلال التقارير الزائفة التي كانت تبثها، والتي كانت تغذي الطلب على هذا النوع من الأسهم. بل إن الكتابات عن الأزمة تميل إلى الاعتقاد أن السوق افتقدت المستثمرين الذين يتسمون بالرشد، والذين يفترض من الناحية النظرية أنهم يلعبون الدور الأساسي في ضبط إيقاع السوق، وتعديل مستويات العائد المعدل بالمخاطرة فيه، ومن ثم التخفيف من عمليات سوء تحديد الأسعار. أكثر من ذلك، فإن الدراسات التي تمت على الأزمة أثبتت أنه حتى مثل هؤلاء المستثمرين الذين يفترض أنهم يتسمون بالرشد، قد أسهموا بالفعل في رفع درجة عدم الاستقرار في السوق. على سبيل المثال أشار بعض الدراسات إلى أن صناديق التحوط كانت تقود فقاعة الدوت كوم، خلال الفترة من 2000/1998، وهو ما يعني أن المستثمرين الذين يفترض أنهم يتسمون بالرشد قد يشاركون في نفخ الفقاعة لفترة من الزمن قبل خروجهم من السوق، ومن ثم يسهمون في رفع درجة عدم استقرار السوق. كما كانت الحكومة الأمريكية تنتظر إلى ما يحدث في سوق أسهم شركات الإنترنت على أنه يمثل تشكيل لهيكل جديد للثروة في الاقتصاد الأمريكي، وأنه يحمل أخبارا سعيده بالنسبة للميزانية الأمريكية وإدارة جمع الضرائب.

على مدى أكثر من ست سنوات من النفخ المتواصل، تكونت فقاعة ضخمة جدا لأسعار أسهم شركات الدوت كوم، حتى بلغ الضغط داخل الفقاعة مستواه الحرج في 10 مارس 2000، عندما بلغت قيمة مؤشر ناسداك 5132.52، وهي أقصى قيمة بلغها المؤشر خلال الأزمة، وفي تاريخه حتى هذه اللحظة، وحيث إنه من غير الممكن استمرار هذا الوضع إلى ما لا نهاية، فقد بدأت عملية الانفجار للفقاعة. في خضم الحلم الكبير الذي عاشه الجميع على أمل تحقيق الثروة، انهار كل شيء. هنا فقط أدرك المستثمرون أن هذه الشركات لا يمكنها أن تحقق مستويات الأرباح التي توقعوها ولا حتى في المستقبل القريب، واكتشفوا أخيرا أيضا أن القيمة السوقية لشركات الإنترنت لا تقابلها أصول مادية تغطي هذه القيم الخيالية التي تحتلها في السوق. ومثلما هو الحال في كل أزمة، عندما يحدث الإنهيار لا يكون هناك وقت كاف لأي من المتعاملين ليتخذ التدابير اللازمة لحماية نفسه، على العكس يؤدي اندفاع المستثمرين لحماية أنفسهم من خطر الخسائر إلى دفع السوق نحو الإنهيار، وبالفعل انتشر الذعر بين المستثمرين والذين أخذوا في بيع أسهمهم وكانت الكارثة. ما بين جانفي 2000 حتى مارس 2001، خسر المتعاملون في السوق ألف مليار دولار، وهي خسارة ضخمة جدا. قبل حدوث الانهيار كانت القيمة السوقية لأسهم شركات التكنولوجيا تتجاوز 1.4 تريليون دولار، وعند انتهاء الانهيار كانت مؤشرات القيمة السوقية تشير إلى انخفاض هذه القيمة الرأسمالية إلى نحو 400 مليار دولار فقط. بالطبع لم يقتصر أثر الانخفاض في أسعار الأسهم على شركات الدوت كوم، وإنما انتقل إلى قطاعات أخرى في البورصة، كان أكثر المؤشرات غير التكنولوجية تأثرا في العالم هي مؤشرات DAX ، و NIKKEI و FTSE، وانهار عدد كبيرة من الشركات وبالطبع كان أكثر الشركات تأثرا هي الشركات المرتبطة بالإنترنت.

المطلب الثاني: برنامج تقييم القطاع المالي (PESF)

أعد برنامج تقييم القطاع المالي خصيصاً عقب الأزمة الآسيوية، لتقييم مدى استقرار الأنظمة المالية في الدول أعضاء الهيئات الدولية، يتشكل من معايير تتعلق بالجوانب المحاسبية والمالية والإشرافية والتنظيمية.

1- تعريف برنامج تقييم القطاع المالي: أبرزت الأزمة المالية التي وقعت في أواخر تسعينيات القرن الماضي أهمية القطاعات المالية السليمة لاستقرار الإقتصاد الكلي في مختلف البلدان، وللنظام المالي الدولي الأوسع نطاقاً، خاصة في عالم متزايد التكامل والاندماج، وعليه أطلق صندوق النقد الدولي البنك الدولي-ضمن الجهود الرئيسية لهما -مبادرة، عُرفت بإسم "برنامج تقييم القطاع المالي"، ويعتبر هذا البرنامج- الذي بدأ العمل به منذ ماي 1999، بمثابة دراسة للأنظمة المالية لدى الدول الأعضاء وتقييمها، وقد تم تصميمه للمساعدة بصورة خاصة في تحديد نقاط القوة ونقاط الضعف، حتى يمكن التقليل من آثار الأزمات أو إنقاص احتمالات حدوثها.

2- مضمون البرنامج: يتضمن برنامج تقييم القطاع المالي مايلي:¹

- تقييم الأهمية النسبية لمختلف المؤسسات المالية في النظام.
- مدى حساسية النظام المالي للصدمات في ظل مختلف السيناريوهات.
- مؤشرات السلامة المالية مثل نسبة كفاية رأس المال وحجم القروض.
- تقييم تطورات وسياسة السيولة، وإطار إدارة الأزمات، والتنظيم اللاتحي والإشراف في القطاع المالي وخاصة مدى الإلتزام بالمعايير والقواعد المقبولة دولياً لعمل القطاع المالي.

3- أهداف البرنامج: يهدف برنامج تقييم القطاع المالي، الذي ينفذه الصندوق في تقييم ثلاثة عناصر أساسية في جميع البلدان:²

- سلامة أوضاع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، بما يتضمنه ذلك من إجراء إختبارات القدرة على تحمل الضغوط.
- جودة الرقابة على البنوك والتأمين والأسواق المالية.
- قدرة الأجهزة الرقابية وصناع السياسات وشبكات الأمان المالي على التحرك الفعال في مواجهة الأزمات المالية.

وليست هناك صيغة تصلح للجميع في هذه التقييمات، ومن ثم يحدد الصندوق موضع التركيز في كل من هذه المجالات حسب ظروف كل بلد على حدة، ويأخذ في الإعتبار مصادر الخطر المحتملة بالنسبة لكل منها. والهدف من ذلك هو تقييم الأطر المعتمدة لمنع وإدارة الأزمات في هذه البلدان، بغية دعم الإستقرار المالي على المستويين الوطني والدولي.

¹ - Haizhou Huang et S Kal Wajid, La stabilité du système financier international , Revue Finances et Développement , Mars 2002, P13.

² - نشرت صندوق النقد الدولي الالكترونية، الصندوق يجري مراجعة لأوضاع القطاعات المالية الكبرى في 2012، 13 جانفي 2012، ص2، تاريخ الاطلاع، 12-02-2015.

<http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2012/pol011312aa.pdf>

4- مكونات برنامج تقييم القطاع المالي: تتضمن دراسة فريق خبراء البرنامج لمكانن القوة والضعف، والمخاطر في النظام المالي لبلد ما، ثلاث مكونات رئيسية وهي:¹

- تقييم إستقرار النظام المالي، بما في ذلك عناصر الإقتصاد الكلي التي يمكن أن تؤثر في أداء النظام، وأوضاع النظام التي يمكن أن تؤثر في الإقتصاد الكلي؛
- تقييم مدى التقيد بالمعايير، والأنظمة، والممارسات ذات الصلة بالقطاع المالي؛
- تقييم حاجات القطاع المالي من الإصلاح والتطوير؛

ويحدد الفريق الذي يقوم على تطبيق البرنامج، إجراءات ينبغي القيام بها لتعزيز النظام المالي، كما يحدد الخطط الطارئة اللازمة، ويوفر تقديرا مفصلا للمفاعيل النقدية والمالية لهذه الإجراءات، وإذا تبين للفريق وجود أي ضعف في أي من هذه المجالات، فإنه يقوم بتقديم التوصيات اللازمة لمعالجة مكانن هذا الضعف.*

المطلب الثالث: بنك التسويات الدولية و لجنة بازل 1-2 و 3

1- بنك التسويات الدولية Banque des Règlements internationaux

عبارة عن منظمة دولية تساهم في التعاون المالي و النقدي الدولي و تؤدي دور بنك البنوك المركزية. أنشئ في مارس 1929 عندما اجتمع الخبراء الماليون في باريس لدراسة التعديلات التي أريد إدخالها على نظام التعويضات إثر الأزمة الاقتصادية العالمية في تلك السنة، وفق مخطط يونغ (Young) ، والتفكير في إنشاء هيئة تعالج المشاكل التي يثيرها نظام التعويضات المفروض على ألمانيا بعد الحرب العالمية الأولى ، و في ماي 1930 تم تكوين البنك عند انعقاد مؤتمر لاهاي ، وساهمت في رأسماله الدول السبع التي تبنت هذا المشروع : فرنسا ، ألمانيا ، إنجلترا ، بلجيكا ، الو.م.أ ، اليابان، وبلغ رأس ماله 43.750.000 فرنك سويسري.² ومن أهم وظائفه:³

- تسهيل تبادل الآراء و التعاون ما بين البنوك المركزية.
- إقامة حوارات مع مؤسسات مالية مختصة في مجال الإستقرار المالي .
- تعد مركز بحث عن التساؤلات الإستراتيجية التي تواجهها البنوك المركزية و الجهات الرقابية.
- تمثل عوناً أو وكيلاً بالنسبة للعمليات المالية الدولية.

¹ - بن شيخ عبد الرحمان ، اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد - دراسة حالة الجزائر ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي ، جامعة الجزائر -2008-2009 ، ص 93.

* لتفاصيل أكثر حول برنامج تقييم القطاع المالي يمكن الرجوع إلى المرجع التالي: بن شيخ عبد الرحمان ، مرجع سبق ذكره، ص110.

² - بن شيخ عبد الرحمان ، مرجع سبق ذكره، ص 93.

³ - La BRI Au service de la stabilité monétaire et financière, site internet de la banque BRI, date de lecture 05-02-2015. http://www.bis.org/about/profile_fr.pdf

2- اتفاقية بازل 1

في ظل تصاعد المخاطر المصرفية، بدأ التفكير في البحث في آليات لمواجهة تلك المخاطر التي تتعرض لها البنوك ، و في أول خطوة في هذا الإتجاه تشكلت و تأسست لجنة بازل للرقابة المصرفية ، من قبل مجموعة الدول الصناعية العشر *G10 في نهاية عام 1988 ، تحت إشراف بنك التسويات الدولية في سويسرا بمدينة بازل ، وذلك في ظل تفاقم أزمة المديونية الخارجية للدول النامية ، وازدياد حجم الديون المشكوك في تحصيلها.¹

يطلق على لجنة بازل تسمية لجنة "COOKE" وهذا نسبة إلى "Peter Cooke" مدير بنك انجلترا، حيث كان من الأوائل الذين اقترحوا إنشاء هذه اللجنة كما كان أول رئيس لها.² فبموجب هذه الإتفاقية فإن البنوك ملزمة بالإحتفاظ بنسبة رأسمال تقدر بـ 8% من حجم أصولها المرجحة بالمخاطر و قد عرفت هذه النسبة بنسبة "Cooke" و يتم التعبير عنها بالعلاقة التالية:³

$$\text{معدل كفاية رأس المال} = \frac{\text{رأس المال الأساسي} + \text{رأس المال التكميلي}}{\text{عناصر الأصول و الإلتزامات العرضية مرجحة بأوزان}} \leq 8\%$$

تهدف هذه النسبة إلى ضمان تغطية كافية للمخاطر الائتمانية، و في الأصل هي لا تخص إلا هذا النوع من المخاطر، حيث يتم ترجيح الأصول بدالة المخاطرة بواسطة معاملات ترجيح تتراوح بين 0% بالنسبة للحقوق على الحكومة عديمة المخاطرة إلى 100% بالنسبة للحقوق على الخواص ذات المخاطرة.

3- اتفاقية بازل II

تحدد لجنة بازل II متطلبات الحد الأدنى لرأسمال البنوك وذلك بالنسبة لكل من مخاطر الائتمان ومخاطر السوق و المخاطر التشغيلية ، و أصبحت نسبة كفاية رأس المال حسب بازل II تحسب كما يلي:⁴

$$\text{نسبة كفاية رأس المال حسب بازل II} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مخاطر الائتمان} + \text{مخاطر السوق} + \text{مخاطر التشغيل}} \leq 8\%$$

- مخاطر الائتمان : إخفاق العميل عن التسديد.
- مخاطر السوق: تمثل مخاطر أسعار الصرف، أسعار الفائدة، حقوق الملكية و أسعار الأوراق المالية.

*- تمثل المجموعة العشر G10 ألمانيا ، بلجيكا ، كندا ، الو.م.أ ، فرنسا ، إيطاليا ، اليابان ، هولندا ، السويد و المملكة المتحدة.

¹- محمد بن بوزيان ، بن حدو فؤاد و عبد الحق بن عمر ، البنوك الإسلامية و النظم و المعايير الإحترازية الجديدة ، واقع و أفاق تطبيق لمقررات بازل 3، المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد و التمويل الإسلامي ، 19 - 21 ديسمبر 2011، الدوحة ص 9.

²- أحمد قارون، مدى إلتزام البنوك الجزائرية بتطبيق كفاية رأس مال وفقا لتوصيات لجنة بازل، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية جامعة فرحات عباس . سطيف 1 - 2012 / 2013 ، ص 14.

³- نفس المرجع أعلاه، ص 20.

⁴- نجار حياة، اتفاقية بازل III واثارها المحتملة على النظام المصرفي الجزائري، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 13، سنة 2013، ص3.

• مخاطر التشغيل : و هي مخاطر السيولة ، التركيز ، الأعمال ، القانونية ، الالتزام ، الأنظمة. إن حدوث الأزمة (أزمة سوببرايم) بعد فترة قصيرة من تطبيق بازل II في الدول المتقدمة جعل هذه الإتفاقية على المحك كونها جاءت لتعزيز صلابة النظام المصرفي، وهو ما جعلها تحظى بمراجعة عميقة وشاملة للأنظمة و التشريعات المالية و المصرفية ، و من ثم إنشاء لجنة بازل III.

4- بازل III:

استجابة لأزمة الرهن العقاري سنة 2008 ، طورت لجنة بازل* للرقابة البنكية برنامج الإصلاح المستتب من الدروس المستفادة من الأزمة، حيث أدخلت المجموعة العشرون (G20) هذا البرنامج في قمته في بيتسبرغ "Pittsburgh" سنة 2009¹، و الذي سيتم تطبيقه على أفق زمني يمتد حتى بداية سنة 2019.² و عليه من أهم المستجدات التي تنص عليها إتفاقية بازل III هي:

أ- رفع كمية و نوعية الأموال الخاصة:

يعتبر رفع كمية و نوعية الأموال الخاصة من أهم القرارات التي جاءت تنص عليها لجنة بازل III التي تنص على رفع و تحسين نوعية الأموال الخاصة في البنوك، وذلك لتعزيز قدرتها على امتصاص الخسائر و التحكم في التسيير في فترات الضغط، و لهذا تم إدخال تغييرات جوهرية على تعريف رؤوس الأموال الخاصة و التي تحتسب كما يلي:³

$$\text{نسبة كفاية رأس المال حسب بازل III} = \frac{\text{الأموال الخاصة الصافية}}{\text{مخاطر الائتمان} + \text{مخاطر السوق} + \text{مخاطر التشغيل}} \leq 8\%$$

وفقا لنصوص الإتفاقية فإن الأموال الخاصة الصافية تتكون من:⁴

- الشريحة الأولى: و هي الأسهم العادية و الأرباح غير الموزعة.
- الشريحة الثانية: و تسمى بالأموال الخاصة المكملة ، وتضم احتياطات إعادة التقييم والمخصصات التامة لخسائر الديون الخ ، و بشكل عام تحتوي مختلف الأدوات المستعملة لجلب الديون و رؤوس الأموال المستوفاة للشروط المنصوص عليها في إتفاقية بازل III.**

و عليه ألغت بازل III الشريحة الثالثة لرأسمال التي كانت موجودة في بازل II ، كما وضعت قواعد أكثر صرامة في تعريف الأموال الخاصة، وعملت على زيادة جودتها من خلال رفع نسبة الشريحة رقم (I).

* تتكون لجنة بازل من كبار ممثلي السلطات الرقابية المصرفية و المصارف المركزية لـ 27 دولة (إفريقيا الجنوبية ، ألمانيا، السعودية، الأرجنتين، أستراليا، بلجيكا، برازيليا، كندا، الصين، كوريا ، إسبانيا، الو.م.أ، فرنسا، هونكونغ، الهند، أندونيسيا، إيطاليا، اليابان، لوكسنبورغ، المكسيك، هولندا، المملكة المتحدة، روسيا، سنغفورة، السويد، سويسرا و تركيا.

¹ - dhafer Saidane, l'impact de la réglementation de bale III sur les métiers des salariés des banques, les études de l'observatoire , étude thématique, septembre 2012.p9

² - نجار حياة، مرجع سبق ذكره، ص 280.

³ - نجار حياة ، مرجع سبق ذكره، ص 280.

⁴ - نجار حياة ، مرجع سبق ذكره، ص 280.

** لمعلومات أكثر حول الشريحة I و الشريحة II يمكن الرجوع إلى المرجع التالي: نجار حياة - مرجع سبق ذكره، ص 280.

ب- **تدعيم الصلابة المالية للبنوك:** عملت اتفاقية بازل III على تعزيز الصلابة المالية للبنوك من خلال ما يلي:

- زيادة قدرة البنوك على امتصاص الصدمات عند التعثر.
- تكوين البنوك لهامش حماية رؤوس الأموال**
- تكوين هامش حماية من التقلبات الدورية.

ج- **توسيع و تعزيز تغطية المخاطر :** تحاول الاتفاقية الأخذ بعين الاعتبار لكل المخاطر المادية التي يمكن أن تلحق بالبنك أثناء أداء نشاطه بما فيها مخاطر الأطراف المقابلة في عقود المشتقات، كما بينت كيفية حسابها، وخصصت جزءا من رأس المال لتغطيتها.

المطلب الرابع: منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية OCDE

يرجع تاريخ نشأة منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية (OCDE) إلى المنظمة الاقتصادية الأوروبية للتنمية (OEED) التي أنشئت عام 1947، و في سنة 1961 تم تغيير هذا الاسم بشكل رسمي لتصبح منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية.¹ استنادا إلى المادة رقم(1) من الإتفاقية الموقعة في باريس يوم 14 ديسمبر 1960، والتي دخلت حيز التنفيذ يوم 30 سبتمبر 1961، ستعزز منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) السياسات التي تهدف إلى:²

- تحقيق أعلى نمو اقتصادي مستدام و زيادة التوظيف، ورفع مستوى المعيشة في الدول الأعضاء، مع المحافظة على الإستقرار المالي، و بهذا تساهم المنظمة في تطوير الإقتصاد العالمي.
- المساهمة في توسع اقتصادي سليم في الدول الأعضاء و غير الأعضاء في طريق النمو.
- المساهمة في توسيع التجارة الخارجية على أساس تعددية الجوانب واللاعنصرية استنادا إلى الإلتزامات الدولية.

تتكون الدول الأعضاء الأصلية في منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية من : النمسا ، بلجيكا، كندا، الدنمارك، فرنسا، ألمانيا ، إيسلندا، إيرلندا، إيطاليا، لوكسمبورغ، هولندا، النرويج، البرتغال ، إسبانيا ، السويد ، سويسرا، تركيا، المملكة المتحدة، أثينا و الولايات المتحدة ، كما تم انضمام دول أخرى في المنظمة و هي : اليابان (1964) ، فنلندا (1969) ، أستراليا (1971) ، نيوزلندا (1973) ، المكسيك (1994) ، جمهورية التشيك (1995) ، هنغاريا (1996) ، بولندا (1996) ، كوريا (1996) ، جمهورية سلوفاكيا (2000).³

** عند تحقيق أرباح يقطع البنك نسبة 2.5% من الأصول المرحجة بأوزان المخاطر لتدعيم رأسماله لمواجهة الخسائر المحتملة. يبدأ هذا الاقتطاع سنة 2016 و يتم رفع النسبة حتى 4.5% سنة 2019.

¹ - Organisation de coopération et du développement économique. Date de lecture 5-03-2014.

http://www.mcit.gov.eg/International_Relations/Cooperation_with_International_Organizations/OECD

² - Donald J. Johnston, principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, publication de l'OCDE-2004-p2.

³ - IDEM , p 2.

تعد منظمة التعاون و التنمية الإقتصادية منتدى اقتصاديا و ماليا، من خلال لجنة السياسة الإقتصادية التي تجتمع مرتين في السنة بأعضائها المشكلين من وزراء و محافظي البنوك المركزية، والتي تجري تحليلا للسياسات الإقتصادية في العالم، و تسعى وفق شروط الإتفاق حول السياسات الإقتصادية، مؤسسة هذا التحليل على معيار الإدارة، كما تنشر مرتين في السنة (جويلية و ديسمبر) التوقعات الإقتصادية لمنظمة التعاون و التنمية الإقتصادية، كما يتم بالموازاة مع ذلك ، تحليل التوجهات الإقتصادية و السياسات المتبعة لكل دولة عضوة في إطار تحليل الإدارة ، و ينشر تقارير العملية ضمن " تقرير الدول " ، و في إطار متابعة حركة رؤوس الأموال توجد بالمنظمة لجنتان:¹

لجنة حركة رؤوس الأموال : تراقب احترام الدول لتعهداتها المتعلقة بتحرير التجارة في الخدمات و حركة رؤوس الأموال، مع مراقبة تطبيق قواعد العمل و محاولة الضغط لكسب أكثر تأييد دولي لمسعى انفتاح الأسواق. لجنة الأسواق المالية: تتابع توجيهات الأسواق النقدية و المالية الدولية. و تنشر أعمال اللجنتين في التقرير الشهري " الإحصائيات المالية لمنظمة التعاون و التنمية الاقتصادية ، و التقرير الفصلي "توجهات الأسواق المالية و من جانب آخر تعقد بعض الندوات حول السرية البنكية.

كما تشارك منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية في عملية الإشراف على الإقتصاد الكلي والشؤون المالية، و عمدت إلى وضع مبادئ الإدارة السليمة للمشروعات في ماي 1999 ، و هي تهدف إلى الارتقاء بالإطار القانوني و التنظيمي لإدارة المشروعات في الدول أعضاء المنظمة و الدول من خارجها، و تدخل هذه المبادئ الإثنتا عشرة التي حددها منتدى الاستقرار المالي.²

المطلب الخامس: مجلس الإستقرار المالي Conseil de Stabilité Financière

في 20 فيفري 1999م، أقر وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية لمجموعة الدول السبع (G7) ، إنشاء "محفل الإستقرار المالي" Forum sur la Stabilité Financiere FSF ، وقد أنشأ هذا المحفل بناء على توصيات الرئيس السابق للبنك المركزي الألماني السيد "هانز تتماير"، حيث تتكفل الهيئة الجديدة بتقوية تبادل المعلومات والإشراف على النظام المالي الدولي وتحديد الفجوات التشريعية والتنظيمية في النظام المالي الدولي، لتقوية وترقية الإستقرار المالي العالمي، وتحسين وظائف ومهام الأسواق والتقليل من أخطار النظام. وأختير رئيس بنك التسويات الدولية كأول رئيس لهذا المحفل.

يقوم المحفل بدور الهيئة الإستشارية في المساعدة على البناء السليم لتكامل نمو أسواق رأس المال والحد من عدم التوافق الحاصلة حول قواعد العمل على المستوى الدولي بين مختلف الهيئات الفاعلة، وضع الأسس

¹ - بن شيخ عبد الرحمان ، مرجع سبق ذكره، ص 98.

² - بن شيخ عبد الرحمان ، مرجع سبق ذكره، ص 99.

التي تسمح بمركزية المعلومات، ولا يعمل على التوصية بمعايير جديدة فهذه تبقى مهمة الهيئات الدولية التي تمثل السلطات التنظيمية في كل قطاع.¹

وفي أبريل 2009 تأسس مجلس الإستقرار المالي، امتدادا لمنندى الإستقرار المالي الذي أنشئ في عام 1999، يضم المجلس ممثلين من هيئات مالية وطنية من حوالي 24 دولة، إضافة إلى 12 مؤسسة مالية دولية، وهيئات معنية بوضع المعايير الدولية.²

إن التغيير في التسمية له أهمية مزدوجة، فمن جهة سوف يتوسع عدد دول ليشمل جميع دول مجموعة العشرين "G20" في حين كان محفل الإستقرار المالي يشمل الدول الأكثر تطورا فقط إضافة إلى هونغ كونغ و سنغفورة ، و من جهة أخرى سيكون لمجلس الإستقرار المالي مهام كثيرة، حيث سيعمل حسب نفس مبدأ التعاون بين السلطات الوطنية التي تعمل على الإتفاق على المعايير و تنفيذها كما تمتد مجموعة العشرين "G20" دورها الرقابي على جميع المؤسسات المالية و المنتجات و الأسواق ذات الأهمية في النظام. و لأول مرة صناديق التحوط إضافة إلى الإهتمام بالأماكن الأفقشور والجنات الضريبية، كما يقوم المجلس في عمله بالتشاور مع صندوق النقد الدولي الذي يبقى مهامه المراقبة على المستوى الإقتصادي الكلي أساسا.³ وعليه يمكن تلخيص أهم مهام المجلس في النقاط التالية:⁴

- تقييم مواطن ضعف النظام المالي؛
- تعزيز التنسيق وتبادل المعلومات بين السلطات المسؤولة عن الإستقرار المالي؛
- رصد وتقديم المشورة بشأن أفضل الممارسات في تطبيق المعايير التنظيمية؛
- وضع مبادئ توجيهية لدعم وإنشاء الهيئات الإشرافية؛
- إدارة التخطيط للطوارئ.

كما تتوزع أعمال المجلس على عدد من اللجان الرئيسية ومجموعات العمل، وهي:⁵

- المجلس الأعلى لمجلس الإستقرار المالي؛
- اللجنة التوجيهية؛
- اللجنة الدائمة لتقييم مواطن الضعف في القطاع المالي؛

¹ - بن شيخ عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص100.

² - أحمد الخليفي، مؤسسة النقد العربي السعودي، دورة الإعلاميين - أكتوبر 2010، ص15، موقع على الأنترنت ، تاريخ الإطلاع 12-02-2015.

<http://www.saudi-banks.info/documents/18/43062/TheSaudiArabianMonetaryAgency.ppt>

³ - site internet , le conseil de stabilité financière est né, journal le FIGARO, publier le 03-04-2009, date de lecture, 15-2-2015.

<http://www.lefigaro.fr/economie/2009/04/03/04001-20090403ARTFIG00271-le-conseil-de-stabilite-financiere-est-ne-.php>

⁴ - أحمد الخليفي، مرجع سبق ذكره، ص16.

⁵ - نفس المرجع أعلاه، ص17.

- اللجنة الدائمة للتعاون والإشراف والتنظيمي؛
- واللجنة الدائمة لتطبيق المعايير.

المبحث الثالث: تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي

يعتبر تأثير صناديق الثروة السيادية متعدد الأوجه فعلى مستوى الإقتصاد المحلي يعطي للسلطات العمومية القدرة على إدارة تدفقات رؤوس الأموال في اتجاه يسمح بحل المشاكل الهيكلية الذي قد يساهم في تحقيق النمو الإقتصادي للبلد، إضافة إلى تفادي المرض الهولندي، أما على المستوى الدولي يسمح الحجم الكبير لصناديق الثروة السيادية وإستراتيجيتها الطويلة المدى من توفير السيولة لمختلف القطاعات، إضافة إلى إمكانية حل الأزمات التي تشهدها الأسواق المالية الدولية. ورغم إيجابيات صناديق الثروة السيادية إلا أنها يمكن أن تكون مصدر خطر على إستقرار النظام المالي العالمي، وهذا ما سنحاول دراسته في هذا المبحث.

المطلب الأول: التأثير الإيجابي لصناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي

لصناديق الثروة السيادية تأثيرات عدة على القطاع المالي والحقيقي مما قد يساهم في دعم الإستقرار المالي أو تفادي الأزمات، وفيما يلي سرد لأهم هذه التأثيرات:

1- معالجة المشاكل الهيكلية المستمرة في الإقتصاديات المحلية (مالكة الصندوق)

البلدان التي أنشئت صناديق الثروة السيادية يمكن استثمار فوائدها الكبيرة في شكل إستراتيجي. يسمح لها بالتغلب على نقاط الضعف الهيكلية في اقتصاديتها، هذه الصناديق تسهل تحويل الثروة بين الأجيال مما يسمح للأجيال القادمة العيش في ظروف مقبولة اقتصاديا واجتماعيا، ومن جهة أخرى تسمح هذه الإستثمارات في الدول الأجنبية للدولة المالكة لهذه الصناديق بتحويل المعارف والخبرات التقنية التي تكون في حاجتها لتطوير الصناعة المحلية وقطاع المنشآت القاعدية أو البنى التحتية وإرساء أسس سليمة لتحقيق نمو اقتصادي مستديم.¹

¹ - كمال العقريب، تقيم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الإقتصاد الجديد، العدد 10، المجلد 01، 2014، ص 129.

2- أثر صناديق الثروة السيادية على أسعار الأصول المالية

يتفق العديد من الخبراء على دور صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي، بمعنى تساهم هذه الصناديق في السير الحسن لأسواق المالية الدولية، التوزيع الكفاء ما بين الدول للفوائض المالية المترتبة عن المواد الأولية، وكذا زيادة السيولة في الأسواق وخاصة خلال فترة الإضطرابات.

فحسب "Simon Johnson" تعتبر صناديق الثروة السيادية صناديق طويلة الأجل بمعنى تتبع إستراتيجية (الشراء والإحتفاظ)، بدون اللجوء إلى الرافعة المالية، وأنها مثل غيرها من المستثمرين للأجل الطويل، على استعداد للتدخل في حالة هبوط أسعار الأصول، وهذا ما يمارس على الأرجح تأثيرا إيجابيا على إستقرار النظام المالي العالمي.¹ وعليه تساهم الصناديق السيادية، ولا سيما في الأجل الطويل ومن خلال التنوع في استثماراتها، في زيادة كفاءة الأسواق وانخفاض تقلباتها.

فعلى المستوى الإقتصاد الجزئي أثبتت الدراسات الحديثة للاحتياطي الفدرالي الأمريكي و بنك فرنسا وصندوق النقد الدولي أنه على المدى القصير يوجد تأثير إيجابي على الأسعار البورصية كنتيجة لإعلان دخول صندوق سيادي في رأسمال شركة معينة، غير أن هذه الأخيرة لا تسجل تحسنا ملحوظا لأدائها البورصي على المدى المتوسط و الطويل. أما على مستوى الإقتصاد الكلي ، فمن الصعب معرفة تأثير صناديق الثروة السيادية على أسعار الأصول باعتبارها مرتبطة بالحجم المستقبلي والإستراتيجية الإستثمارية للصناديق و التي ما زالت تعتبر غامضة.²

وعليه يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تلعب دورا مهما في تحقيق الإستقرار المالي والنقدي في الإقتصاد العالمي، من خلال توفير السيولة في الأسواق المالية العالمية، وتوفير رؤوس الأموال لمختلف المؤسسات والقطاعات التي هي بحاجة إليها، في شكل إستثمارات وتمويلات طويلة الأجل، وبالتالي تساهم في حل مشكلة نقص السيولة في الأسواق المالية العالمية وتحقيق الإستقرار في النظام المالي والنقدي العالمي وبتفادي التقلبات الإقتصادية الناتجة عن توتر أسواق رأس المال بسبب شح السيولة.

وفي الأخير يجب أن ننوه بأنه رغم كل التأثيرات السابقة الذكر لصناديق الثروة السيادية على الأسواق المالية، غير أنه صرحت دراسة "Lechman" الصادرة في مجلة "Investement Economy" سنة 2008، أن "تأثير صناديق الثروة السيادية على الإستقرار المالي منخفض، باعتبار أن حصة هذه الصناديق في النشاط الإقتصادي العالمي لا يتجاوز نسبة 1%".³

3- تمويل صناديق الثروة السيادية للتطور الاقتصادي

وفرة الموارد المالية التي تعكس الإرتفاع القوي لهاته الأعوان الاقتصاديين الجدد، تدفعنا إلى التساؤل إلى أي مدى يمكن أن تساهم هذه الصناديق في تمويل التنمية في البلدان الفقيرة أو تعزيز قدرة الدول المعنية في

¹ - Jean-Michel Rocchi et Michel Ruimy, op cit, p 153.

² - Focus, Banque de France, p6.

³ - Jean-Michel Rocchi et Michel Ruimy, op cit, p 152.

التطور؟ وعليه قام الإقتصادي "Santiso" سنة 2008 بمقارنة حجم أصول صناديق الثروة السيادية مع حجم أسواق الدول الناشئة، فيقترح تخصيص هذه الصناديق 10% من محفظتها المالية للدول الناشئة وفي طريق النمو في العشر سنوات القادمة. وهذا الذي يمثل تدفقا بـ 1400 مليار دولار، أي أكثر من مجموع مساعدات دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.¹

4- حماية الدول ضد المرض الهولندي "Dutch Disease"

ظهر مصطلح المرض الهولندي أو بالانجليزية (Dutch Disease) لأول مرة في المجلة الإنجليزية "the economist" في مقال صادر في 26-11-1977²، من خلال دراسة الإقتصاد الهولندي خلال الفترة (1960-1970) و التي تم اكتشاف خلالها رواسب كبيرة من غاز بحر الشمال ومن ثم أصبحت تمثل الهيدروكربونات جزءا كبيرا من صادرات البلد. ورغم تحسن رصيد ميزان التجاري لهولندا إلا أنها سجلت ارتفاعا كبيرا في معدلات البطالة، حيث أنجر عن تحسن الميزان التجاري ارتفاع في قيمة العملة المحلية ما بين 1970 - 1980 بحوالي 25% مقارنة بالعملة الألمانية، مع تراجع حاد في القدرات التنافسية للقطاع الصناعي للبلد. إضافة إلى ذلك قد تلجأ الدولة إلى رفع أجور العمال أوزيادة نفقاتها نتيجة ارتفاع إيراداتها، و هذا ما قد يتمخض عنه تضخم اقتصادي.³

وعليه أصبحت تمثل مشكلة المرض الهولندي إهتمام الكثير من الباحثين الذين حاولوا دراستها من أجل تحديد أعراضها وكيفية معالجتها وفي هذا المجال يمكن إبراز بعض التعاريف فيما يلي:

تعريف "Ghislain Nzinzi" : "عبارة عن ظاهرة إقتصادية متناقضة في كثير من الأحيان، تحدث في الدول السائرة في طريق النمو والتي تسجل فورة في الموارد الطبيعية من جهة وافتقار جزء كبير من سكان البلد من جهة أخرى، وتنتج هذه الظاهرة عن عدم كفاءة الأسواق وكذا عدم تأدية الدولة لدورها المتمثل في تنظيم الأسواق"⁴.

تعريف "Christine Ebrahim-Zadel": المرض الهولندي هو "تعبير يشير على نطاق واسع إلى العواقب الضارة لحدوث زيادات كبيرة في دخل بلد ما"⁵.

¹ - Pierre Jacquet, cercle des économistes, les fonds souverains acteurs du développement, contribution au cahier sur les fonds souverains, p7.

² - Ghislain Nzinzi, Maladie hollandaise, un problème d'ajustement : cas du Congo, Note d'analyse politique, N°08, 31juillet 2013, p2.

³ -Samia Buisine et autres, opcit.,p18.

⁴ - Ghislain Nzinzi, opcit, p2.

⁵ -Christine Ebrahim-zadeh, Le mal hollandais Un surplus de richesses mal géré, revue finances et développements, volume40, N°01, mars2003, p50.

تعريف "Clément Gignac": "ظاهرة إقتصادية تحدث عندما ينتج عن اكتشاف ثروة طبيعية في بلد ما إرتفاع قيمة عملة هذه الأخيرة، الأمر الذي ينعكس سلباً على المنتجات الصناعية مما يجعلها أقل تنافسية مقارنة بباقي الدول"¹.

وعليه من خلال ماسبق عرضه لبعض التعاريف للمرض الهولندي، يتضح لنا أن هذه الأخيرة تعبر عن علاقة بين ازدهار التنمية الاقتصادية في دولة ما بسبب تطور أسعار أوزيادة انتاج المواد الأولية وانخفاض الإنتاج (الصناعي والزراعي) للبلد.

وعليه تسمح صناديق الثروة السيادية بتسهيل إدارة الفوائض نتيجة زيادة المداخيل بشكل كبير من خلال تحويل هذه الفوائض إلى صناديق الإستثمار، واستثمارها عوض أن تكون عامل في زيادة الضغوط التضخمية، كما تسمح باحتواء الطلب على الصادرات أو تكون قيمة الصادرات في مستوى معقول ومقبول، وذلك من خلال إمتصاص الصناديق لهذه الفوائض بدل أن توجه للاستيراد المفرط، كما يمكن للصناديق أن تكون عامل مهم في تحقيق استقرار سعر الصرف² وتجنب الصدمات الشديدة. عليه يساهم إنشاء صندوق ثروة سيادي في تحديد تأثيرات المرض الهولندي من خلال امتصاص الجزء الزائد من الأصول المتأتية من صادرات المواد الأولية* و استثمارها في الأسواق المالية الدولية على شكل أوراق مالية، بمعنى آخر تعتبر صناديق الثروة السيادية وسيلة للدول المصدرة للمواد الأولية في تخفيض الآثار السلبية لارتفاع الكبير في أسعار المواد الأولية إضافة إلى تكوين الإدخار ما بين الأجيال.

5- بعض التأثيرات الأخرى لصناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي:

ويمكن لهذه الصناديق وهي بهذا الحجم المساهمة في القطاع المالي على الشكل التالي:³

- سماحها بتنويع مصادر الناتج المحلي الخام بتطوير أنشطة جديدة كما هو حال صناديق أبوظبي، دبي بتطويرها للسياحة وصناعات التسلية والأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية.

¹ - Clément Gignac, Mondialisation, prix des matières premières et «Dutch Disease», Congrès de l'ASDEQ, Réflexions préliminaires, Le 4 mai 2006, p02.

* يمكن صندوق الثروة السيادي النرويجي من تكوين ثروة تعادل 90% من إنتاجها الداخلي الخام سنة 2008 مقابل فقط 26% من PIB سنة 2000. إضافة إلى السياسة النقدية، يعتبر الصندوق النرويجي من بين أهم العوامل التي تساهم في استقرار العملة المحلية، فبالرغم من الإرتفاع الكبير في أسعار البترول خلال الفترة التي تتراوح ما بين الفصل الرابع لسنة 2001 و الفصل الثاني من سنة 2008، إلا أنه بقي سعر الصرف العملة المحلية مستقر.

** غير أنه أثبتت دراسة قام بها Davis et al سنة 2001 أنه يوجد في بعض الدول المالكة لصندوق الثروة السيادية ارتباط قليل ما بين النفقات الحكومية و التغيرات في أسعار المواد المصدرة، كما تتخفف مباشرة النفقات الحكومية بعد إنشاء الصندوق السيادي.

³ إيداد حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص' 12-13.

- توفيرها لموارد دائمة ومنظمة للدول المالكة لها تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزنها فستبقى قابلة للنضوب.
- المساهمة في تنمية الدول المستقبلية لإستثمارات الصناديق، بتمويل الهياكل القاعدية. وهذا ما دفع رئيس البنك العالمي إلى الإقتراح على هذه الصناديق استثمار 1% من أصولها في المؤسسات الإفريقية بالتعاون مع البنك.
- المحافظة على الوظائف التي توفرها الشركات بدعمها لرؤوس أموال الشركات المتعثرة.
- المساهمة في زيادة تكامل الإقتصاد العالمي وزيادة المشاركة وربط المصالح.
- المساهمة في تحقيق مزيد من الإستقرار الإقتصادي، في الدول المنتمية إليها بتنويع الإقتصاد بالتوسع في الأنشطة غير النفطية خاصة؛ بما يعمل على تقليص الإعتماد على واردات السلع الإستهلاكية، ومن ثم تأثيرات التضخم المستورد.

المطلب الثاني: مخاطر صناديق الثروة السيادية على النظام المالي الدولي

رغم أن صناديق الثروة السيادية يمكن أن تلعب العديد من الأدوار الإيجابية التي تساهم في إستقرار القطاع المالي والحقيقي، إلا أنها أيضا يمكن أن تكون مصدر خطر على إستقرار النظام المالي العالمي، وهذا ما سوف نحاول التطرق إليه في هذا المطلب.

1- المساهمة في تطوير وزيادة خطر سلوك القطيع (le mimétisme)

يعرف André Orléon "سلوك القطيع: "بتلك العملية التي يقوم من خلالها عون إقتصادي ما بإتباع نفس سلوك الأعوان الآخرين في الأسواق المالية، فتوقعات القطيع هي تلك التي تتخذ من طرف عون اقتصادي بالإعتماد على توقعات عون آخر اتخذ كأفضل نموذج.¹

يصنف كينز من خلال كتابه الصادر سنة 1936 تحت عنوان "النظرية العامة للتشغيل الفائدة والنقود" أول إقتصادي الذي اعتبر أن المتدخلين في الأسواق المالية لا يبحثون عن القيمة الأساسية للأصول بل عن قيمتها التي تنتج عن الرأي المتوسط للأعوان الإقتصاديين. لذا يشبه كينز عمل الأسواق المالية بمسابقة

¹ - Le Page Jean-Marie, op cit , p119.

جمال(Concours de beauté)، والتي تعني اختيار أجمل وجه من بين 100 صورة والمتفوق هو الذي يقترب اختياره من المتوسط .¹ و عليه يمكن تفسير سلوك القطيع بالأسباب التالية² :

- يحاول عون اقتصادي رفع أرباحه عن طريق تقليد عون إقتصادي آخر يمثل أحسن نموذج بالنسبة له باتباع نفس السلوك، الذي قد يوصله إلى تجاهل معلوماته. تسمى هذه الظاهرة الأخيرة بنموذج كاسكاد (le modèle de cascade) والذي يمكن أن يفسر السحب المفاجئ للودائع في حالة الذعر المالي مثلما حدث خلال أزمة الأرجنتين. لقد أثبتت الدراسة التي قام بها "Douglas Diamond" في بداية سنوات الثمانينات أن الذعر المالي يعبر في أغلب الأحيان عن سلوك القطيع، فالسحب المفاجئ والمكثف للودائع يفسر ليس فقط بواسطة التحليل الشخصي لسياسة المنتهجة من طرف البنك، بل نتيجة كذلك لتخوف من سحب عملاء البنك الآخرين لودائعهم محدثين بهذه الطريقة أزمة سيولة.
- يطمع العون الإقتصادي من خلال إتباعه لسلوك القطيع تخفيض المخاطر المرتبطة باستثماراته في السوق، بما أن سعر السوق يمثل الرأي المتوسط للمستثمرين وليس القيمة الأساسية للأصل.
- تحتسب أجور المسيرين في الأسواق المالية حسب أدائهم بالمقارنة مع أداء المتدخلين الآخرين في السوق، وفي هذه الحالة لا يمكنهم تحقيق نتائج أقل مقارنة بالنتائج المحصل عليها من طرف المسيرين الآخرين، فيضطر المسير في هذه الحالة إلى إتباع نفس سلوك المسيرين الآخرين للحصول على الأقل على نفس العائد.
- وباعتبار صناديق الثروة السيادية تستحوذ على أصول مالية ضخمة جدا، يتحكم في تسييرها واتخاذ القرار بشأنها عدد محدود، والذين يعتمدون على المخاطرة في استثماراتهم عكس استثمارات احتياطات الصرف، مما يجعل هذه الصناديق قادرة على تشجيع تطوير سلوك القطيع، ذو التأثير السلبي على الأسواق المالية والذي ينتج عنه انخفاض كفاءة هذه الأخيرة.³

2- مخاطر الإضطرابات المالية الناتجة عن عمليات صناديق الثروة السيادية

إن تأثير 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، وتركز استثماراتها، وغياب الشفافية. لذلك فكل القرارات التي تتخذها إدارة هذه

¹ - Torjman Hélène, spéculation; hétérogénéité des agents et apprentissage, revue économique, vol 48, N°4, 1997, p872.

² - Le Page Jean-Marie, op cit, pp' 120-121.

³ -Tamaragomes, les effets des fonds souverains sur le système financier international, rapport banque du canada, revue du système financier, decembre 2008, p47.

الصناديق أو الإشاعات باتخاذ قرارات معينة، تتعلق باستثمارات معينة، أو سحب مبلغ معين، سوف يؤدي إلى اضطراب في الأسواق وتذبذب في أسعار الأصول أو معدلات الفائدة. ففي نهاية سنة 2005 قام الصندوق النرويجي بشراء معظم السندات الخاصة بالبنوك الإسكندنافية، وبعد فترة قصيرة قام ببيعها، هذا القرار أجبر البنوك المركزية في كل من النرويج، السويد، الدانمارك، على التدخل وإنشاء صندوق النجدة من أجل إقراض البنك المركزي الإسكندنافي جزء من احتياطات البنوك المركزية في هذه الدول، لمعالجة الآثار السلبية التي لحقت بالقطاع المالي الإسكندنافي نتيجة العملية التي قام بها الصندوق السيادي النرويجي.¹

كما قد تؤدي الصناديق السيادية ونتيجة لضخامتها إلى تقلبات في الأسواق المالية أو تعقد إدارة الأزمات وتقليل تأثير تدخل البنوك المركزية في حالات الأزمات المالية، وذلك من خلال اتباع استراتيجيات استثمارية أكثر مخاطرة. ومن هنا فإن الدول المضيفة صاحبة الأسواق المالية الناشئة لا بد أن تهتم بالعمل على إدارة تلك التدفقات الرأسمالية الكبيرة. أيضا فإن استثمار الصناديق السيادية في الأصول طويلة الأجل ذات المخاطر العالية، قد يؤدي إلى التأثير على أسعار الفائدة وأسعار حقوق الملكية من ناحية وقد يؤدي التحول عن الاحتفاظ بالعملة الوطنية للدولة المضيفة والاستثمار في حقوق ملكية دولية إلى انخفاض التدفقات الرأسمالية الداخلة وربما يسبب في زيادة سعر الفائدة الحقيقي وتدهور سعر الصرف وانخفاض الطلب المحلي وما ينجم عنه من آثار انكماشية تتزايد بفعل مضاعفات الإنفاق في الإقتصاد الوطني. وفي ذات الوقت فإن التدفقات الداخلة للدول الأخرى تؤدي إلى تأثيرات عكسية، حيث تنخفض أسعار الفائدة الحقيقية وترتفع أسعار الصرف لعملتها ومن ثم زيادة الطلب المحلي والذي يؤدي إلى موجات تضخمية بالإقتصاد الوطني، ولا سيما في حالة عجز القطاع الإنتاجي عن زيادة مواكبة المعروض السلعي، ومن هنا لابد للدولة من اتباع سياسات للحد من تلك التأثيرات. وأخيرا فإن تحويل الصناديق السيادية من الاستثمار في دولة ما للاستثمار في دولة أخرى يمارس أثرا على الأسعار المطلقة والنسبية للأصول ويؤدي إلى تدعيم الاختلال بين الدول.²

3- تأثير الصناديق على سعر صرف الدولة الأم: يأتي تأثير الصناديق السيادية على سعر صرف عملة الدولة الأم سواء من خلال تحويل الأصول المحلية للاستثمار بالخارج، أو من خلال تحويل الإيرادات من الخارج لداخل الإقتصاد الوطني أو كليهما. فضلا عن تأثير الصناديق من خلال الاستثمار في الأصول المحلية، حيث سيؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على تلك الأصول فتتضخم

¹-Caroline Bertin Delacour, opcit, p88.

² - هشام حنضل عبد الباقي، رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة التعاون، صادرة عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، العدد 99، مارس 2010، ص ص' 35-36.

أسعارها، مما ينجم عنه مشاكل تجبر السلطات النقدية إلى ضخ أموال في الإقتصاد وما لذلك من آثار تضخمية وخيمة على كافة نواحي الاقتصاد الوطني.¹

4- نقص شفافية صناديق الثروة السيادية

كما سبق وأشرنا إليه في الفصل الثاني من دراستنا، توصلت كل من دراسة "ترومان" و"لينبرغ ومادول" إلى انخفاض شفافية بعض أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم مثل صندوق أبوظبي (ADIA) أو الصندوق الكويتي (KIA) والتي توفر القليل من المعلومات حول نشاطها أهدافها أو سياستها الإستثمارية، الأمر الذي قد ينجر عنه تقلبات في الأسواق المالية الدولية. "فقد ينتج عن نقص شفافية صناديق الثروة السيادية ارتفاع تطاير الأسعار في الأسواق المالية في حالة ما تستجيب الأطراف المتعاملة في السوق للإشاعات المتعلقة بالسياسة الإستثمارية للصناديق بمعنى إذا تتبأت الأطراف المتعاملة في السوق أن صندوق سيادي ما سوف يزيد من نسبة استثماراته في قطاع معين، فينتج عن ذلك ارتفاع أسعار أسهم لشركات هذا القطاع، و عليه لتفايدي ذلك لابد على الصناديق السيادية أن تكون أكثر شفافية بمعنى التصريح بكل المعلومات التي تخص أهدافها الإستثمارية، تركيبة محفظتها المالية، واستراتيجيتها الإستثمارية".²

5- تحقيق أهداف غير اقتصادية لصناديق الثروة السيادية

يرى "ترومان" أن معظم صناديق الثروة السيادية الكبرى مبهمة الأهداف الإستثمارية، مما ولد خوف لدى الدول المستقبلية لاستثمارات هذه الصناديق خاصة الدول الصناعية الكبرى (فرنسا، الولايات المتحدة الأمريكية، إيطاليا، الخ)، تمحور هذا الخوف حول أن يكون لهذه الصناديق أهداف غير إقتصادية (تحقيق الربح) من خلال الإستثمار في القطاعات الإستراتيجية والحساسة وبالتالي تهديد الأمن الوطني والإقتصادي للدول المضيفة.

فالطبيعة الإستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق، والطموحات الجيوسياسية لمالكها، والأخطار المحتملة على الأمن القومي، خاصة وأن بعضا من هذه الصناديق مملوكة لدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبته، وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصين، روسيا، فنزويلا وليبيا. ويمكن أن نفهم هذا التخوف بالعودة قليلا إلى الوراء لما فازت شركة اتحاد موانئ دبي في ماي 2006 بإدارة ستة موانئ أمريكية؛ إذ كان هناك رد فعل حاد وعنيف من الكونغرس دفع

¹ - هشام حنضل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص35.

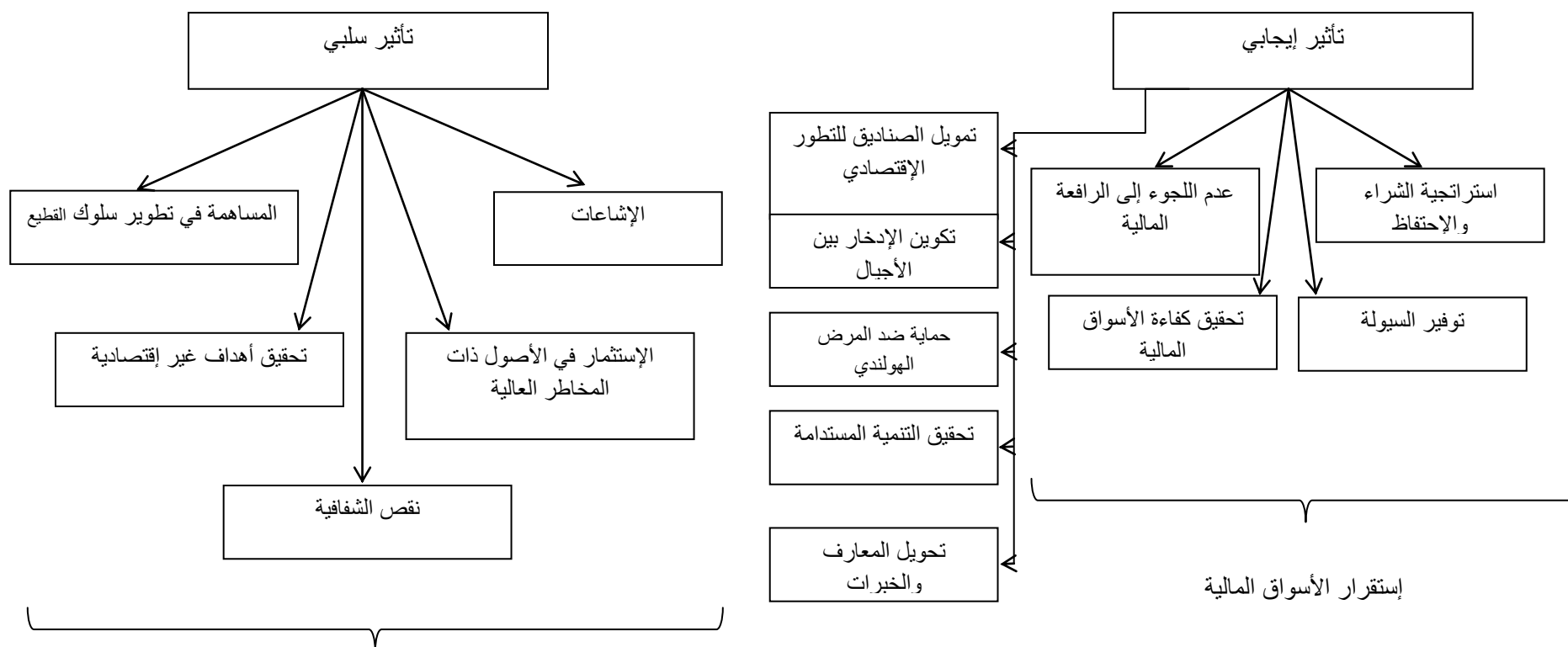
² - أحسن مثال على ذلك هو الصندوق النرويجي الذي يصرح بكل هذه المعلومات و حتى بميزانيته.

² - De Nederlandsche Bank Quarterly Bulletin, une menace pour la stabilité financière ? revue problèmes économiques, 2 juillet 2008, N°2951 p 19.

بها إلى التخلي عن الصفقة. كما قامت هيئة الإستثمار الكويتية في أواخر الثمانينيات من القرن العشرين عندما طرحت أسهم بريتيش بتوليم للبيع في إطار سياسة الخصخصة التي انتهجتها آنذاك حكومة تانتشر، بشراء حصة بلغت % 22 من رأسمال الشركة لتصبح هيئة الإستثمار الكويتية أكبر مساهم فيها، مما أثار القلق ودفع لجنة الإحتكارات والإندماجات البريطانية إلى القيام بتحقيق نجم عنه مطالبة هيئة الإستثمار الكويتية بتقليص حصتها إلى أقل من % 09.9 بحلول أكتوبر 1989.¹ وعليه تصدر الدول المضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية قوانين وتشريعات من شأنها أن تؤثر على حرية انتقال رؤوس الأموال وبالتالي إعاقاة تطور النظام المالي العالمي، والإخلال باتفاقية تحرير الخدمات المالية . ومن خلال كل ما سبق ذكره يمكن تلخيص أهم قنوات تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي في الشكل التالي:

¹ - كمال العقريب، مرجع سبق ذكره، 131.

الشكل رقم (3-24): أهم قنوات تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي



المصدر: من إعداد الباحثة

خاتمة الفصل

يتفق معظم الإقتصاديين على عدم وجود تعريف واضح ومتفق عليه لعدم الإستقرار المالي فالكثير من الإقتصاديين يناقشون مفهوم الإستقرار المالي وعليه يعتبرون عدم الإستقرار المالي بأنه الحالة التي يكون فيها غياب الإستقرار المالي والذي بدوره يعبر عن ذلك الإضطراب الذي يحدث في الأسواق المالية مؤدياً إلى ارتفاع المخاطر، كما ينتج عن عدم الإستقرار المالي صعوبات في سير المؤسسات المالية والأسواق الرأسمالية.

لقد نتج عن الأزمات المالية المتتالية مثل أزمة الأرجنتين، البرازيل وجنوب شرق آسيا، ضرورة تجميع القوى الدولية الناشطة في المجال المالي، لإيجاد آليات تحقيق الإستقرار في الأنظمة المالية، ومدى تحملها للصدمات والأزمات، وهذا ما تحاول القيام به مجموعة من المنظمات الدولية مثل منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية، بنك التسويات الدولية، ومجلس الإستقرار المالي. ومع تنامي حجم أصول وعدد صناديق الثروة السيادية في الساحة المالية العالمية ازداد تأثير هذه الصناديق على الإستقرار المالي. وعليه يتفق العديد من الخبراء على دور صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي، بمعنى مساهمة هذه الصناديق في السير الحسن للأسواق المالية الدولية، التوزيع الكفء ما بين الدول للفوائض المالية المترتبة عن المواد الأولية، والزيادة في السيولة في الأسواق وخاصة خلال فترة الإضطرابات، كما تساهم من خلال التنوع في استثماراتها، في زيادة كفاءة الأسواق وانخفاض تقلباتها، وعليه بإمكان صناديق الثروة السيادية تحقيق الإستقرار المالي من خلال تجنب خطر تضخمي في حالة ارتفاع احتياطي صرف الدولة المالكة للصندوق، كما تعتبر هذه الصناديق قادرة على امتصاص الفوائض المالية، بمعنى القدرة على استعمال احتياطي الصرف في إطار إقتصاد محلي يميل إلى الإستهلاك.

إضافة إلى كل ذلك يساهم إنتهاج الصناديق السيادية لاستراتيجية الشراء والإحتفاظ باستقرار أسعار الأصول المالية، غير أن ميل بعض الصناديق إلى سلوك القطيع، إضافة إلى نقص شفافيتهما واستثمارها في الأصول ذات مخاطر قد يدعم عدم الاستقرار المالي. وقبل محاولتنا لدراسة دور صناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري، ارتأينا قبل ذلك التعرف على هذه الأزمة، وهذا ماسوف نحاول دراسته في الفصل الموالي.

تمهيد الفصل

شهد الإقتصاد العالمي في السنوات القليلة الماضية أزمة مالية عنيفة، سميت بأزمة الرهن العقاري أو أزمة القروض عالية المخاطر، حيث نتج عن التوسع في منح قروض عالية المخاطر وعدم قدرة المقترضين على سداد ديونهم تكبد الكثير من المؤسسات المالية الأمريكية بالدرجة الأولى خسائر ضخمة جدا والتي أدت إلى إفلاس الكثير منها. كما نتج عن ارتفاع معدلات الفائدة وانخفاض حجم الائتمان وتراجع الإستهلاك إلى دخول الإقتصاد الأمريكي في الركود. ومن ثم تحولت الأزمة من مجرد أزمة مالية إلى أزمة إقتصادية من خلال إمتدادها إلى كافة المتغيرات والوحدات الإقتصادية المختلفة. وعليه تعتبر الأزمة المالية التي اندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية من أخطر الأزمات التي شهدتها النظام الرأسمالي منذ أزمة 1929 ، وقد تفوقها في الحجم وفي سرعة انتقالها إلى مختلف دول العالم، وذلك بفضل العولمة، ومن خلال ما أنتجت من روابط تجارية وروابط بين الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وباقي دول العالم.

وعليه جاءت هيكلية هذا الفصل في ثلاثة مباحث، يهتم الأول بدراسة جذور أزمة الرهن العقاري بداية بالتفسير النظري للأزمة، ثم التعرف على معنى السوبرايم(القروض عالية المخاطر)، تطور سوق الرهن العقاري، والأسباب الحقيقية وراء نشوب الأزمة، أما المبحث الثاني فسوف نتناول فيه تأثيرات أزمة الرهن العقاري على مختلف دول العالم وكذا مختلف المتغيرات المالية والإقتصادية، وأخيرا نتناول في الفصل الثالث أهم الحلول التي جاءت بها بعض الدول والمنظمات للخروج من الأزمة.

المبحث الأول: جذور أزمة الرهن العقاري وأسبابها

حتى يتسنى لنا معرفة طبيعة أزمة الرهن العقاري يجب التعرف بداية هذا المبحث على التفسير النظري لها، وكذا تعريف قروض عالية المخاطر (Subprime)، إضافة إلى تطور سوق الرهن العقاري وتحذيرات بعض الإقتصاديين من الأزمة، ثم نقوم بسرد أهم أسباب انفجار الأزمة سبتمبر 2008 والمتمثلة في الأسباب على المستوى الإقتصاد الجزئي و أخرى على مستوى الإقتصاد الكلي.

المطلب الأول: التفسير النظري لأزمة الرهن العقاري

قبل عرضنا لتفسير إيمان مانسكي لأزمة القروض عالية المخاطر سنحاول تعريف هذه الأخيرة.

1- تعريف قروض عالية المخاطر "Subprime"¹

قررت مؤسسة أمريكية سنة 1990 جمع أقصى معلومات حول ديون الأمريكيين (مثل حجم القروض، التأخير عن السداد، عدد و نوع القرض)، ليتم فيما بعد توليف كل هذه المعلومات في صنف يرمز له بـ (FICO) الذي يتم حسابه يومياً حسب سلوك المستهلك للقرض. و هنا يمكن أن نتساءل حول طريقة احتساب هذا الصنف.

ففي البداية يعطى رقما كبيرا للمستهلك الذي يقترض كثيرا، لأن النظام الأمريكي يعتبر القروض مقيمة، هذا يعني أن المستهلك يساهم في النمو الإقتصادي، يليه حذف أرقام إذا لم يحترم المقرض شروط الإقراض. أما بالنسبة للأجانب، لا يمنح لهم قروض إلا إذا حصلوا سابقا على قرض، لذا ينشئ البنك قروضا اصطناعية (Prêts factices)، يضع الأجانب الأموال في الصندوق ثم يقترضونها، مما يسمح بتسجيل العديد من الصفقات الوهمية في مكاتب الائتمان.

و في سنة 1996 تم استعمال أصناف "FICO" من طرف أجهزة الإقراض الأمريكية كمؤشر للدلالة على ملاءة المقرض، تتراوح قيمتها ما بين 350 و 900، و عليه يمكن تصنيف المقرضين الأمريكيين إلى فئتين:

- قروض عالية الضمان (Prime): و هو المقرض ذو ملاءة مالية و بدون مخاطرة يتجاوز صنفه 620.
- قروض عالية المخاطر (Subprime): هو نوع من القروض العقارية الأمريكية الممنوحة للمقرضين ذوي الملاءة المالية المشكوك فيها، والتي يمكن أن تكون غير معروفة من قبل الجهاز المصرفي، وفي أغلب الأحيان لا تخضع المؤسسات المانحة لقروض عالية المخاطر "Subprime" للقوانين البنكية.

¹ - Montialoux Claire et Zucman Gabriel, comprendre la crise des subprime, rapport regards croisés sur l'économie, disponible sur internet, 15-4-2008, pp212-214.
http://www.rce-revue.com/files/Subprime3.pdf

كما يتم تصنيف مقترض ضمن هذه الفئة إذا انخفض صنفه عن 620، و في هذه الحالة يعتبر المقترض ذا مخاطر كبيرة جدا و مشكوكا فيه.

فيما يخص النوع الثاني من القروض لا يمتلك المستهلك حسابا ودفتر شيكات في البنوك المحلية، أي أن حصوله على قرض يكون بطريقة مخالفة للعادة، بمعنى أنه يمنح له قرض من قبل سماسرة تعمل بدون ترخيص وعن طريق الإتصالات الهاتفية. هدفها الوحيد هو الحصول على عمولة عن طريق إقراض الخواص (قروض قصيرة الأجل) ثم إعادة بيع العقود للبنوك.

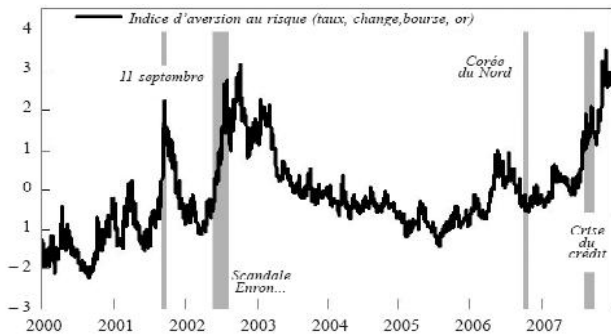
ورغم أن القروض عالية المخاطر "Subprime" إلا أنها لم يهتم بها من قبل النظام المالي الأمريكي للأسباب التالية:

- عدم اهتمام السماسرة بمستقبل القروض فيهتمون فقط بالعمولة، كما أن البنك لا يحصل على عمولة بل على رسوم الخدمة (مثل فتح الملف، التسيير)
- عدم اهتمام البنوك التي تقوم بإعادة شراء قروض السوبرايم بالمخاطر نظرا لقدرتها على توريقها لاحقا أي بيعها لمؤسسات والستريت "Wall street" و كذا مؤسسات الرهن العقاري العمومية "Fannie Mae" و "Freddie mac".
- عدم اهتمام المستثمرين بالمخاطر عند شراء القروض التي سبق توريقها، باعتبارها معقدة و مبهمة للعديد من المستثمرين.

2- تفسير ايمان مانسكي للأزمة

يشير ايمان مانسكي (1996 - 1999) في كتابه (stabilizing an unstable economy) الذي صدر سنة 1986 إلى نظرية الأسواق المالية، والتي تفسر بوضوح ما حدث خلال أزمة الرهن العقاري، فحسب مانسكي تفسر أزمة الرهن العقاري كما يلي:¹

الشكل رقم (4-25): منحني التهرب من المخاطرة



Source; Artus Patrick et autres, la crise des subprimes, la documentation française, paris, 2008, p18.

في فترة الرواج الإقتصادي تفقد الأعوان الإقتصاديون (البنوك، المؤسسات والمستهلكين) الإحساس بالخطر، مما يؤدي إلى انخفاض التهرب من المخاطرة (أنظر الشكل المقابل)، لذا يتعمدون في زيادة المخاطرة بهدف رفع العائد، وكنيجة للمنافسة ما بين البنوك تحاول هذه الأخيرة استحداث منتجات مالية جديدة. وفي هذه الحالة يميز مانسكي ما بين ثلاث فئات من المقترضين:

رائد الدين.

¹ - Brauberger Gerald, la crise financière expliquée par hyman minsky, revue problèmes économiques, N2935, 21 novembre 2007, pp'47-48.

• **الفئة الثانية:** المضاربون ، و تمثل هذه الفئة أكثر مخاطرة مقارنة بالفئة الأولى و أقل مخاطرة بالفئة الثالثة ، فهذا النوع من المقترضين لا يستطيعون الوفاء بالتزاماتهم إلا إذا قاموا بتصفية أصولهم النقدية أو عن طريق الحصول على قرض جديد.¹

• **الفئة الثالثة:** تسمى هذه الفئة حسب مانسكي مديني بانزي (Débiteurs ponzie)، والتي يقصد بها المؤسسة أو الفرد الذي يعتبر فقيرا جدا ليس فقط لتسديد أصل الدين ولكن حتى لتسديد الفوائد، فأمله الوحيد هو ارتفاع قيمة الأصول التي بحوزته، وهذه هي حالة كل الأمريكيين ذوي الوضعية المالية الرديئة ومالكي العقارات بواسطة قرض رهن عقاري، عكس توقعاتهم، لم ترتفع عقاراتهم وليس لهم أية وسيلة لتسديد ديونهم.

يرى مانسكي أن الأزمات المالية الخطيرة تتطلب تدخل الدولة (التأثير بالمدسة الكينزية) سواء عن طريق تدخل البنك المركزي، سلطات الرقابة أو الوزارة المالية، فحسب هذا الاقتصادي لا يمكن للبنوك الخروج من الأزمة بدون تدخل الدولة، فتضعف تدخل البنوك المركزية يوضح جيدا توافق نظرية مانسكي مع أزمة الرهن العقاري.

المطلب الثاني: تطور سوق الرهن العقاري وتحذيرات بعض الإقتصاديين من الأزمة

تمخض عن التطور الكبير في حجم قروض الرهن العقاري وخاصة في حجم قروض عالية المخاطر (Subprime) إلى تنبؤ الاقتصاديين للأزمة، وهذا ما سنتناوله في هذا المطلب.

1-تطور سوق الرهن العقاري الأمريكي: قبل سنة 1938 كان سوق العقار الأمريكي يتكون من مؤسسات الودائع الخاضعة للرقابة كالبنوك وجمعيات القروض والإدخار، حيث تقرض هذه المؤسسات الأفراد وتحفظ بهذه القروض في محافظها، وبالتالي تتحمل مخاطر الائتمان، السيولة والسوق.

ولتوفير المزيد من السيولة لهذا القطاع، قرر الرئيس الأمريكي روزفلت "Rosvelt" إنشاء في سنة 1938 الجمعية الفدرالية الوطنية للرهن العقاري، والمعروفة بشكل أكثر شيوعا باسم "فاني ماي" "Fannie Mae"، وقد كانت هذه المؤسسة مملوكة كليا للدولة التي كانت تقوم بشراء قروض الرهن العقاري من المؤسسات المانحة لتلك القروض باعتبارها قادرة أكثر على تحمل مخاطر السيولة والسوق من البنوك لأنها تتحصل على القروض طويلة الآجال، بالإضافة إلى تسييرها الجيد لمخاطر الائتمان بسبب تنوع محفظتها العقارية على المستوى المحلي.² يتمثل الدور الرئيسي لهذه المؤسسة فيما يلي:¹

¹ - Jean-Guy Degos, Instabilité financière et risques non assumés : relire Minsky, Kindleberger et Mandelbrot, Colloque " risques et esperances à l'ère des crises" hammamet Tunisie, 15-16 decembre 2013, p4.

² - Doll Randall, subprime; topographie d'une crise, revue finances et développement, vol 44, N°3, decembre 2007, p15.

- شراء القروض العقارية التي تصدرها البنوك .
- إصدار سندات مضمونة برهونات عقارية "MBS" (Mortgage Backed Securities) مقابل مجموعة من ديون الرهن الممنوحة من طرف البنوك.

غير أنه لم تكن تقوم هذه الجمعية بشراء جميع القروض بل تلك التي تتوافر فيها معايير معينة، وهي قروض الرهن من الدرجة الأولى. سجلت جمعية فاني ماي نتائج ممتازة في سنوات الستينيات، بحيث كانت القروض التي تمنحها لتمويل شرائها لقروض الرهن العقاري تمثل جزءا من الديون الأمريكية، وبهدف التخلص من هذه الديون، تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري الأمريكي سنة 1968 في عهد الرئيس جونسون، بحيث تم استحداث مؤسسة أخرى عرفت باسم جيني ماي "Ginnie Mae" للإشراف على الرهون العقارية المضمونة من قبل الحكومة، كما تم خصخصة مؤسسة فاني ماي وبذلك انتقل جزء كبير من عمليات الإشراف في هذا القطاع من الحكومة الفدرالية إلى القطاع الخاص.²

وفي عام 1970 قامت مؤسسة جيني ماي بتوريق تلك القروض التي بحوزتها ليسهل تداولها في السوق الثانوية وليتم كذلك نقل مخاطر السوق إلى المستثمرين الذين يقدمون على شراء هذه الأصول. و بما أن الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية مضمونة من قبل شركة "Gennie Mae" فتعتبر حاملة تصنيف الحكومة الأمريكية و لذلك تمنح للمستثمر إحساسا بالثقة بأن الأقساط المستحقة للدفع على الرهن العقاري ستسوى في موعدها.

إضافة إلى ذلك، تم إنشاء مؤسسة أخرى سنة 1970 باسم فريدي ماك "Freddie Mac" بهدف توريق قروض الرهن التقليدية، وكذا بغرض توفير مناخ المنافسة لمؤسسة فاني ماي التي خصصت حديثا. ومع مرور الوقت استطاعت هاتان المؤسساتان "Freddie Mac, Fannie Mae" جذب رؤوس أموال ضخمة لقطاع الرهن العقاري وذلك من خلال شراء قروض الرهن العقاري من الدرجة الأولى والإحتفاظ بها وتسنييد القروض الأخرى ذات المخاطرة.

تهيمن هذه المؤسسات الثلاث الضخمة (مؤسسات إعادة تمويل الرهني)، واحدة منهما عمومية "Gennie Mae"، واثنان خاصتان، رخص لهما من قبل الدولة "Fannie Mae" و "Freddie Mac" على سوق الرهن العقاري الأمريكي، حيث تعمل هذه المؤسسات على شراء (قروض) ديون البنوك ثم تحويلها إلى أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية.³

كانت تمتلك مؤسسة "Fannie Mae" و "Freddie Mac" قروضا تقدر بـ 740 مليار دولار والتي وصل حجمها إلى حوالي 1250 مليار دولار سنة 1995، والذي تجاوز 2000 مليار دولار سنة 1999،

¹ - Beltas Abdelkader, la titrisation, édition légende, Alger, 2007, p44.

² - Doll Randall, op cit, p15.

³ -Aveline-Dubach Natacha, immobilier; l'asie, la bulle et la mondialisation, CNRS édition, paris, 2008, p104.

و 4000 مليار دولار سنة 2005، وفي عشية تأميمهما (7 سبتمبر 2008) كانت محفظتهما تقدر بـ 5400 مليار دولار أي حوالي 45% من مجموع القروض العقارية الأمريكية.¹

2- تحذيرات بعض الإقتصاديين لأزمة الرهن العقاري

تنبأ الكثير من خبراء الإقتصاد وقوع أزمة مستقبلا في الدين العام للو.م.أ و من ثم وقوع الإقتصاد الأمريكي في ركود إقتصادي. غير أنه أثبتت العديد من الدراسات التي صدرت من طرف الإحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) أن ارتفاع قيمة الأصول العقارية يرجع إلى تغير في قيمة الأساسيات الإقتصادية الكلية، كما صرح الرئيس السابق للإحتياطي الفيدرالي الأمريكي "Alan Greenspan" سنة 2004 بأن احتمال إنخفاض شديد في سوق الرهن العقاري الأمريكي قليل جدا نتيجة حجمه من جهة و تنوعه من جهة أخرى"، والذي يضيف سنة 2005 : " حتى وإن انخفضت أسعار العقارات لا يكون لها أي آثار كبيرة على مستوى الإقتصاد الكلي" مضيفا خلال نفس السنة مساهمة الأدوات المالية المعقدة في تطوير القطاع المالي وجعله أكثر فعالية عما كان عليه أكثر من ربع قرن². و عليه شجعت هذه التصريحات الأعوان الإقتصاديين على الإستثمار أكثر، الأمر الذي أدى إلى زيادة ارتفاع أسعار العقارات.

كما توصلت دراسة "Federal Reserve Bank of Boston" أنه طالما تستمر أسعار العقارات في الإرتفاع فسيستوفي المقرضون بالتزاماتهم، و عليه في ظل إقتصاد مستقر لا يعتبر الإقراض خطرا.³

وعليه رغم عدم قدرة الإقتصاديين معرفة فترة انفجار الأزمة بالضبط إلا أنهم استطاعوا التنبؤ بها، و من بين أهم الخبراء الإقتصاديين الذين تنبؤوا بالأزمة نذكر منهم: "Paul Krugman" الذي كان متخوفا من تكوين فقاعة مضاربة سنة 2003، و الإقتصادي "Roubini" الذي تنبأ كذلك بوقوع الإقتصاد الأمريكي في الأزمة والذي يشرحها من خلال إثنا عشرة مرحلة و المتمثلة في ما يلي:⁴

- حدوث أكبر ركود عقاري في الو.م.أ ، مع تدهور أسعار العقارات بـ 20% أو 30% ، و عليه تتواجد عشرة ملايين عائلات في حالة ملكية سلبية، و هذا ما يدفعهم إلى التنازل عن ثرواتهم؛
- تكبد خسائر جديدة تفوق التوقعات الأولية في قروض "Subprimes" حيث يقدر بنك "Goldman" Sachs الخسائر في القروض الرهن العقاري بـ 400 مليار دولار و لكن إذا إنخفض سعر العقار بأكثر من 20% فستكون قيمة الخسائر أكبر، و هذا ما سوف يخفض قدرة البنوك على منح القروض؛

¹ - Warde Ibrahim, op cit, pp 69.

² - IDEM.

³ - Paul Krugman, Sortez-nous de cette crise...Maintenant !, édition Flammarion, France, 2012, p60.

⁴ - Martin Wolf, Crise financière : le krach parfait, Financial Times, 21 février 2008, pp' 1-2.

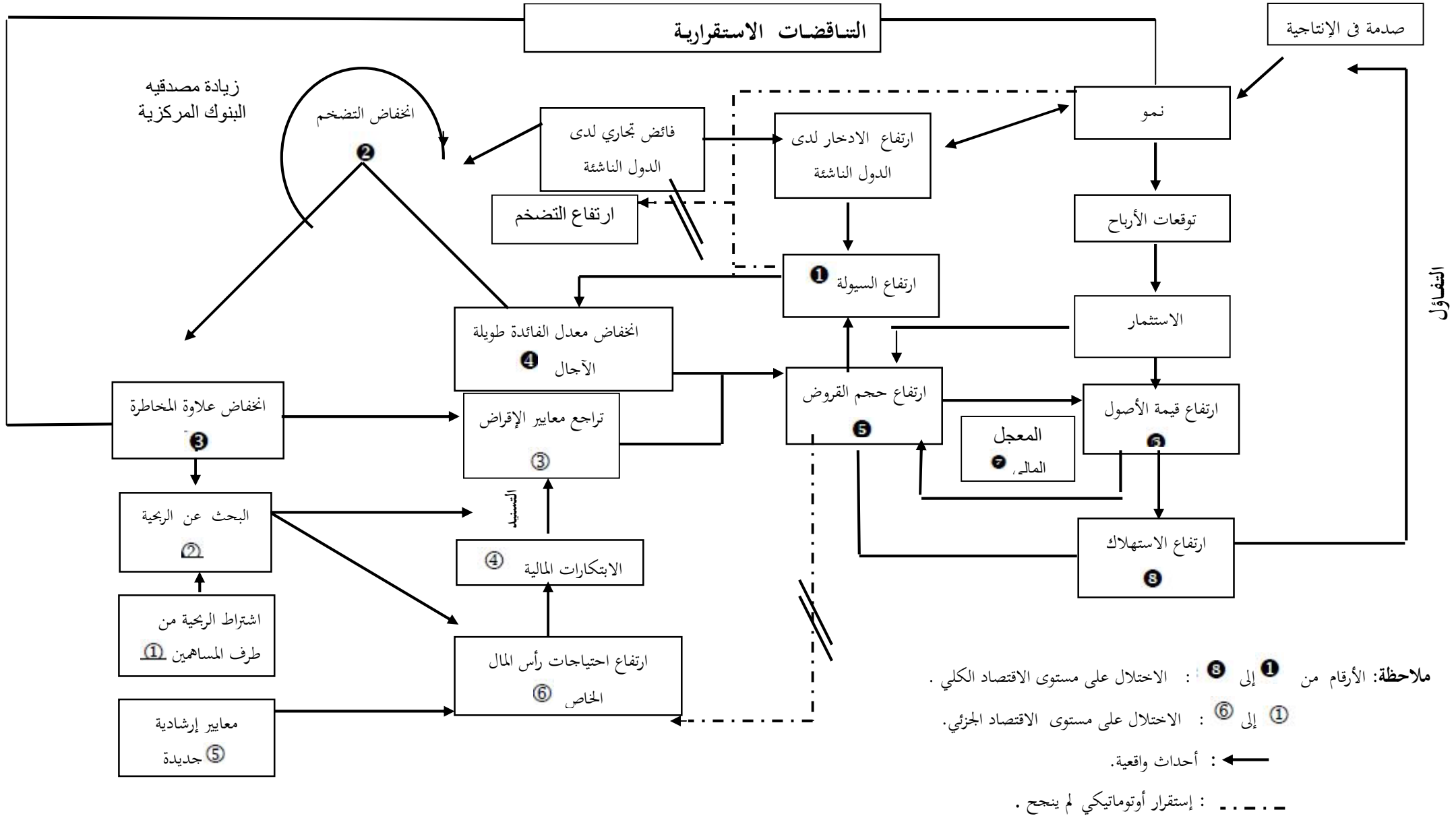
- ظهور خسائر ضخمة في القروض - غير مضمونة- مثل قروض بطاقة الإئتمان ، قروض سيارات، و عليه امتداد تراجع حجم القروض (Crédit Crunch) * من القروض العقارية إلى جزء كبير من قروض الاستهلاك؛
 - تدهور التقييم المقدم إلى شركات التأمين والتي لا تستحق علامة AAA، و التي يرافقها تدهور بقيمة 150 مليار دولار في الأوراق المالية المدعومة بأصول؛
 - انهيار القطاع العقاري التجاري؛
 - إفلاس أحد أكبر البنوك الوطنية؛
 - ظهور خسائر ضخمة في عمليات الشراء بالإقتراض LBO؛
 - تؤدي موجة من عجز المؤسسات إلى خسائر ضخمة، بحيث يمكن أن تصل الخسائر إلى 210 مليار دولار، و التي قد تمتد هذه الخسائر إلى إفلاس بعض شركات التأمين؛
 - تدهور النظام المالي ، و خاصة صناديق الإستثمار، مع صعوبة معالجة هذه الأخيرة و ذلك لعدم قدرتها على الحصول على قروض من البنوك المركزية؛
 - إستمرار تدهور أسعار الأسهم ، و إفلاس صناديق المضاربة ؛
 - انخفاض حاد في السيولة في عدد كبير من الأسواق المالية، بما في ذلك السوق ما بين البنوك والأسواق النقدية و الناتجة عن أزمة ثقة؛
 - دخول الإقتصاد في حلقة مفرغة من الخسائر، انخفاض السيولة، تقلص حجم القروض، و بيع استعجالي للأصول المقيمة بأقل من قيمتها الأساسية.
- و عليه حسب الإقتصادي "Roubini" يسجل الجهاز المالي خسائر بـ 1000 مليار دولار و يدخل الإقتصاد في ركود و الذي يستمر فترة زمنية طويلة، مؤكدا أنه لا يستطيع الإحتياطي الفدرالي الأمريكي FED تفادي الأزمة، و بالفعل هذا ما حدث حيث انهار الجهاز المالي الأمريكي و امتدت الأزمة إلى كثير من دول العالم وحتى إلى القطاع الحقيقي.

المطلب الثالث: أسباب أزمة الرهن العقاري

إن الأسباب التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري لم تحدث بصفة خطية أو حتى متسلسلة بل العكس، اجتمعت فيها مجموعة من الإختلالات على مستوى الإقتصاد الكلي وأخرى على مستوى الإقتصاد الجزئي مما يعقد التحديد الدقيق لأسباب هذه الأزمة ولكن سوف نحاول الإحاطة بأهم هذه الأسباب في الشكل التالي:

* يقصد بـ Credit Crunch Resserrement du Crédit إلى التراجع الكبير في حجم القروض الممنوحة والذي يمكن أن يكون راجع إلى انخفاض السيولة في الأسواق كما يمكن أن ينتج عن تخوف البنوك من مخطر عدم الوفاء العميل بالتزاماته مما يدعم

المخطط رقم 4-26: أسباب أزمة الرهن العقاري



Source : Patrick Artus et autres, la crise des subprimes, op cit, p60.

1- اختلالات على مستوى الاقتصاد الكلي

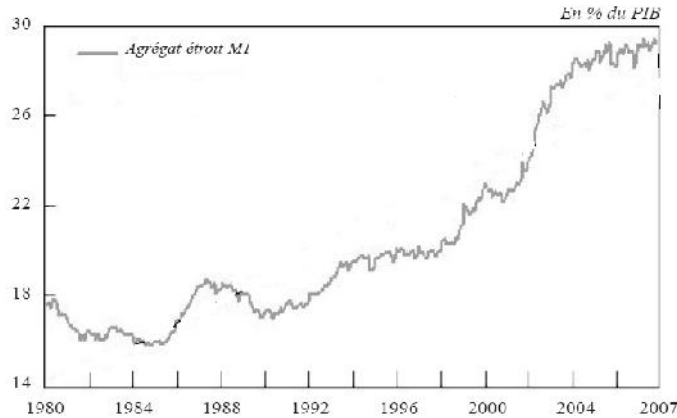
يرى مانسكي أن الأزمة تهيئ في ظل إستقرار الأوضاع الإقتصادية، حيث سميت هذه الحالة بالتناقضات الإستقرارية (paradoxe de la tranquillité)، فالأزمة التي انفجرت عام 2007 تضاعفت فيها التناقضات الإستقرارية بالتناقضات المصدقية (paradoxe de la crédibilité)، ويرجع سبب ذلك إلى النتائج الجيدة التي تحققت لتخفيض التضخم مما أدى إلى زيادة مصداقية البنوك المركزية، فترتب عنه انخفاض علاوة المخاطرة (les primes de risque)، حيث كانت الأسواق تتأقلم مع فعالية السياسة ضد التضخم للبنوك المركزية، التي يليها البحث المستمر عن الربحية .

تشير نظرية المديونية لايرفين فيشر "Irving Fisher" (1933) أن الأزمة تبدأ بصدمة في الإنتاجية، ذات النتائج الإيجابية على النمو الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع توقعات الأرباح ومن ثم زيادة الإستثمارات وبالتالي حجم القروض. وهنا نجد العديد من ميكانيزمات الإستقرار الذاتي، فارتفاع حجم القروض يؤدي من المفروض إلى ارتفاع السيولة وبالتالي إلى سياسة نقدية انكماشية (ارتفاع معدلات الفائدة)، مما يدفع بالبنوك إلى تقييد عرضها للقروض كنتيجة لارتفاع احتياجاتها لرأس المال الخاص¹، إلا أنه في هذه الحالة لم يحدث الاستقرار الأوتوماتيكي بل حدث مايلي:

1-1-وفرة السيولة العالمية: ¹ يمثل ارتفاع حجم السيولة على المستوى العالمي نقطة بداية الأزمة. كان وراء هذا الارتفاع عاملان هما:

- العامل الخارجي: ارتفاع كبير ومستمر لاحتياطات الصرف خاصة خلال السنوات الأخيرة في البنوك المركزية لدى الدول الناشئة خاصة الصين (أنظر الشكل المقابل). كما قد تلجأ بعض الدول الناشئة مثل الصين بهدف الحد من انخفاض قيمة الدولار إلى إتباع الطريقة التالية:

الشكل رقم (4-27): تطور حجم السيولة



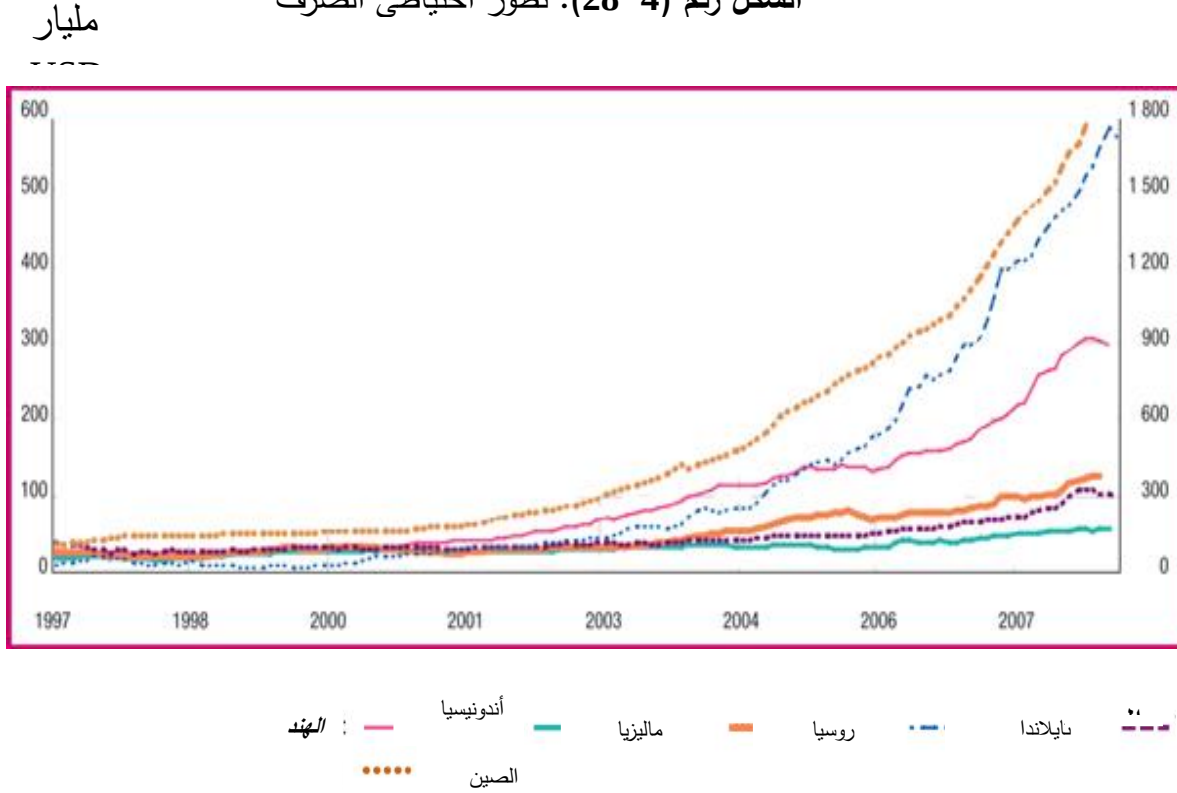
SOURCE; Artus Patrick et autres, la crise des subprimes, op cit, p 14.

¹- Artus Patrick et autres, la crise des subprimes, op cit, p 13.

* يرجع سبب ارتفاع احتياطات الصرف إلى الفائض الكبير والمستمر للميزان التجاري بالإضافة إلى ارتفاع نسبة الادخار في الدول التي تشهد ارتفاع في معدلات النمو منذ عدة سنوات .

شراء أصول مالية بالدولار الأمريكي (USD) مثل السندات الحكومية الأمريكية عن طريق الإصدار النقدي للعملة المحلية (CNY)، ثم استعمالها في شراء الدولار في سوق الصرف من مصدر صيني مثلا، التي تستعمل فيما بعد في شراء أصول ووضعها في الإحتياطي، الأمر الذي يساهم في ارتفاع احتياطيات الصرف من جهة والسيولة المحلية من جهة أخرى.¹ والشكل التالي يبين تطور احتياطي صرف الدول الناشئة.

الشكل رقم (4-28): تطور احتياطي الصرف



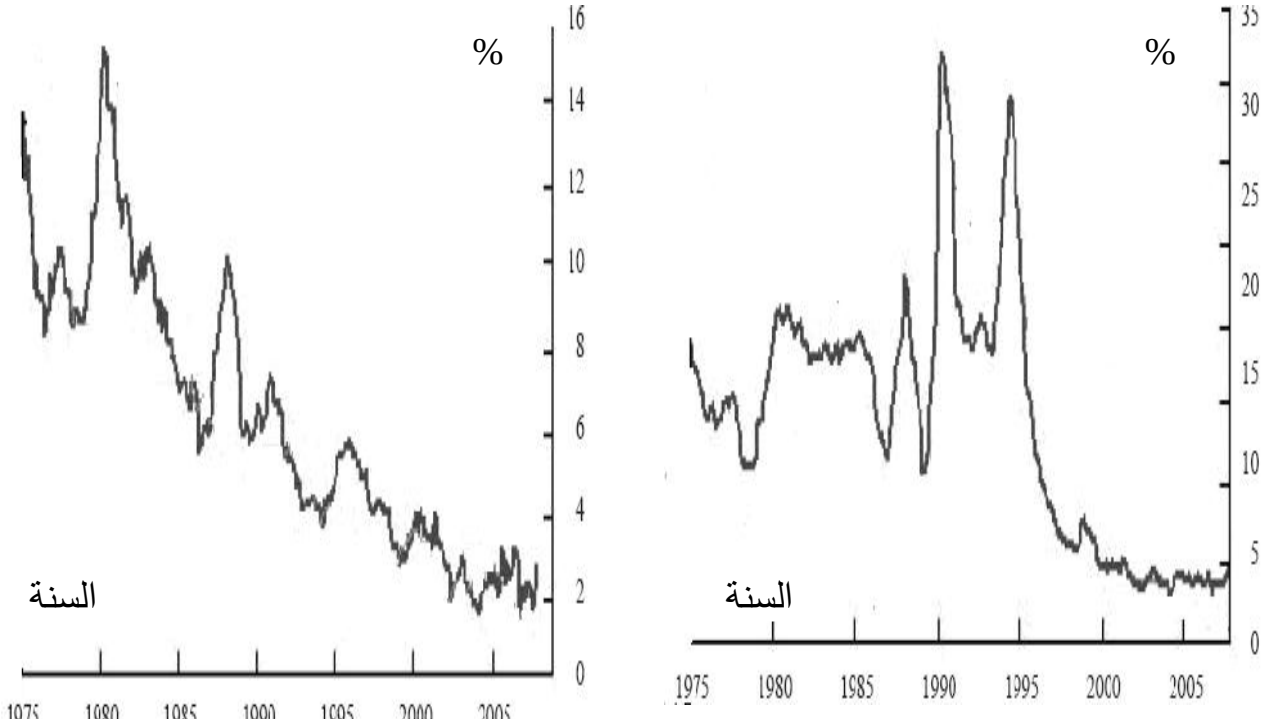
Source; banque de France, focus op cit, p10.

• العامل الداخلي: و على رأسه ارتفاع حجم القروض بسبب انخفاض معدلات الفائدة والإبتكارات المالية الجديدة.

1-2-انخفاض التضخم² : إن الإرتفاع الكبير لحجم السيولة لم يرافقه إرتفاع التضخم بل العكس، حيث إنخفض التضخم من 12 إلى 5 % خلال عشر سنوات الأخيرة، وحتى بالنسبة للدول منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية التي ساهمت في زيادة مصداقية السياسة ضد التضخم للبنوك المركزية. وهذا الذي يوضحه الشكلان التاليان:

¹ - Artus Patrick, que devraient faire aujourd'hui les banques centrales, Revue regards croisés sur l'économie, n°3, op cit, P226.

الشكل رقم (4-29): تطور معدلات التضخم في العالم
الشكل رقم (4-30): تطور التضخم في دول OCDE



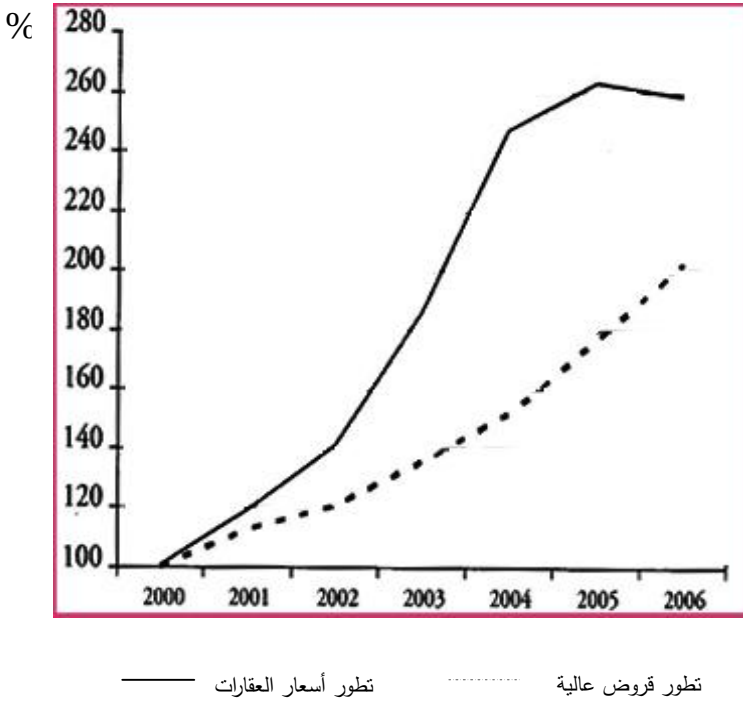
SOURCE; Artus Patrick et autres, la crise des subprimes, op cit, p 16.

1-3- انخفاض علاوة المخاطر³: يرجع سبب انخفاض علاوة المخاطرة إلى انخفاض التهرب منها، ولكن في بداية سنة 2007 تجاوزت هذه الأخيرة ما كانت عليه في سبتمبر 2001 نتيجة انفجار الأزمة. فارتفاع السيولة أدت بالأعوان إلى البحث عن أصول ذات مخاطر أعلى للحصول على عائد مرتفع.

1-4- انخفاض معدلات الفائدة طويلة الآجال⁴: ساهم انخفاض التضخم من جهة وعلاوة المخاطرة من جهة أخرى في انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل. كما ساهمت هذه الأخيرة في زيادة حجم القروض⁵ في سياق غير تضخمي.

يرجع سبب انخفاض التضخم إلى الركود الاقتصادي في سنة 2001 مما أدى إلى عدم الإستغلال الجيد لعوامل الإنتاج من جهة والمنافسة من طرف الدول الناشئة ذات الدخل الفردي الضعيف من جهة أخرى الأمر الذي ساهم في زيادة النمو غير التضخمي.

الشكل رقم (4-31) : تطور قيمة قروض عالية المخاطر



1-5- ارتفاع قيمة الأصول:

إذا كان ارتفاع السيولة لم يؤثر على أسعار السلع والخدمات فهذا لا ينطبق على قيمة العقارات التي عرفت ارتفاعا مستمرا منذ سنة 2003 (أنظر الشكل المقابل)، لذا كان هناك تخوف بعض الاقتصاديين لاحتمال تكوين فقاعة مضاربة، ولكن العديد من الدراسات صدرت من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) وسان فرانسيسكو أثبتت أن ارتفاع قيمة الأصول العقارية يرجع إلى تغير في قيمة الأساسيات .

Source; Lacroix Marc-Antoine, la crise des subprimes aux états unis: crise ponctuelle ou fin d'un cycle, 14^{ème} édition, association d'économie financière, , paris, 2008, p52.

كما أن ارتفاع قيمة الأصول العقارية تشجع زيادة حجم قروض الرهن العقاري بما أن القروض مرهونة بأصول عقارية "المعجل المالي" (Accélérateur Financier).⁷ إضافة إلى ذلك يشجع ارتفاع قيمة الأصول زيادة الاستهلاك⁸ الناتج عن تفاؤل الأفراد لارتفاع النمو الاقتصادي. وهذا الذي يسمى بأثر الرفاهية (Effet de Richesse)، ففي الولايات المتحدة الأمريكية ارتفاع قيمة العقارات بـ 100 دولار يؤدي إلى ارتفاع الاستهلاك بـ 2 دولار في المدى القصير و 9 دولارات في المدى البعيد.¹

¹ - Artus Patrick et autres, la crise des subprimes, op cit, p26.

2- أسباب على مستوى الاقتصاد الجزئي

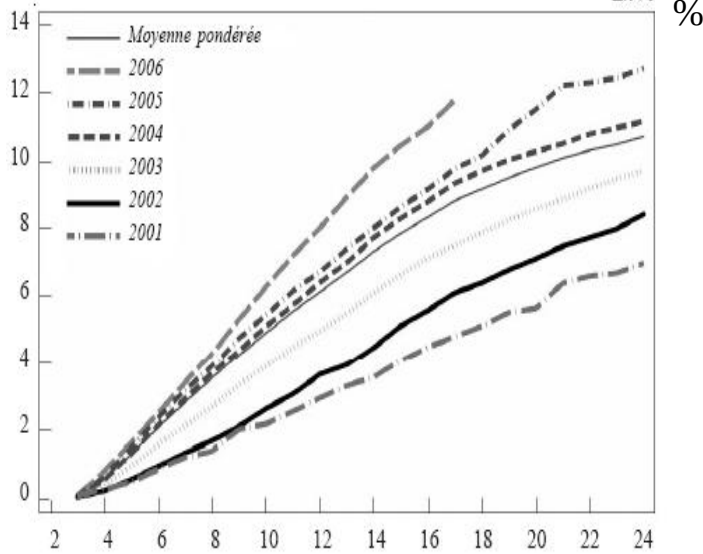
يمكن ذكر حسب المخطط السابق:¹

2-1- اشتراط الربحية من طرف المساهمين^①: بعد تدهور المؤشرات البورصية ابتداء من سنة 2000، اضطر الوسطاء الماليون إلى البحث عن أساليب أخرى لإقناع زبائنهم وتحقيق ربحية عليا^② في ظل المنافسة خاصة مع زيادة دور ووزن المستثمرين المؤسساتيين مع بداية القرن الواحد والعشرين، لذا لجأت البنوك إلى تبني إستراتيجيتين:

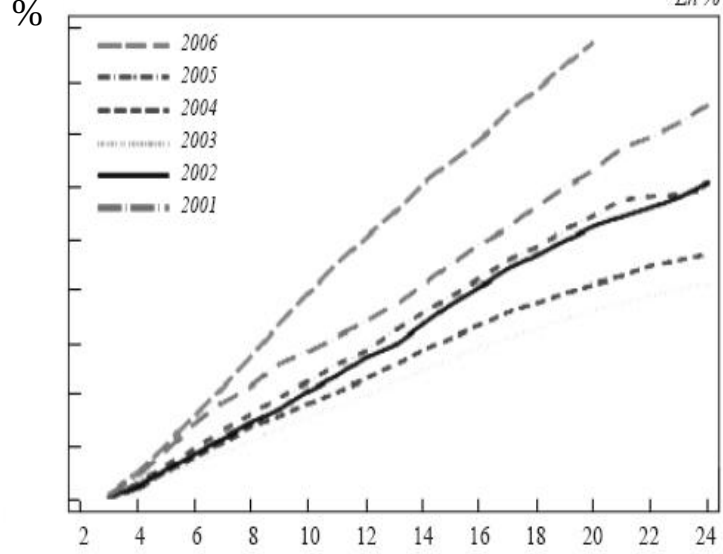
- الأولى: تتمثل في زيادة نشاطهم وتخفيض معايير الإقراض^③.
- الثانية: تتمثل في الابتكارات المالية^④.

2-2- تراجع معايير الإقراض: عادة ما يعتبر سلوك البنوك في منح القروض دوري، فقد نجد استرخاء في تطبيق المعايير في حالة الأوضاع الملائمة، والعكس أي تشديد المعايير عند تراجع الأوضاع الاقتصادية.

الشكل رقم (4-33): معدل التعثر التعديلي



الشكل رقم (4-32): معدل التعثر الفعلي



SOURCE; Artus Patrick et autres, la crise des subprimes, op cit, p 30.

¹ - Artus Patrick et autres, la crise des subprimes, op cit, p27.

المالية والتبادل الأمريكية (Securities & Exchange Commission) وذلك بعدما استبعدتها الكونجرس الأمريكي من قوانين المقامرة في عام 2000.

تتسم هذه الأدوات بأنها غير منظمة بشكل كامل، وكان يتم التعاقد على كثير منها من خلال الهاتف ودون طلب لمستندات تثبت ملاءة المدينين أو تاريخهم الائتماني أو حتى مصادر دخلهم.

ويمكن القول: إن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد هي عقود مالية مشتقة يتم التعاقد عليها من قبل طرفين، الطرف المشتري لها يدفع للطرف البائع مدفوعات دورية ثابتة، ويتلقى من البائع مبلغاً من المال في حال تخلف المدين عن سداد سند الدين المضمون كلياً أو جزئياً.

على الرغم من أن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد مشابهة كثيراً لعقود التأمين التقليدية من حيث دفع الأقساط الثابتة مقابل احتمالية تلقي تعويض مقابل إلا أنها تختلف عنها بما يأتي:

- ليس بالضرورة أن يكون البائع شركة تأمين أو مؤسسة مالية وذلك يزيد من درجة مخاطر هذه العقود.
 - يمكن تداول هذا العقد في الأسواق المالية كأصل مالي آخر.
 - ليس بالضرورة أن يمتلك المشتري لعقد تبادل القروض غير القابلة للسداد هذا الأصل وليس بالضرورة أن يكون متضرراً أصلاً من جراء عدم قدرة المدين بسند الدين المضمون على السداد .
- ومن ثم يمكن أن نستنتج أن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد ما هي إلا عقود مقامرة وليست عقود تأمين. كما أن تطوّر حجم هذه العقود ووصولها إلى أرقام فلكية يعني بالتأكيد أن مجموع قيمها أصبحت أكبر بكثير من مجموع قيم ديون السندات المرتبطة بها ذاتها، على سبيل المثال قدرت الديون المستحقة على مصرف ليمان برادرز عند إشهار إفلاسه بتاريخ 14 سبتمبر 2008 بمبلغ مئة وخمسة وخمسين مليار دولار، في الوقت الذي بلغت فيه عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد المتعلقة بهذه الديون أربعمئة مليار دولار، ذلك لأن الكثيرين ممن اشتروا هذه الأصول لم يكونوا دائنين بتلك الديون وإنما اشتروها بغرض المقامرة.

المبحث الثاني: تداعيات أزمة الرهن العقاري وأبرز ضحاياها

كانت أزمة الرهن العقاري في البداية عبارة عن أزمة الثقة ثم أزمة السيولة التي مست بالدرجة الأولى البنوك، وباعتبار هذه الأخيرة مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بباقي القطاعات، فكان تأثيرها كبيراً جداً. وعليه قبل عرضنا لأهم تداعيات أزمة الرهن العقاري على القطاع المالي والحقيقي ارتأينا التطرق في البداية إلى الآلية التي كانت سبباً في انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري والمتمثلة في التوريق.

المطلب الأول: دور التوريق في انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري

منذ العهد الذي طبق فيه التوريق لأول مرة في سوق قروض الرهونات العقارية، عرفت هذه التقنية مراحل عديدة في سياق تطورها، كما كان لهذه الآلية الدور الرئيسي في انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى درجة أنها

اعتبرت من طرف بعض الإقتصاديين العامل الرئيسي لإنفجار الأزمة وانتقالها إلى باقي دول العالم، وعليه سوف نحاول في هذا المطلب التعرف على التوريق وتطوره وكذا أهم منتجات عمليات التوريق.

1-نشأة وتعريف التوريق:

في البداية نذكر بأن الأوراق المالية المضمونة بأصول، هي أدوات إقراض يتم تداولها وتكون مضمونة بأصل له عائد تمتلكه الشركة المصدرة . بحيث أن هذه الأوراق المالية تتميز بعائد مرتفع، مما يجذب المستثمرين الذين لديهم استعداد لتحمل مخاطر الائتمان والدفع مقدما.

ظهرت أول عمليات التوريق في الـ 1970 من قبل (Fannie Mae & Freddie Mac) . ممثلة مؤسسات مالية خاصة و مراقبة من قبل الحكومة.

خلال الفترة الممتدة من 1970 إلى 1995 كانت تهدف عمليات التوريق إلى تسهيل تمويل (و إعادة تمويل) البنوك و المؤسسات المالية فمنذ 1995 شهدت هذه العمليات تطورا كبيرا و الذي يكمن في حماية السوق من مخاطر الائتمان.

ظهرت تعاريف كثيرة لأنشطة التوريق، يدور مفهومها ما بين التركيز على مزايا التوريق أو المخاطرة الائتمانية أو الإهتمام بأطراف الاتفاق، أو بالمستثمرين أو بالضمانات التي تستند إليها عمليات التوريق ونوعية الأصول القابلة للتوريقإلخ، وفيمايلي سوف نتطرق الى بعض التعاريف التي قدمت للتوريق:

يمكن النظر إلى تقنية التوريق في أبسط صورها على أنها عملية الحصول على الأموال بالإستناد على الديون المصرفية و ذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة و بذلك يضمن نظام التوريق تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى آخرين أو تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول .¹

التوريق أو التسديد-كما يطلق على هذه التقنية أحيانا اصطلاح يستعمل عندما يتم تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال إلتزامه العام بالوفاء بالدين .² ولكي يتم ضمان أن الأوراق المالية المضمونة بأصول ستكون ذات سيولة ويمكن تسويقها للمستثمرين، يجب أن تكون مقبولة كأداة حافظة للقيمة المالية. ومن ثم فإن هذه

¹ - إقتصاديين، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، العدد 8، ديسمبر 2010، ص 55.

² - التوريق في البنوك و المؤسسات المالية، التنمية المحلية، مذكرة لنيلى لمارشال، المايجستير في الاقتصاد، قسنطينة، منتوري، 2007-2008، ص 02.

حسب التسلسل التاريخي، شكلت أوراق الرهن العقاري (MBS) أول منتجات التوريق الصادرة عن قروض الرهونات العقارية، الصادرة عن مؤسسات الإذخار آنذاك (أنظر الشكل رقم (4-34)). وتدرجياً تم تطبيق تقنية التوريق على باقي عناصر الأصول، كقروض السيارات، قروض المؤسسات، قروض الإيجار... إلخ، والسماح هكذا بظهور جيل جديد من الأوراق المالية. ويمكن التفريق بين أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول، إما بدلالة الأصول المورقة أو بدلالة بنية التدفقات.¹

USD مليار

Year	ABS (USD Million)	MAS (USD Million)
1985	500	200
1986	400	150
1987	500	200
1988	600	250
1989	700	300
1990	800	350
1991	1200	500
1992	1600	700
1993	2000	900
1994	2200	1000
1995	2400	1100
1996	2600	1200
1997	2800	1300
1998	3100	1500
1999	3500	1800
2000	4100	2200
2001	4500	2500
2002	5200	3000
2003	6000	3500
2004	6700	4000
2005	7000	4500
2006	7600	5000

2-1- أوراق الرهن العقاري: Mortgage Backed Securitie (MBS) تمثل أول منتجات التوريق ظهوراً، فهي تمثل أوراق مالية مضمونة بمحفظة من القروض العقارية التقليدية جمعتها مؤسسات مالية (شركات

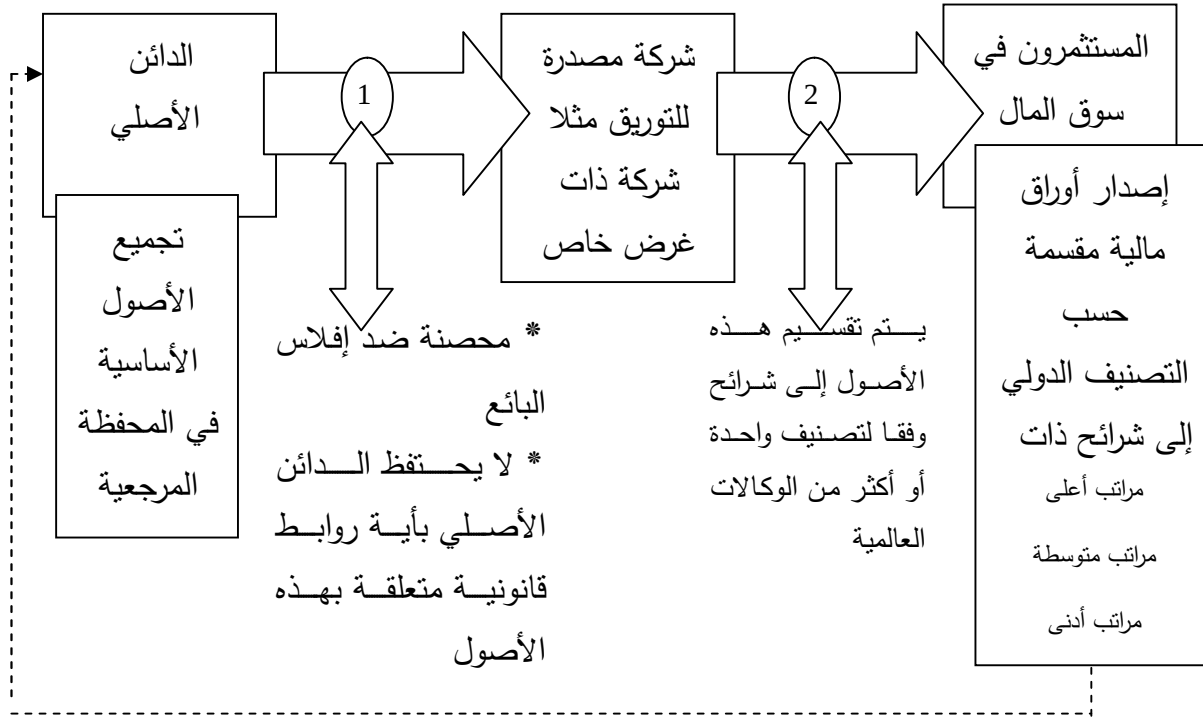
149

150

151

يضمن الدائن الأصلي خدمة محفظة القروض تحصيل المدفوعات من مقترضين الأصليين و تنقلها مقابل عمولة، و هكذا تساهم في تحويل مخاطر الائتمان و سعر الفائدة وتقلبات العملة من الدائن الأصلي إلى المستثمر.

الشكل رقم (4-36): آلية تنفيذ عمليات التوريق



Source : Jobst Andreas, op cit, p48.

4- تقسيمات المنتجات الائتمانية حسب التصنيف الدولي

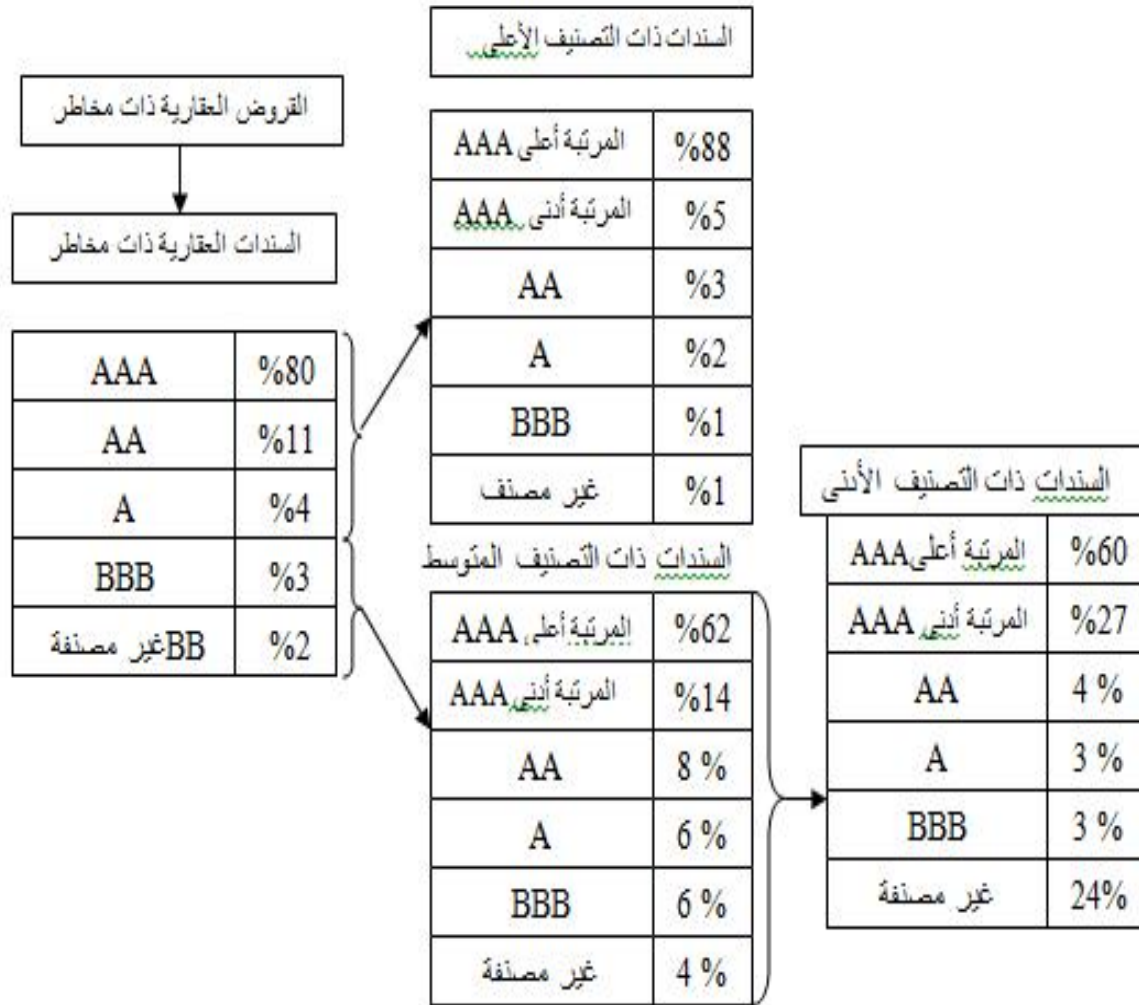
تستحوذ ثلاثة وكالات تصنيف أمريكية و المتمثلة في (Moody's , Standart & poor's, Fitch) على 95 % من السوق الأمريكي، والتي يكمن دورها في تقييم الجدارة الائتمانية للمقترض (مؤسسات خاصة أو عامة) عن طريق قياس بالضبط خطر عدم سداد ديونهم، و تسمح العلامة المعطاة للمستثمرين بحصولهم على معلومات بسيطة و مقروءة لمخطر تعثر تلك الأعوان، وعليه تقدم الوكالة رأيها و لا تقدم ضمان. كما تعكس العلامة المعطاة من قبل الوكالة المعلومات المتاحة لها فقط.¹

و جرى العمل على تقسيم المحفظة المرجعية إلى ثلاثة مجموعات (أنظر الشكل رقم 4-37) من الشرائح حسب التصنيف الائتماني للأدوات المالية المصدرة، تصنيف أعلى، متوسط، أدنى، و بطبيعة الحال

¹ - Augé Isabelle et Boutonnet Nathalie, crise financière la remise en cause des notations, revue banque, n° 702, mai 2008, p84.

تتركز خسائر المحفظة المتوقعة في الشريحة الأدنى من حيث التصنيف الائتماني، و التي تمثل الشريحة الأصغر من حيث الحجم و الأعلى تصنيفا من حيث الخسائر المتوقعة.¹

الشكل رقم (4-37): تقسيمات المنتجات الائتمانية حسب التصنيف الدولي



Source; kodres Laura , une crise de confiance ...et beaucoup plus, revue finances et développement, vol45, n°2, juin2008, p10.

¹ - Jobst Andreas, op cit, p49.

مرت أزمة الرهن العقاري بعدة مراحل يمكن حصر أهمها في العناصر التالية: ¹

- ^١- مفتاح صالح، الأزمة المالية العالمية، أبحاث اقتصادية وإدارية - المجلد الثاني - ديسمبر ٢٠١٥، ص 9-11.

- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي آي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي، وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي أس بي" يشتري منافسه "أنش بي أو أس" المهدد بالإفلاس.
- السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار تخلص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى "التحرك فوراً" بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.
- الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية .
- 26 سبتمبر 2008: إنهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وفي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مروغات" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية .
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ وفي بريطانيا جرى تأميم بنك "بردفورد وبينغلي".
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة ، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.
- أعلن بنك "سيتي غروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية .
- الأول من أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة .

المطلب الثالث: تداعيات أزمة الرهن العقاري على القطاع المالي

سوف نحاول في هذا المطلب عرض أهم نتائج أزمة الرهن العقاري على القطاع المالي:

1- انخفاض عمليات الاندماج و الإستحواذ على المستوى العالمي

تشير الدراسة التي قامت بها مؤسسة (Thomson Financial) في أوت 2007 إلى انخفاض عمليات الاندماج و الإستحواذ بالثلث (3/1) مقارنة بأوت 2006. حيث كانت تساوي القيمة المتوسطة للمعاملات 123 مليون دولار، والتي تعتبر أدنى مستوى منذ نوفمبر 1994، والتي انخفضت بنسبة 26% في الو م أ و 47% في أوروبا و يرجع السبب في ذلك إلى تراجع الثقة وتشديد الائتمان في السوق بالإضافة إلى ظهور مطالب جديدة من قبل المستثمرين حول ضماناتهم و أجورهم، و عليه لا يسهل الإطار الجديد نشاط عمليات الاندماج والإستحواذ.¹

غير أنه يتضح لنا من خلال الجدول في الأسفل استغلال بعض البنوك الفرصة في شراء بنوك أخرى تعاني من مشاكل، لعل أهم هذه العمليات تتمثل في استحواد (Bank of America) على الرقم الأول في القروض العقارية الأمريكية و المتمثل في (Countrywide Financial)، حيث أنشأت هذه الأخيرة سنة 1969 والتي كانت حصتها سنة (2007) تقدر ب 20% من القروض العقارية الأمريكية، ويرجع نجاحها إلى النمو المزدهر لقروض عالية المخاطر "Subprime". أما "Société générale" فبالإضافة إلى امتلاكها منذ سبتمبر 2007 لحوالي 20% من رأسمال (Rosbank)، فقد عمدت على زيادة شراء 30% من رأسمال البنك مما يجعلها أول بنك في روسيا.²

الجدول رقم (4-22): أهم عمليات الاندماج و الاستحواذ في القطاع المصرفي

مليون

العمليات المنصوص عليها ما بين 14 ديسمبر 2007 و 14 جانفي 2008

تاريخ	المبلغ	المستهدفة	المستحوذ
11 جانفي	2722	Countrywide financial	Bank of america
		الو م أ	الو م أ
20-ديسمبر	1247.29	Rosbank	Société générale
		روسيا	فرنسا
27-ديسمبر	865,00	CAAM SGR	Intesa sawpaolo
		فرنسا/إيطاليا	إيطاليا
27-ديسمبر	389,00	Linea	Mediobanca

¹ - Hadda Jean-David, le guide JDH de l'investisseur en bourse; contexte thème tendances de l'année 2008, Gualino éditeur EJA, paris, 2008, p67.

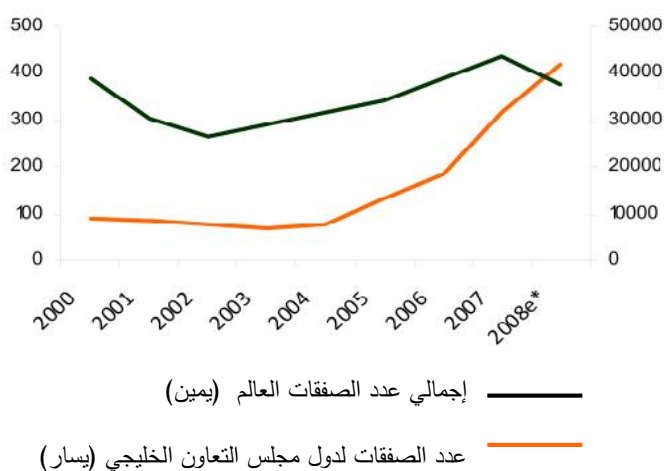
² - Pujals Georges, sauve qui peut, revue banque, N°699, février 2008, p10.

إيطاليا	إيطاليا		
Bank Hapoalim	Ukrinbank	94,47	20-ديسمبر
إسرائيل	أوكرانيا		
Marfern popular Bank	Rosprom bank	82,87	20-ديسمبر
قبرص	روسيا		
Banco sabaSell	Banca privada	47,56	28ديسمبر
إسباني	الو م International		
HSBC Hldgs	The chinese bank	-	14-ديسمبر
المملكة المتحدة	تايوان		
Swed bank	OKO capital vostok	-	21-ديسمبر
السودان	روسيا/فنلندا		
ING	KFN	-	7 جانفي
هولندا	هولندا		

Source; Pujals Georges, op cit, p10.

الشكل رقم (4-38): عدد صفقات الاندماج والاستحواذ

في دول مجلس التعاون الخليجي مقارنة بباقي العالم



Source; Alsubaibani Saleh., op cit, p8.

يتضح لنا من خلال الشكل

المقابل عدم إتباع دول مجلس التعاون الخليجي الإتجاه العالمي لعمليات الاندماج و الإستحواذ، لكن كثيرا من توقعات سنة 2009 تشير إلى انخفاض الصفقات ذات القيمة الكبيرة لكي تتماشى تماماً مع الإتجاه العالمي، و من بين العوامل الرئيسية لإرتفاع عمليات الاندماج والإستحواذ في دول

مجلس التعاون الخليجي ما يلي:¹

- وفرة السيولة في المنطقة حيث أدى ارتفاع أسعار النفط لمستويات قياسية في جعل دول المنطقة مصادر مغرية لتوفير رؤوس الأموال.
- زيادة النشاط على المستوى العالمي في أسواق الرساميل مدعوما بالتكلفة الرخيصة لرأس المال واستعداد المستثمرين لتحمل المخاطر العالية لتحقيق عائد أكبر.
- بروز أدوات استثمارية جديدة مثل الصكوك ساعد الشركات على استخدام طريقة شراء الشركات بقدر كبير من الديون و قدر ضئيل من حقوق الملكية لإتمام الصفقة.

2- تدهور رسملة البنوك

لجأت البنوك إلى بيع جزء من أصولها الأكثر سيولة و ذلك بهدف الحد من التدهور الكبير في ميزانيتها، حيث شهدت الفترة الممتدة من جوان 2007 إلى مارس 2009 تراجعاً في الرسملة البورصية العالمية للبنوك ب 70% من قيمتها، أي أكثر من 4700 مليار دولار، هذا ما يمثل 8.7 نقطة من الإنتاج الداخلي العالمي، حيث سجلت الو.م.أ و أوروبا مجتمعة تراجعاً في الرسملة البورصية لبنوكهم ب 80% (انظر الشكل في الأسفل) ، وهذا ما يمثل تراجعاً بحوالي 1100 مليار دولار في الو.م.أ و 2100 مليار دولار في أوروبا ، أي تراجع ب 7.9 نقطة من PIB للو.م.أ و 12.5 نقطة من PIB لأوروبا². والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم(4-39): الرسملة البورصية للبنوك خلال الفترة 1990-2009.



Source: Mathieu Plane et Georges Pujals, op cit, p183.

¹ - Alsubaibani Saleh, global financial turmoil and new opportunities, rapport of rajhi financial services, decembre2008, p 8.

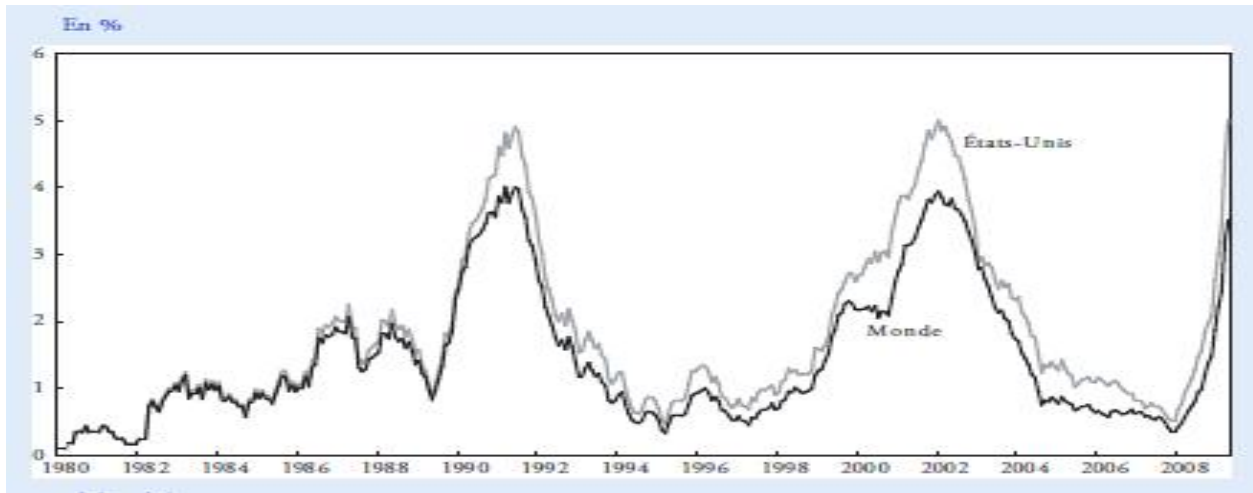
² - Mathieu Plane et Georges Pujals, les banques dans la crise, Presses de Sciences Po, Revue de l'OFCE, N110, 2009, p183.

وعليه فالأزمة المالية التي تجسدت في البداية بتدهور الأصول البنكية ، انتقلت عدواها إلى معظم المؤسسات المسعرة في البورصة ابتداء من نهاية سنة 2007 ، و اشتدت أثارها في سبتمبر 2008 مع إفلاس Lehmann Brothers.

3-ارتفاع معدل تعثر الديون:

نتج عن الركود الإقتصادي إرتفاع حاد في معدل تعثر ديون الأفراد و المؤسسات، والشكل التالي يبين معدل تعثر سندات المؤسسات خلال الفترة 1980-2008

الشكل رقم(4-40): معدل تعثر سندات المؤسسات في العالم وفي الولايات المتحدة الامريكية (1980-2008)



Source: Mathieu Plane et Georges Pujals, op cit, p186.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق إرتفاع في معدل تعثر سندات المؤسسات و الذي وصل إلى 3.5، أبريل 2009، بعدما كان 0.4% بداية 2008، و هو مستوى قريب من الذروة التي سجلها الإقتصاد العالمي سنة 1991 و 2002، غير أن الصدمة تعد أكثر عنفا مقارنة بالأزميتين 1991 و 2002، و خاصة في الو.م.أ أين ارتفع معدل تعثر ب 4.5 نقطة خلال 16 شهرا مقابل 4.3 نقطة خلال 57 شهرا في أزمة 2002 و 4 نقاط خلال 25 شهرا خلال 1991.¹

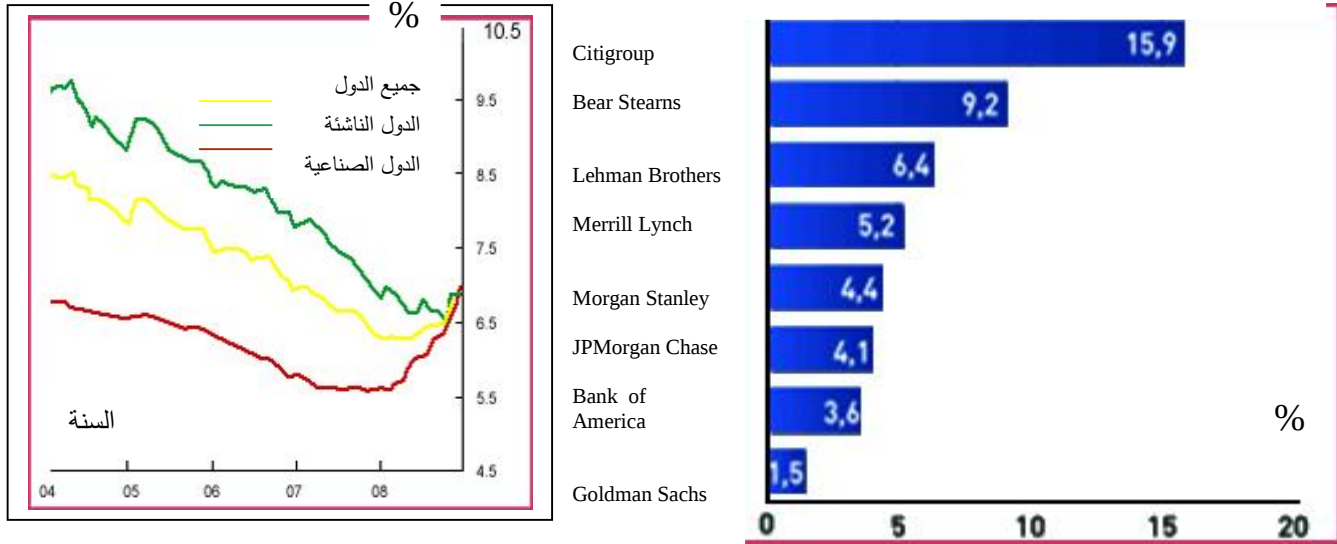
المطلب الرابع: تداعيات الأزمة على القطاع الحقيقي

من بين أهم انعكاسات أزمة الرهن العقاري تدهور مؤشرات الإقتصاد الكلي (مثل التضخم، البطالة) وانخفاض النشاط الصناعي و كذا صادرات السلع.

¹ - Mathieu Plane et Georges Pujals, op cit, p185.

1- ارتفاع البطالة: تشير تقديرات المدير السابق لصندوق النقد الدولي "Dominique Strauss-Kahn" المعلن عنها في 25 مارس 2009 إلى ارتفاع معدلات البطالة خاصة بالنسبة للدول الصناعية (أنظر الشكل رقم 4-42) متجاوزة نسبة 6,5% نهاية سنة 2008، يرجع هذا الإرتفاع إلى حجم الخسائر المتكبدة من قبل المؤسسات المالية الأمريكية و الأوروبية والتي أدت إلى إفلاس الكثير منها، حيث كانت تتمثل إستراتيجية هذه المؤسسات في تصفية العمال بهدف تخفيض تكاليفها. (أنظر الشكل رقم 4-41).

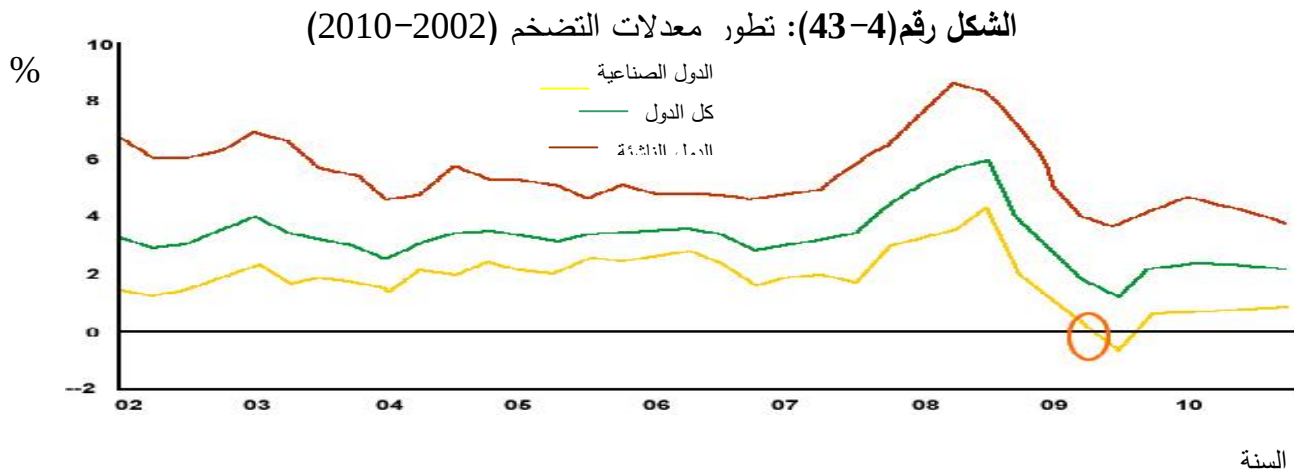
الشكل رقم (4-41): تصفية العمال في بعض المؤسسات المالية نهاية سنة 2008 بالآلاف



Source; Strauss-Kahn Dominique, la crise financière mondiale, analyse, réponses et leçons préliminaires, FMI, assemblée nationale commission des affaires étrangères, 25mars2009, p6.

Source; Pons Jean-François, les banques françaises et européennes face à la crise financière, rencontre sur la crise financière internationale et ses répercussions sur le secteur bancaire et financier maghrébin, 'union des banques maghrébines, 11juillet2008, p12.

2-ارتفاع معدلات التضخم: تشير كذلك تقديرات المدير السابق لصندوق النقد الدولي إلى ارتفاع معدلات التضخم العالمي خلال فترة الأزمة بأكثر من نقطتين، وهذا الذي يبينه الشكل التالي:



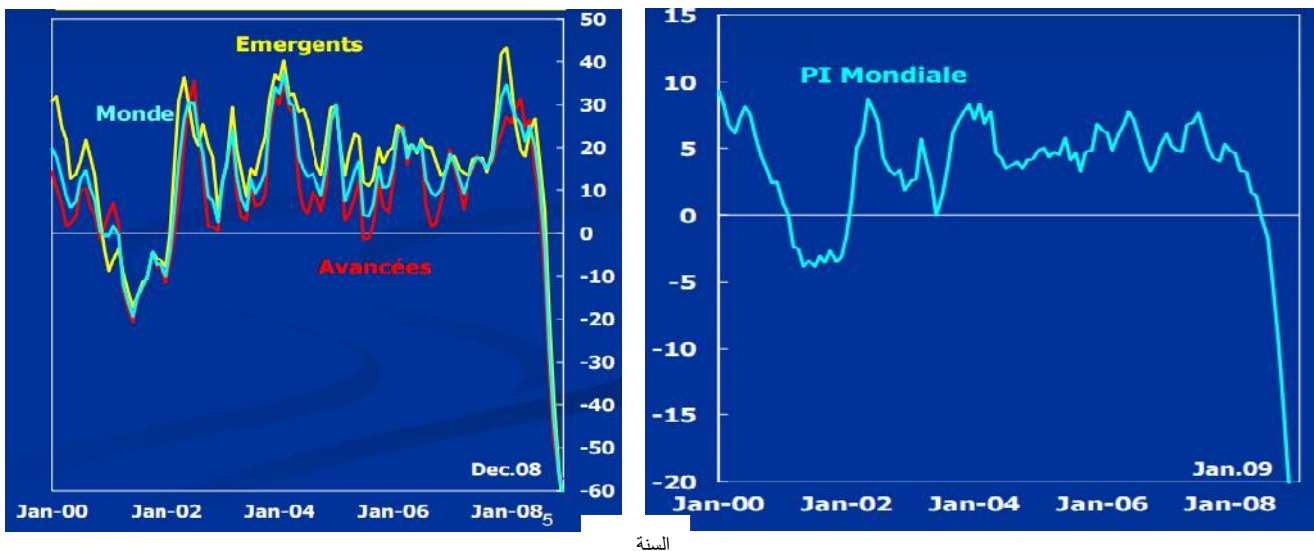
Source; Strauss-Kahn Dominique, op cit, p6.

كان هذا الإرتفاع كبيرا جدا خاصة على مستوى الدول العربية فعلى سبيل المثال ارتفع التضخم على مستوى دول المجلس التعاون الخليجي خلال سنة 2008 إلى 12% مقابل 7% سنة 2007.¹

3-انخفاض الإنتاج الصناعي و الصادرات السلعية: يتضح لنا من خلال الشكلين في الأسفل تراجع كبير جدا في الإنتاج الصناعي و الصادرات السلعية، حيث سجل الأول تراجعا بأكثر من 18%، أما الثاني فقد سجل هو الآخر انخفاضا بحوالي 60% خلال سنة 2008 .

الشكل رقم (4-45): تراجع الصادرات السلعية %

الشكل رقم (4-44): تراجع الإنتاج الصناعي



Source; Strauss-Kahn Dominique, op cit, p5.

¹-Irdian Garbis, Gulf Cooperation Council Countries, Report of the Institute of International Finance, Decembre4, 2008, p3.

4- تباطؤ النمو الإقتصادي

سجلت دول منظمة التعاون و التنمية الإقتصادية (OCDE) إنخفاضا كبيرا في معدل النمو الإقتصادي وصل إلى 0,5% في الفصل الثاني من سنة 2008، ممثلا أدنى مستوى منذ الركود الناتج عن انفجار الفقاعة التكنولوجية، حيث إنخفض النشاط الإقتصادي بطريقة جد متغيرة في معظم دول المنطقة. كما يرجع سبب إنخفاض الإستهلاك خلال الفصل الأول من سنة 2008 إلى إرتفاع التضخم المغذى بإرتفاع أسعار البترول الذي إنعكس سلبا على القدرة الشرائية للمستهلكين، و من زاوية أخرى عرفت الصادرات الأمريكية ارتفاعا نتيجة لإنخفاض الدولار والتي صوحت بإنخفاض في الواردات.

أما في منطقة الأورو، فقد عرفت كذلك تراجعا في الإستهلاك مع إرتفاع التضخم المغذى بالإرتفاع في أسعار الطاقة و المواد الغذائية، كما انعكس ارتفاع الأورو بـ 10% في بداية سنة 2006 في انخفاض صادرات المنطقة. أما في اليابان فقد ارتفع الإنتاج الداخلي الخام في الفصل الأول من سنة 2008، والذي يرجع إلى الإنتعاش في الإستثمارات العقارية بعد الصعوبات التي تسببت بها أنظمة مفروضة في منتصف عام 2007، وكذا الإرتفاع السريع للصادرات، بينما المحرك الآخر للنمو و الذي يتمثل في إستثمارات المؤسسات فقد إنخفض خلال نفس الفترة نتيجة تراجع ثقة مديري المؤسسات.¹ والجدول التالي يبين لنا تطور معدل الانتاج الداخلي الخام في منطقة "OCDE" :

الجدول رقم (4-23): تطور معدل الانتاج الداخلي الخام في منطقة "OCDE" %

	2009	2008	2007	2006	2005	2004-1998
نمو PIB	1,7	1,8	2,7	3,1	2,7	2,7
الو م أ	1,1	1,2	2,2	2,9	3,1	3,1
منطقة أورو	1,4	1,7	2,6	2,9	1,7	2,2
اليابان	1,5	1,7	2,1	2,4	1,9	1,1

Source : OCDE, une croissance affaiblie dans la plupart des pays de l'ocde, op cit, p3.

¹ -OCDE, une croissance affaiblie dans la plupart des pays de l'ocde, revue problèmes économiques, n°2959, 26novembre2008, pp 4-5.

أما على صعيد الدول العربية، فتشير العديد من الدراسات إلى تأثرها بالأزمة، وتختلف هذه الدراسات في تقديراتها، لذلك سوف نعتمد على تقديرات صندوق النقد الدولي، كما هي مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-24): معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (2007-2009)

الدولة	2007	2008	2009
الجزائر	4.6	4.9	4.5
البحرين	6	6.3	6
الكويت	4.6	5.9	5.8
عمان	6.4	7.4	6
قطر	15.9	16.8	21.4
السعودية	3.5	5.9	4.3
الإمارات	7.4	7	6
السودان	10.2	8.5	7.7
مصر	7.1	7.2	6
الأردن	6	5.5	5.2
لبنان	4	6	5
المغرب	2.7	6.5	5.5
تونس	6.3	5.5	5

المصدر: عماد موسى، أثر الأزمة المالية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، المؤتمر الدولي حول: "القطاع الخاص في التنمية، تقييم واستشراف"، بيروت، 23-25 مارس 2009، ص 10.

حسب إحصائيات صندوق النقد الدولي ارتفع الإنتاج الداخلي الخام الحقيقي من سنة 2007 إلى 2008 لدول مجلس التعاون الخليجي ماعدا الإمارات العربية المتحدة التي سجلت انخفاض بنسبة 5.4% خلال سنة 2008 مقارنة بالسنة الماضية. كما تشير التقديرات إلى انخفاضه سنة 2009 بالنسبة لمعظم الدول العربية. كما انعكس زيادة تشديد البنوك على معايير إقراض القطاع العقاري في دول مجلس التعاون الخليجي في تأخير، خفض و إلغاء بعض المشاريع الإستثمارية المخطط لها، خاصة في دبي والتي إنخفضت فيها أسعار العقارات بنسبة 16,8%، تلاه انخفاض بنسبة 9,3% في قطر. في حين انخفضت الإيجارات في قطر بحوالي

20% في بعض القطاعات، أما السعودية فقد سجلت انخفاضا في أسعار العقارات بـ 9,5%¹ والجدول التالي يبين لنا تطور أسعار العقارات في دول مجلس التعاون الخليجي:

الجدول رقم(4-25): تطور أسعار العقارات في دول مجلس التعاون الخليجي

أكتوبر 2007	جوان 2008	أكتوبر 2008	التغير جوان-أكتوبر 2008	
143	185	154	-16,8	الإمارات العربية المتحدة
78	105	95	-9,5	السعودية
132	148	153	3,4	الكويت
251	313	284	-9,3	قطر
336	438	426	-2,7	عمان
172	224	206	-8	البحرين

Source : Irdian Garbis, op cit, p2

5- تراجع أسعار النفط

يعتبر قطاع المحروقات عنصرا مهما في تطور الإقتصاد العالمي، وإلى غاية السبعينيات من القرن العشرين ساهم في ارتفاع التراكم والنمو في البلدان الغربية بسبب تواضع أسعار النفط وتحكم الشركات الكبر في مسلسل الإنتاج، والشكل في الأسفل يبين لنا تطور أسعار البترول خلال الفترة 1970-2008.

الشكل رقم(4-46): تطور سعر البرميل من البترول الخام (البرنت)



نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، الوقاية والحد من الأزمات المالية، الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2012-2013 194 :
: Christian Chavagneux, Etats-Unis: le pays de l'insécurité sociale, Alternatives Economiques Poche n° 038 - avril 2009, p29.

نلاحظ من خلال الشكل السابق الإرتفاع المستمر في أسعار البترول إنطلاقا من النصف الثاني من تسعينيات القرن العشرين لتبلغ أقصى حد لها مع منتصف عام 2008، أي حوالي 140 دولار للبرميل.

¹ - Irdian Garbis, op cit, p2.

وقد أدى تباطؤ معدلات نمو الإقتصاد العالمي على إثر أزمة الرهن العقاري إلى تراجع الطلب على النفط الذي يشكل حوالي 60% من إجمالي الصادرات العربية، وهو ما أدى إلى انخفاض سعر النفط بحدّة ليصل بداية عام 2009 إلى أقل من 80 دولار للبرميل، ويعطي بذلك الدليل على بداية تقلص الطلب عالميا وانتشار عوامل الأزمة.¹

المبحث الثالث: أهم الإجراءات المتبعة لاحتواء الأزمة

بعد ظهور الإضطرابات المالية في أسواق المال وخاصة من خلال إفلاس أكبر المؤسسات المالية الأمريكية والأوروبية، أحدثت حالة من عدم التأكد في المستقبل. وأصبح الذعر وانهيار الثقة في الأسواق المالية هما العاملان المشتركان بين المستثمرين في الولايات المتحدة حتى أنها انتشرت إلى بنوك أخرى، وإن اختلفت حدتها من منطقة إلى أخرى من العالم. فقد حاولت الولايات المتحدة وكذلك الدول التي مستها أزمة الرهن العقاري علاج هذه الإضطرابات من خلال إتباع العديد من الإجراءات لمعالجة الإنعكاسات السلبية للأزمة من خلال توفير السيولة وتخفيض معدلات الفائدة، حيث لم تقتصر الأزمة على الجهاز المصرفي فقط بل شملت أيضا الإقتصاد الحقيقي مما ترتب عليه العديد من سياسات الإنعاش الهادفة إلى دعم القطاع الحقيقي.

المطلب الأول: دور بنك البنوك في معالجة الأزمة

يمكن تدخل الملجأ الأخير للإقراض (البنك المركزي) من جهة إذا كانت أزمة سيولة يضطر البنك المركزي للتدخل في السوق ما بين البنوك بتوفير السيولة لتفادي العجز عن السداد، و من جهة أخرى إذا كانت الأزمة أكثر خطورة لوجود تراجع كبير في حجم القروض، فيتجلى دوره في هذه الحالة في تخفيض معدل الفائدة لتسهيل التوسع في الإئتمان.²

1- توفير السيولة: تكمن أول مظاهر الأزمة في انعدام الثقة بين البنوك إلى درجة رفض الإقراض فيما بينها، ويهدف تفادي إفلاسها تسارعت البنوك المركزية بتغذية السوق النقدية بالسيولة اللازمة³، ولكي تتمكن البنوك من إعادة تمويلها اتخذت العديد من الدول إجراءات متعددة و مختلفة نذكر بعضها فيما يلي:

1-1- خطة الإنقاذ الأمريكية FED و الأوروبية BCE

بهدف التمكن من إعادة تمويل البنوك و تفادي إفلاسها، قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بضخ السيولة كما يلي:⁴

- 3 أوت 2007 ضخ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ما قيمته 24 مليار USD.

¹ - نادية العقون □□□□ □□□□ □□□□ 195.

² - Montialoux Claire et Zucman Gabriel, op cit, p17.

³ -Olivia Montel-Dumont, quelque bilans d'étape; un an de crise bancaire et financière, revue cahiers français, n°347, novembre 2008, p34.

⁴ - IDEM, pp 34-36.

- 10 أوت 2007 ضخ الإحتياطي الفدرالي الأمريكي ما قيمته 38 مليار USD .
 - كما سعت الإدارة الأمريكية عبر مشروع خطة الإنقاذ القطاع المصرفي المعلن عليه في 1 أكتوبر 2008 إلى قيام الدولة بشراء الأصول المسمومة والتي أصبحت غير قابلة للبيع بقيمة 700 مليار دولار، و بالمقابل يكون باستطاعة الدولة الحصول على جزء من أسهم الشركة التي يقوم بشراء أصولها، لاستعادة جزء من رأسمال المنفق.
 - أما البنك المركزي الأوروبي فقام بضخ:
 - 35 مليار أورو في 9 أوت.
 - 348 مليار أورو في 18 ديسمبر.
- إضافة إلى ذلك، قررت الخزينة الأمريكية سنة 2008 استثمار حوالي 250 مليار دولار في رأس مال البنوك، وجهت الجزء الأول والذي يقدر بحوالي 125 مليار دولار إلى "Bank of America", "Citigroup", "JPMorgan", "Goldman Sachs", "Morgan Stanley", "Wells Fargo", "Bank of new York" و "State Street". وتم كذلك تأمين أكبر مؤسسة التأمين على المستوى العالم ((American International Group AIG)) بقيمة 123 مليار دولار.¹ كما قامت الولايات المتحدة الأمريكية بشراء الأوراق التجارية* (commercial paper) قصيرة الأجل (30-90 يوما) المملوكة من قبل "Fannie Mae" و "Freddie Mac" بحوالي 500 مليار دولار²، هذا بالإضافة إلى تأمينهما في 7 سبتمبر 2008.³

1-2- خطة الإنقاذ الفرنسية:⁴

- تقوم خطة الإنقاذ الفرنسية و التي تقدر بـ 360 مليار أورو على دعمتين:
- 40 مليار أورو موجهة لإعادة الرسملة .
 - إنشاء مؤسسة إعادة تمويل، تكون الدولة فيها المساهمة بـ 34% و البنوك بقيمة 66%، يرأسها " Michel Camdessus" (المدير السابق لصندوق النقد الدولي)، التي تساهم في إعادة تمويل مؤسسات الإقراض، بإقراضها نقدا مقابل ضمان يتمثل في أصول من النوعية الجيدة.

¹ - Quignon Laurent, op cit, pp'7-8.

* تسمى كذلك بالأوراق التجارية المدعومة بأصول غير بنكية (papier commercial adossé a des actifs non bancaire) والتي يقصد بها شراء أصول متأتية من القروض الممنوحة لمختلف القطاعات مثل قروض الرهن، بطاقات ائتمانية وقروض السيارات.

² - D'arvisenet Philippe six Jean-Miche et Daniel Jean-Marc, plans de relance: à quand la sortie de crise? Working paper, N°29, mars 2009, p4.

³ - Warde Ibrahim, et la bulle immobilière éclate..., revue le monde diplomatique, N°102, 2009, op cit, p68.

⁴ - Baudet Marie-Béatrice et De Tricornot Adrien, Comprendre les plans de sauvetage, journal le monde, 18-10-2008,p1.

مقارنة بالخطّة البريطانيّة التي تضمّن القروض بين البنوك بقيمة 300 مليار (EUR) لا تهدف الخطّة الفرنسيّة إلى تحريك السوق بين البنوك، بل إلى تحفيز إقراض البنوك للمؤسسات والأفراد من جديد.

1-3- الخطّة المعدّة من قبل بنك إنجلترا (BOE):¹

سمح بنك إنجلترا (BOE) للبنوك التي تعاني من مشاكل حتى الفصل الثاني من سنة 2008 من استبدال الأصول ذات النوعيّة الجيدة و التي أصبحت غير سائلة مثل "ABS" بأذونات الخزينة.

هذا التدخل مماثل للتدخل المقترح من طرف الاحتياطي الفدرالي (FED) و لكن الإختلاف يكمن في مدة استبدال هذه الأصول و التي تقدر بسنة مع قابليّة تجديدها لثلاث سنوات بالنسبة لـ BOE، أما بالنسبة لـ FED قدرت مدتها بـ 28 يوما.

ففي البداية حددت قيمتها بـ 50 مليار جنيه إسترليني و لكن أعلنت الحكومة بعدم وجود سقف محدد، كما أكدت أن الهدف من وراء هذا الإستبدال ليس إعادة إنعاش القروض العقاريّة، ولكن الهدف الرئيسيّ يكمن في حل مشكلة السيولة.

1-4- الخطّة المقترحة من طرف البلدان الصناعيّة السبعة الكبرى G7:

اتفق وزراء الماليّة و حكام البنوك المركزيّة في دول مجموعة البلدان الصناعيّة السبعة الكبرى G7 (الو م أ، كندا، ألمانيا، فرنسا، بريطانيا، إيطاليا، و اليابان) في 10 أكتوبر 2008 على خطة تحرك "Plan d'action" تتألّف من خمس نقاط رئيسيّة:²

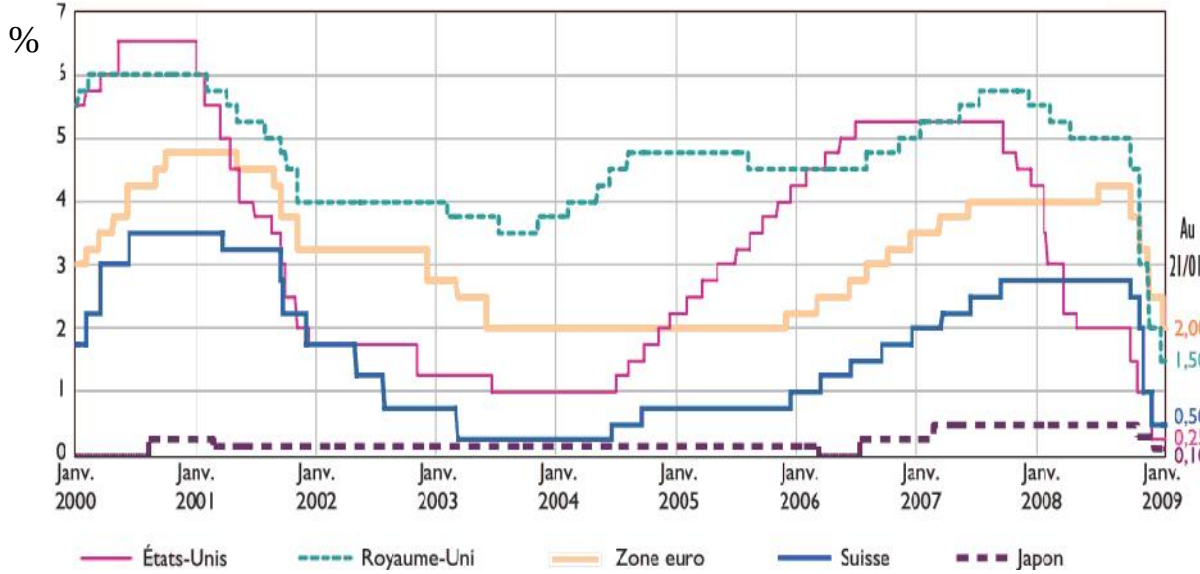
- مساعدات غير مشروطة لجميع المؤسسات المهددة بالإفلاس.
- اتخاذ جميع الإجراءات اللازمة لتحريك القروض و توفير السيولة في الأسواق النقدية.
- اتخاذ جميع الإجراءات لإعادة رسمة البنوك، بهدف استمرارها في إقراض الأسر والمؤسسات.
- برامج وطنية تهدف إلى استعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم في البنوك.
- القيام بكل ما هو لازم من أجل تحريك و إعادة تنشيط سوق قروض الرهن العقاري التي كانت سببا في الأزمة الماليّة الحالية.

¹ - Betbéze Jean-Paul, crise de liquidité ou en est-on? Revue banque, n°703, Juin 2008.p33.

² - Olivia Montel-Dumont, op cit, p36.

2- تخفيض معدلات الفائدة: يوضح لنا الشكل في الأسفل تطور معدل الفائدة خلال الفترة (2001-2008)

الشكل رقم (4-47): تطور معدل الفائدة خلال الفترة (2001-2008)



Source; la banque de France, documents et débats, n°2, op cit, p44.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق إنخفاض كبير في معدلات الفائدة ابتداء من سنة 2007 في اليابان، سويسرا، منطقة الأورو، المملكة المتحدة و خاصة الو م أ، حيث عرفت معدلات فائدة في هذه الأخيرة عدة إنخفاضات والمتمثلة فيما يلي:¹

- 17 أوت 2007 ← أول تخفيض إلى 4,75%.
- 11 ديسمبر 2007 ← تخفيض معدل الفائدة إلى 4,25%.
- 22 جانفي 2008 ← تخفيض بـ 0,75 نقطة إلى 3,50%.
- 30 جانفي 2008 ← تخفيض آخر في نفس الشهر إلى 3,00%.
- 16 مارس 2008 ← تخفيض بـ 0,75 نقطة (2,25%) .
- 30 أبريل 2008 ← تخفيض بـ 0,25%.
- 8 أكتوبر 2008 ← تخفيض سبعة بنوك معدلات الفائدة بـ 0,50 نقطة و عليه تصبح معدلات الفائدة الإحتياطي الفيدرالي 1,50%.

و أخيرا في ديسمبر 2008 أصبح معدل الفائدة 0,25% بعد ما كان 5,25% في بداية الأزمة.

¹ -Jacquillat Bertrand, instituer de nouvelles règles de governance des institutions financières, revue problèmes économiques, n°2958, novembre 2008, p12.

أما منطقة الأورو، فقد تم رفع معدلات الفائدة بـ 0,25% بهدف تخفيض معدلات التضخم في 3 جويلية 2008،¹ و الذي أصبح يساوي 2% في بداية جانفي 2009، أما البلدان الأخرى كاليابان، سويسرا، المملكة المتحدة فعرفت هي الأخرى إنخفاض كذلك في معدلات الفائدة والتي أصبحت 0,1%، 0,5% و 1,5% على التوالي في بداية جانفي 2009 (أنظر الشكل 4-47).

المطلب الثاني: بعض الإجراءات المتخذة لدعم الإقتصاد الحقيقي

يسمح لنا أثر الرفاهية "Effet de richesse" بتفسير آلية إنتقال الأزمة من البورصة إلى الإقتصاد الحقيقي، حيث تكمن الفكرة فيما يلي:

يترتب عن ارتفاع أسعار الأصول (العقارات أو تلك المسعرة في البورصة) ارتفاع في قيمة أصول الأسر أو المساهمين - أكثر رفاهية - يعتمدون على زيادة استهلاكهم مما يزيد من الإنتاج الداخلي الخام (PIB). العكس لما تنهار الفقاعة تفنقر الأسر، الأمر الذي يدفعها إلى الزيادة في الإدخار والتخفيض من الإستهلاك والذي ينتج عنه انخفاض في الإنتاج الداخلي الخام (PIB)².

وعادة يرتبط أثر الرفاهية أساسا بالتغير في قيمة الأسهم و السندات و العقارات، فإذا ارتفعت تسمى بأثر الرفاهية الإيجابي، أما إذا انخفضت ففي هذه الحالة تسمى بأثر الرفاهية السلبي³.

و عليه عمدت العديد من الدول الصناعية إلى إنتهاج سياسات و إجراءات على مستوى الإقتصاد الكلي لكبح الآثار السلبية لهذه الأزمة، و الجدول التالي يوضح لنا أهم الإجراءات التي اتبعتها بعض الدول:

جدول رقم (4-26): بعض الإجراءات المعلن عنها من طرف الدول الصناعية لدعم الاقتصاد الحقيقي خلال

سنة 2008

الدولة	تاريخ إعلان الإجراءات	أهم الإجراءات المتخذة	حجم رأس المال
الإتحاد الأوروبي (UE)	26 نوفمبر 2008 خطة إنعاش .	تدابير مقترحة لفترة 2009-2010 - تخفيض الرسوم على القيمة المضافة. - إطالة مؤقتة لمدة تعويضات البطالين - تخفيض الضرائب على المداخل المنخفضة	20 مليار أورو (1,5% من PIB) 27 دولة عضو في الاتحاد الأوروبي).

¹ - Banque de France, document et débat op cit , n2, p44,

² - Zucman Gabriel, de la crise boursière à la crise économique, revue regards croisés sur l'économie, la decouverte, n°3, 2008, p222.

³ - Artus Patrick et Virard Marie Paul, globalisation le pire est à venir, la decouverte, paris, 2008, p156.

فرنسا	خطة إنعاش 4 ديسمبر 2008	نذكر بعض الإجراءات فيما يلي: - تدعيم صناعة السيارات بقيمة 2 مليار أورو. - سياسة التشغيل بقيمة 500 مليون أورو. - دعم العمالة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME) من خلال إعفاء المؤسسات من رسوم التوظيف لسنة 2009 بقيمة 700 مليون أورو. - تدعيم خزائن المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة بقيمة أكثر من 10 مليار أورو.	26 مليار أورو (13% من BIP)
هولندا	قانون المالية سبتمبر 2008	- تمويل مشروع إنعاش لسنة 2009 بواسطة ارتفاع مداخل الغاز. - تخفيض الرسوم على المؤسسات و الأسر. - إلغاء مشروع رفع الرسوم على القيمة المضافة TVA. - إعفاء الموظفين من إعانات البطالة.	2,5 مليار أورو (0,4% من PIB)
	خطة إنعاش نوفمبر 2008	- مساعدة المؤسسات التي تعاني من مشكلة سيولة. - اتخاذ مختلف الإجراءات لتسهيل استثمارات المؤسسات و الابتكار. - اتخاذ إجراءات ضريبية و اجتماعية	6 مليار أورو (1%) من BIP
	المجموع		8.5 مليار أورو (1.4% من PIB).
	سبتمبر 2008	- خطة طوارئ لدعم السوق العقاري. - مساعدة الأسر المتضررة من ارتفاع أسعار الطاقة.	910 مليون £
المملكة المتحدة	خطة إنعاش 25 نوفمبر 2008	- تخفيض TVA من 17,5% إلى 15% خلال الفترة التي تتراوح ما بين 1 ديسمبر 2008 على 1 جانفي 2010. - إلغاء رفع الضريبة على المؤسسات. - منح تسهيلات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.	20 مليار £ (1.5% من BIP).

	- بناء و تجديد المساكن.		
إسبانيا	- رفع الأجر الأدنى من € 570 إلى € 800 حتى سنة 2012. - تخفيض الضرائب لإعادة تأهيل المساكن. - تخفيض الأعباء الإدارية للمؤسسات بنسبة 30% حتى سنة 2012.	أفريل 2008	
	- اتخاذ إجراءات لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME). - بناء المساكن.	أوت 2008 خطة إنعاش	
	- إعفاء المؤسسات من أقساط التأمينات من خلال توظيف البطالين.	نوفمبر 2008 خطة إنعاش	
		المجموع	
الوم أ	توزع جزء منها كمايلي: - 385.5 مليار دولار يمنح لدعم سياسات الأشغال الكبرى وكذا لإصلاح قطاع الصحة. - 275 مليار دولار يوزع على الأسر والمؤسسات على شكل إعفاءات ضريبية على سبيل المثال. - 94 مليار دولار يقدم على شكل مساعدات للأسر والأفراد بدون منصب شغل.	خطة الإنعاش المعلن عنها من قبل ادارة "Obama" سنة 2008 والمصادق عليها في 28 جانفي 2009	

Source; Banque de France, documents et débats, n°2, pp' 66-

خاتمة الفصل

من خلال دراستنا لأزمة الرهن العقاري الأمريكية، تم التوصل إلى الكشف عن الجذور الحقيقية للأزمة من خلال عرض الأسباب التي كانت وراء نشوب الأزمة سواء على مستوى الإقتصاد الكلي أو على مستوى الإقتصاد الجزئي وكذا من خلال إستعراض تفسير مانسكي للأزمة، والتي سمحت لنا بإعادة النظر في دور كل المعنيين بهذه الأزمة، من بينهم تصريحات محافظ البنك المركزي، الأفراد، احتياطي الفيدرالي، وكالات التصنيف الائتمانية، سوق الرهن العقاري، السماسرة، وأخيرا البنوك.

فالأزمة المالية العالمية التي إنفجرت صيف 2007 شبيهة لفيروس، إذ بدأت بالجهاز المصرفي من خلال تعثر، إفلاس، اندماج، تأمين واستحواذ العديد من البنوك الأمريكية لتمتد عدواها إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم إلى العديد من البلدان الأخرى، ولا يقتصر تأثير هذه الأزمة على البنوك أو القطاع المالي فقط بل تعداه إلى الإقتصاد الحقيقي وما ترتب عنه من تقاوم لمشكل البطالة التضخم وتراجع معدلات النمو الإقتصادي خاصة في البلدان المتقدمة، وبذلك فهي تتدرج ضمن أعنف و أشد الأزمات التي مست النظام الرأسمالي.

ونظرا لخطورة الأزمة وتأثيراتها السلبية على القطاع المالي والحقيقي تسارعت الدول لاتباع العديد من الحلول للخروج من الأزمة، وما نلاحظه أن الإجراءات التي طبقتها الولايات المتحدة الأمريكية للخروج من الأزمة تقريبا هي نفسها التي تبنتها بقية الدول العالم مثل تخفيض معدلات الفائدة وتوفير السيولة ناهيك عن برامج الإصلاح الإقتصادي.

وأخيرا يعتبر من الموهم أن نعتقد أننا يمكن أن نقضي على الأزمة بتخفيض أسعار الفائدة أو من خلال برامج إصلاح فقط، بل الخروج من هذه الأزمة قد يتطلب تدخل أعوان إقتصاديين آخرين لعل أهمهم يتمثل في صناديق الثروة السيادية وهذا ما سوف نحاول دراسته في الفصل الموالي.

تمهيد

عرف العالم في السنوات القليلة الماضية أخطر أزمة مالية بعد أزمة الكساد العظيم 1929 والمتمثلة في أزمة الرهن العقاري، حيث تتجلى خطورتها في مكان ظهورها ودرجة انتشارها، وخاصة نتائجها على القطاع المالي والحقيقي وهذا ما رأيناه في الفصل السابق، وفي ظل كل هذه الظروف تتباين مساهمات دول العالم في التصدي للأزمة، ولعل من بين أهم الجهات المتدخلة لإنقاذ المؤسسات المتعثرة صناديق الثروة السيادية. حيث انتهجت هذه الأخيرة خلال الأزمة استراتيجية خاصة بها و إن كان كل صندوق له استراتيجية معينة، إلا أنها في معظم الأحوال تدل على أن الصناديق السيادية كان لها حضور في الأسواق المالية العالمية خلال الأزمة. وعليه بهدف مساعدة المؤسسات المالية المتعثرة تدخلت صناديق الثروة السيادية من خلال الاستثمار في أكبر المؤسسات المالية الأمريكية والأوروبية، لكنها لم تقلت هي الأخرى بالآثار السلبية للأزمة، كما رافق التدخل السريع للصناديق السيادية خلال الأزمة نقاشات حادة حول مضاعفات صعودها على بنية الأسواق المالية العالمية وعلى كل النظام الإقتصادي العالمي، وعليه فمن خلال هذا الفصل سوف نحاول التعرف على مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي خلال أزمة الرهن العقاري وكذا أفاقها المستقبلية وذلك من خلال أربعة مباحث:

- 1- تحليل الإستراتيجية الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية خلال فترة الأزمة 2007-2009
- 2- أثر أزمة الرهن العقاري على حجم أصول واستثمارات صناديق الثروة السيادية
- 3- موقف الدول المتلقية لاستثمارات الصناديق السيادية والجهود الدولية لوضع إطار منظم لها
- 4- تحليل سلوك صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2010-2014 وأفاقها المستقبلية

المبحث الأول: تحليل الإستراتيجية الإستثمارية للصناديق السيادية خلال أزمة الرهن العقاري (2007-2009)

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مصدر الأزمة المالية العالمية التي نشأت في شكل أزمة رهون عقارية صيف 2007، لتتحول إلى أزمة مالية إقتصادية عالمية مع بداية عام 2009 كنتيجة ارتباط معظم اقتصاديات العالم بالإقتصاد الأمريكي. وبهدف التعرف على دور الصناديق السيادية خلال الأزمة، سنتطرق في هذا الفصل إلى الإستراتيجية القطاعية والجغرافية للصناديق خلال الأزمة، وقبل ذلك لابد من معرفة دوافع تدخل هذه الصناديق خلال الأزمة .

المطلب الأول: دوافع تدخل الصناديق خلال الأزمة

حسب الإقتصادي "Henri-Louis Védie" توجد ثلاثة أسباب رئيسية دفعت بالصناديق السيادية إلى تدخلها فترة الأزمة، الأولى وهي استغلال الفرصة للحصول على صورة جديدة، الثانية حجم الموارد التي بحوزتها، والثالثة والأخيرة تفادي الإفلاسات المالية التي قد تؤثر عليهم سلبا أكثر منه إيجابا.¹

1- الحصول على صورة جديدة

كشفت الأزمة المالية للجمهور قوة صناديق الثروة السيادية، في الوقت التي كانت غالبا فيه هذه الأخيرة مصدرا للإنقادات و المخاوف. حيث انتقدت هذه الصناديق خلال فترة الأزمة كنتيجة لتخوف بعض الإقتصاديين رؤية ارتفاع حجم مواردها المالية، فمثلا نصت دراسة "J.P. Morgan" في ماي 2007، أن حجم هذه الصناديق لا يتجاوز 2.5 ترليون دولار سنة 2007 و من المتوقع أن يتضاعف حجمها قبل سنة 2010، و يرتفع إلى حوالي 10 ترليون دولار قبل عام 2014 قبل أن يصل إلى 12 ترليون دولار عام 2015. إضافة إلى ذلك، تتخوف بعض الدول رؤية هذه الصناديق تسير تدريجيا أكبر مؤسساتها الوطنية وعلى سبيل المثال، تم إصدار قانون في ألمانيا يعزز الرقابة الحكومية على المشاريع التي استحوذت من قبل مستثمرين أجانب بنسبة تفوق 25%، أما في فرنسا فتم إنشاء صندوق استراتيجي للإستثمار يهدف إلى تفادي بيع أكبر المؤسسات الوطنية للصناديق السيادية، أما في الو.م.أ ابتداء من سنة 2006 تم منع صناديق دبي على شراء البنى التحتية لخمسة موانئ أمريكية (2 متواجدة في نيويورك). كما حاولت في نفس الفترة دول المجموعة السبع مع دعم الإتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي بالتنسيق مع عمل دول منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية إقامة مبادئ التي تهدف خصوصا إلى تحسين شفافية الصناديق، و وضوح استراتيجيتها.

¹ - Henri-Louis Védie, op cit, pp' 90-92.

وعليه لتفادي كل هذه المخاوف والانتقادات حاولت الصناديق السيادية خلال الأزمة الحصول على صورة جديدة، من خلال تدخلها في ضخ الكتلة النقدية، و هذه العملية الأخيرة لا تكون إلا من خلال توفرها على احتياطات ضخمة.

2- امتلاك الصناديق السيادية موارد مالية ضخمة

تتوفر الإمارات العربية المتحدة على حوالي 1000 مليار UDS، الصندوق السعودي على 370.5 مليار UDS ، سنغفورة 464 ، الكويت 264، هونغ كونغ 173 ، إضافة إلى الصندوق الصيني 600 مليار UDS حيث تستحوذ العشرة الأولى صناديق الثروة السيادية على حوالي 80% من مجموع أصول الصناديق، وعليه تعتبر الأزمة المالية فرصة للصناديق التي لا يجب تضييعها باعتبار أن هذه الصناديق تمتلك موارد مالية ضخمة.

3- تجنب غرق النظام المالي

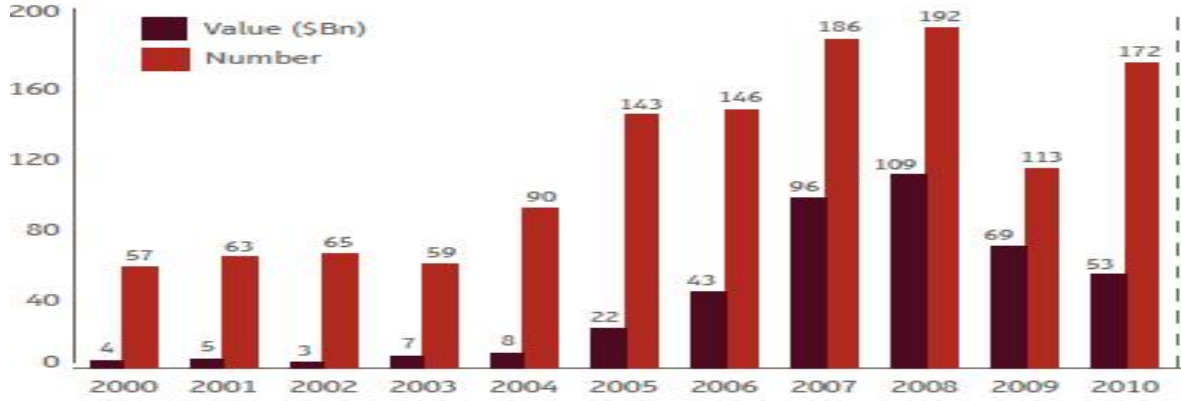
زعزعت الأزمة المالية التي انفجرت صيف 2007 النظام المالي الدولي، ابتداء من 2 أبريل 2007 بإفلاس "New Century" الرقم الثاني في القروض عالية المخاطر الأمريكي، اتبع في 6 أوت بإفلاس المقرض للرهن العقاري الأمريكي "Home Mortgage"، كما اشترى بنك أمريكي "Bank of America" في 11 جانفي 2008 الرقم الأول في القرض العقاري في الو.م.أ. والمتمثل في "countrywide financial"، تم تأمين في 17 فيفري البنك البريطاني Northern Rock، وفي 15 سبتمبر أفلس البنك Lehman Brothers وتم شراء Merrill Lunch من قبل البنك الأمريكي....، وهكذا انتشرت عدوى الأزمة من إفلاسات و تأمينات أكبر المؤسسات المالية الأوروبية والأمريكية.

و عليه فنظرا لنقص السيولة في هذه الدول من جهة و توفر الصناديق السيادية على مبالغ مالية ضخمة من جهة ثانية، دفع بهذه الصناديق إلى التدخل من خلال ضخ الكتلة النقدية ويهدف تجنب غرق النظام.

المطلب الثاني: تطور حجم استثمارات الصناديق بالقيمة وعدد الصفقات خلال الفترة 2007-2009

سجلت صناديق الثروة السيادية خلال السنوات الأخيرة وبالضبط خلال فترة أزمة الرهن العقاري ارتفاعا كبيرا في حجم استثماراتها وكذا في عدد الصفقات والشكل التالي يوضح لنا استثمارات الصناديق السيادية بالقيمة وعدد الصفقات خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2010:

الشكل رقم (5-48): استثمارات صناديق، الثروة السيادية بالقيمة وعدد الصفقات خلال الفترة (2000-2010)



Source; Victoria Barbary et Bernardo Bortolotti, Braving the New World, Sovereign Wealth Fund Investment in the Uncertain Times of 2010, Report of Monitor –FEEM, 2011, p07.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق ارتفاع في حجم استثمارات الصناديق السيادية خلال الفترة 2000 إلى غاية سنة 2008 من 4 ملايين دولار سنة 2000 إلى 109 مليار دولار (أي من 57 صفقة إلى 192 صفقة)، وبعدها سجلت الصناديق انخفاضا في حجم استثماراتها من 109 مليار دولار سنة 2008 إلى 69 مليار دولار سنة 2009 ثم إلى 53 مليار دولار سنة 2010، ويمكن إرجاع السبب في ذلك إلى تكبد صناديق الثروة السيادية لخسائر ضخمة خلال الأزمة مما أدى بها إلى تراجع في استثماراتها، والتخوف من خسائر أخرى قد تنتج من خلال ضخها لسيولة أكبر في المؤسسات المالية العالمية. غير أن هذا التراجع في حجم استثمارات الصناديق لا يعتبر انخفاضا إذا ما قارناه بسنتين قبل نشوب الأزمة (هذا من حيث القيمة).

كما يمكن ملاحظة من خلال الشكل السابق أن ذروة إستثمارات الصناديق السيادية حققتها سنة 2008 بحجم مالي 109 مليار دولار أي ما يمثل 192 صفقة وهذا الإرتفاع يمكن إرجاعه إلى ميل هذه الصناديق إلى توفير السيولة في الأسواق نظرا لتفاقم وزيادة حدة الأزمة، وكذا زيادة فرص الإستثمار.

ينص التقرير الصادر عن هيئة "The city UK" * الصادر أبريل 2011 أن الصناديق السيادية أظهرت فعاليتها من خلال نشاطها الإستثماري، والذي مر بثلاث مراحل نذكرها فيما يلي:¹

* - تأسست هيئة "The city UK" في جوان 2010 بالمملكة المتحدة، وهي هيئة مستقلة تقدم دراسات وتحليلات بهدف تشجيع التجارة والخدمات المالية في المملكة المتحدة.

المرحلة الأولى: والتي تمتد من النصف الثاني من عام 2007 إلى غاية الربع الأول من سنة 2008، استثمرت خلالها صناديق الثروة السيادية ما يعادل 60 مليار دولار في المؤسسات الغربية التي كانت تعاني من صعوبات مالية، وأبرز الصناديق السيادية المستثمرة في هذه المؤسسات الصناديق التابعة إلى دول الشرق الأوسط والدول الآسيوية، والتي استثمرت في مؤسسات عالمية مثل: Merrill Lunch-UBS-City Group-Morgan Stanley-Barclays Bank، حيث نجد أكثر من 80% من إستثمارات هذه الصناديق السيادية خلال هذه الفترة في الأسواق الأجنبية.

وخلال بضعة أشهر من استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق الأمريكية والأوروبية، تعرضت هذه الأخيرة إلى تراجع حاد جدا في قيمة أسهمها هذا ما أدى إلى تكبد الصناديق السيادية خسائر معتبرة.

المرحلة الثانية: تمتد من النصف الثاني من عام 2008 إلى أوائل سنة 2009، خفضت الصناديق السيادية من استثماراتها في الأسواق الأجنبية بهدف مساعدة بنوكها المحلية وكذا تحقيق الإستقرار في الأسواق المالية المحلية التي بدأت تتأثر بالإنكماش الإقتصادي العالمي والإنخفاض في أسعار المواد الخام، كما بدأت الصناديق السيادية خلال هذه الفترة تشهد انتقادات من قبل الرأي العام في بلدانها بعد تسجيلها لسلسلة من الخسائر.

المرحلة الثالثة: منذ منتصف سنة 2009 بدأت الصناديق السيادية تسترجع تدريجيا شهرتها للإستثمار الأجنبي، فأكثر من 80 مليار دولار استثمرت خلال اثنتا عشر شهرا أي إلى غاية جوان 2010 في الأسواق الأجنبية، وبدرجة أكبر في الأسواق الأوروبية، كما تبين عمليات الإستحواذ الأخيرة لصناديق الثروة السيادية بأنها سوف تكون أصغر حجما وأكثر تنوعا في السنوات المقبلة وذلك بهدف تنويع مداخل محفظتها الإستثمارية.

كما يمكن ملاحظة أن الصناديق السيادية سارعت خلال الأزمة في إنقاذ المؤسسات المالية العالمية المتعثرة والتي تعاني من أزمة سيولة، كما إستغلت هذه الصناديق الفرصة في الإستثمار في أكبر المؤسسات الأمريكية والأوروبية في العالم، والدليل على ذلك أنه رغم استحواذ الصناديق على حجم رأسمال ضخم جدا قبل نشوب الأزمة (أنظر الملحق رقم 05) إلا أنها لم تضخ تلك السيولة بمثل ما ضختها خلال الفترة 2007-2008م.

¹ - Marko Maslakovic, Financial Markets Series Sovereign Wealth Funds, Report, the city UK, april 2011, p8.

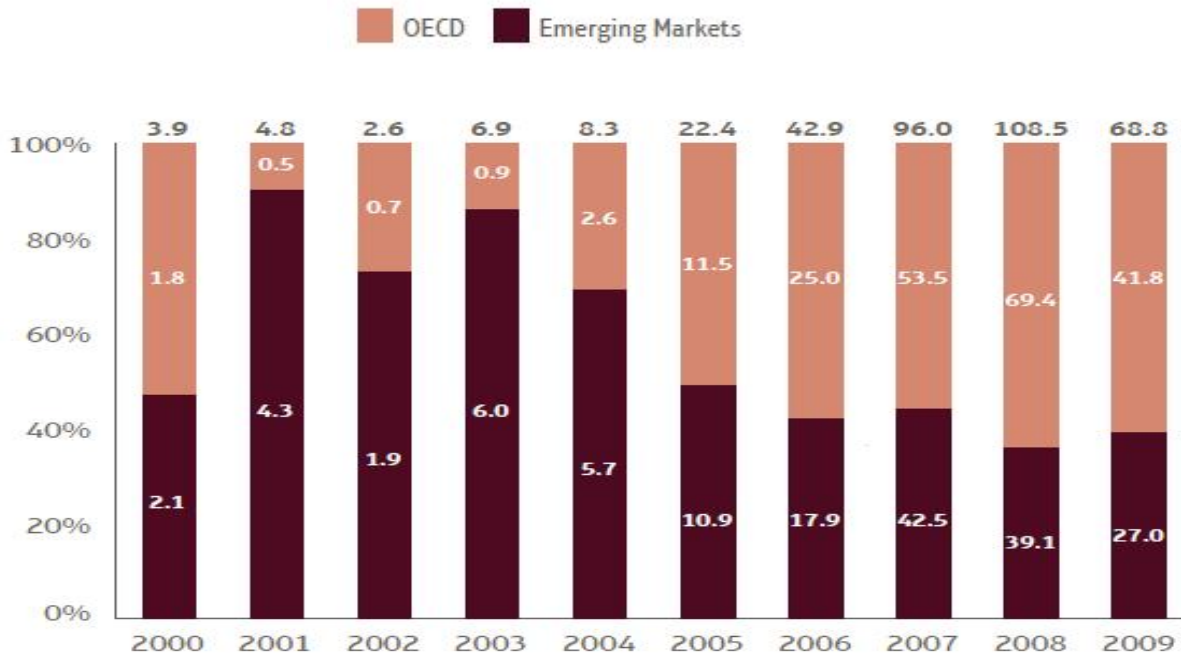
المطلب الثالث: التوجهات الجغرافية والقطاعية للصناديق السيادية خلال الأزمة

نستعرض فيما يلي التوجهات الجغرافية والقطاعية للصناديق السيادية خلال أزمة الرهن العقاري:

1-التوجهات الجغرافية

كما سبق وأن تطرقنا في الجانب النظري من دراستنا، تميل صناديق الثروة السيادية قبل أزمة الرهن العقاري إلى الإستثمار في الأسواق الأجنبية، وبالضبط في أسواق الدول الآسيوية، الإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية بالدرجة الأولى، إلا أن ظروف الأزمة وتكدد الصناديق السيادية لخسائر ضخمة جعلتها تغير من استراتيجيتها وهذا ما سنحاول التعرف عليه. حيث يبين الشكلان التاليان تطور حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والدول الناشئة خلال الفترة (2000-2009). وتطور عدد صفقات صناديق الثروة السيادية داخل وخارج البلد خلال نفس الفترة.

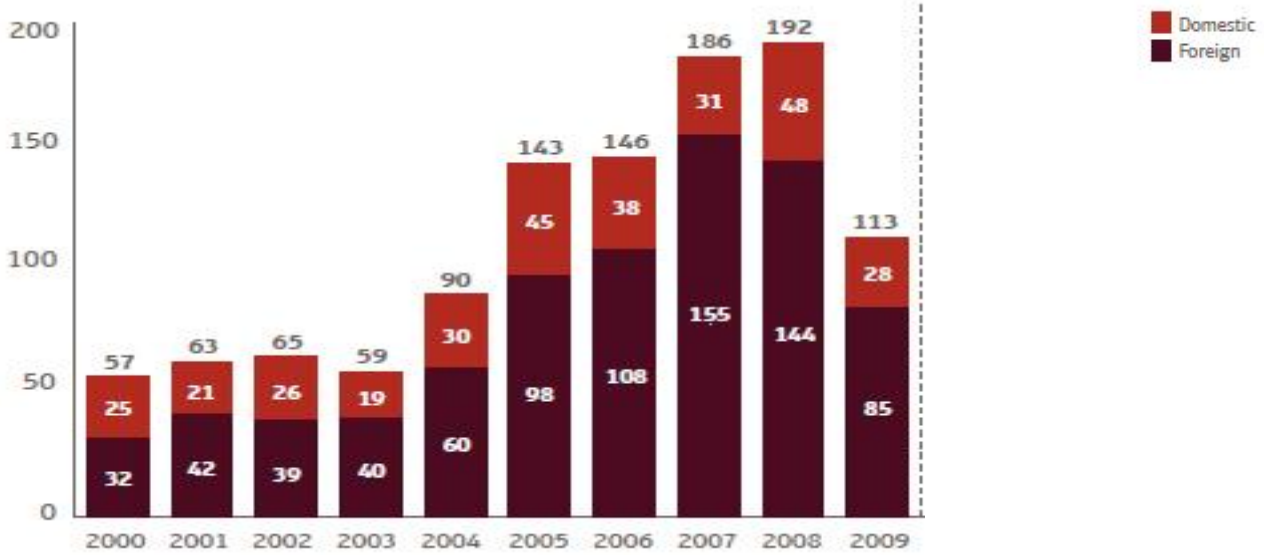
الشكل رقم(5-49): تطور حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والدول الناشئة خلال الفترة (2000-2009) بالمليار الدولار



Source; Victoria Barbary et Bernardo Bortolotti, Braving the New World, Sovereign Wealth Fund in the Uncertain Times of 2010, op cit, p22.

الشكل رقم (5-50): تطور عدد صفقات صناديق الثروة السيادية داخل وخارج البلد خلال الفترة

(2009-2000)



Source; William Miracky and Bernardo Bortolotti ,Back on Course, Sovereign Wealth Fund Activity in 2009, Monitor FEEM, SWF Annual Report 2009, p23.

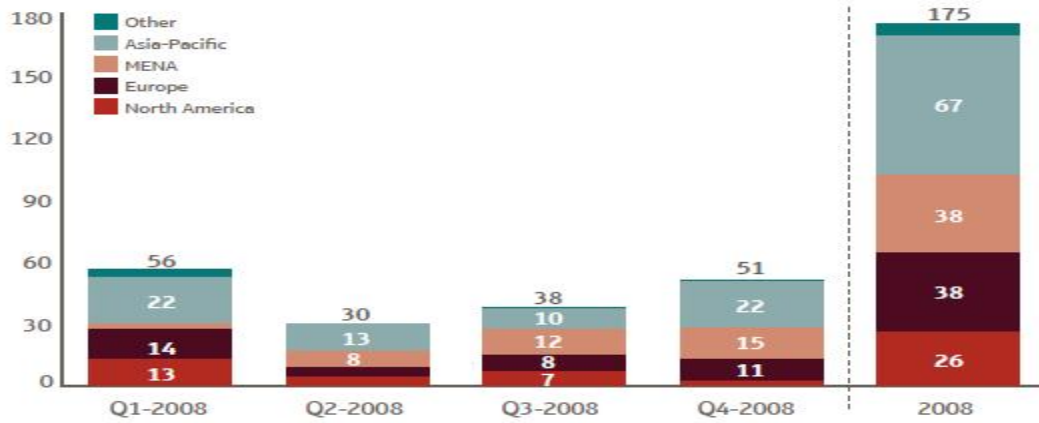
يتبين لنا من خلال الشكلين السابقين ارتفاع حصة استثمارات صناديق الثروة السيادية في الدول الناشئة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2004، ثم ميلها إلى الإستثمار أكثر في الدول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية" خلال فترة الأزمة 2007-2008 والتي كان خلالها الإستثمار في الدول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية" تقريبا بنسبة 58% و 64% على التوالي، كما نلاحظ ميل صناديق الثروة السيادية إلى الإستثمار أكثر في السوق الخارجية قبل الأزمة وبعد الأزمة، ويمكن ارجاع ذلك إلى انخفاض فرص الإستثمارية في الداخل من جهة، وإلى انخفاض السيولة في الأسواق الدولية خلال الأزمة من جهة أخرى، مما دفع الصناديق السيادية إلى تدخلها بهدف دعم الإستقرار المالي. وفيما يلي نعرض بنوع من التفصيل التوجهات الجغرافية للصناديق خلال الأزمة:

2007: استثمرت صناديق الثروة السيادية خلال هذه السنة ما يعادل 96مليار دولار والتي قابلها ابرام 186 صفقة، وكانت أغلبية الصفقات في الأسواق الخارجية بـ 155 صفقة مقابل 31 صفقة فقط في الأسواق المحلية، كما كانت أغلبية صفقات الصناديق في أسواق منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بقيمة 53.5مليار دولار مقابل 42.5مليار دولار في الأسواق الناشئة.

2008: سجلت هذه السنة ارتفاعا في عدد الصفقات المبرمة محليا من 31 صفقة سنة 2007 إلى 48 صفقة سنة 2008، وهذا ما يمثل ارتفاعا بأكثر من 54%، كما نلاحظ مواصلة ارتفاع الإستثمار في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية من 53.5 مليار دولار سنة 2007 إلى 69.4 مليار دولار سنة 2008.

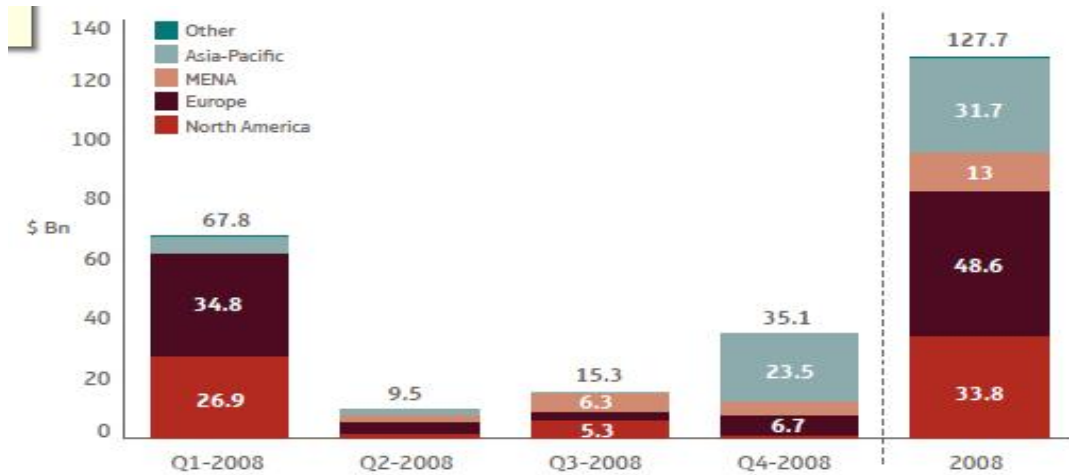
وللتعرف أكثر على التوجهات الإستثمارية للصناديق على مدار سنة 2008 نستعرض الشكليين التاليين:

الشكل رقم (5-51): التوجهات الجغرافية للصناديق الثروة السيادية حسب عدد الصفقات خلال سنة 2008



Source: William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, Monitor FEEM, SWF Annual Report 2008, p14.

الشكل رقم (5-52): التوجهات الجغرافية للصناديق الثروة السيادية بالقيمة خلال سنة 2008



Source: William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, op cit, p19.

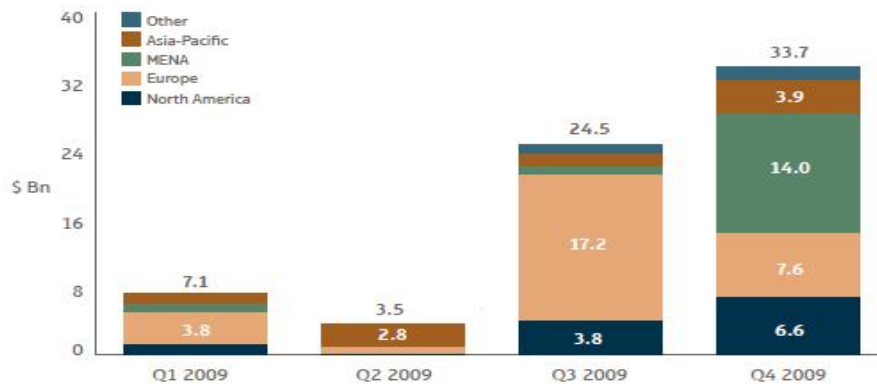
يتضح لنا من خلال الشكلين السابقين إنخفاض إستثمارات الصناديق السيادية خلال الفصل الثاني بشكل كبير عما كانت عليه في الفصل الأول، من 67.8 مليار دولار إلى 9.5 مليار دولار، أي انخفاض بحوالي 86% . كما أن الربع الثالث والرابع شهدا إنخفاضا من حيث القيمة المستثمرة مقارنة بالفصل الأول بأكثر من 77% و 48% على التوالي.

كما يمكن ملاحظة أن الإستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا خلال السنة هما الأكثر تضررا بالمقارنة بالربعين الأول، حيث نجد أنه " في الربع الثاني أبرمت الصناديق السيادية صفقتين فقط في الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 400 مليون دولار وفي أوروبا 4 صفقات بقيمة 3.5 مليار دولار، في حين استثمرت الصناديق في الربع الأول على التوالي في المنطقتين 12 صفقة بقيمة 26.4 مليار دولار و 13 صفقة بقيمة 33.3 مليار دولار".¹

2009: سجلت هذه السنة انخفاض القيمة المستثمرة بأكثر من 36% مقارنة بسنة 2008، كما انخفضت كذلك استثمارات صناديق الثروة السيادية في أسواق منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية من 69.4 مليار دولار سنة 2008 إلى 41.8 مليار دولار سنة 2009، أي انخفاض بأكثر من 39%، أما فيما يخص الإستثمار المحلي فقد تراجع هو الآخر من 48 صفقة سنة 2008 إلى 28 صفقة سنة 2009.

ولتحليل استثمارات صناديق الثروة السيادية على مدار السنة، والتفصيل أكثر حول التوجهات الجغرافية للصناديق خلال سنة 2009، نستعرض الشكلين التاليين:

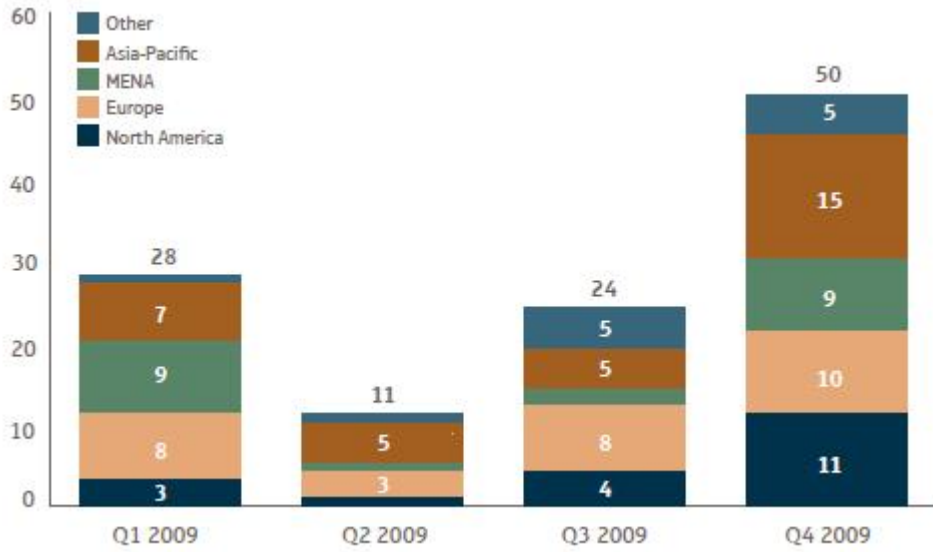
الشكل رقم (5-53): التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية بالقيمة خلال سنة 2009



Source: William Miracky and Bernardo Bortolotti, Back on Course, Sovereign Wealth Fund Activity in 2009, op cit, p33.

¹ - William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm , Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, op cit -p14.

الشكل رقم (5-54): التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية حسب عدد الصفقات خلال سنة 2009



Source: William Miracky and Bernardo Bortolotti, Back on Course, Sovereign Wealth Fund Activity in 2009, op cit, p34.

يتضح لنا من خلال الشكلين السابقين أن النصف الثاني من سنة 2009 هو الأكثر انخفاضا سواء من حيث القيمة أو من حيث عدد الصفقات، إلا أنه خلال النصف الثالث والنصف الرابع استرجعت خلالهما الصناديق عافيتها، وبالمقابل كانت أسواق الدول الناشئة هي الهدف الرئيسي لاستثمارات الصناديق وخاصة خلال الربع الرابع.

كما نلاحظ من خلال الشكلين السابقين تراجع الإستثمارات في ثلاثة أسواق رئيسية خلال الفصل الثاني وهي الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي ودول "MENA"، وبالمقابل زيادة الإستثمار في الدول الناشئة، حيث استثمرت الصناديق خلال الفصل الرابع ما يعادل 15 صفقة في الدول الناشئة بمعنى أكثر من 30% من إجمالي عدد الصفقات.

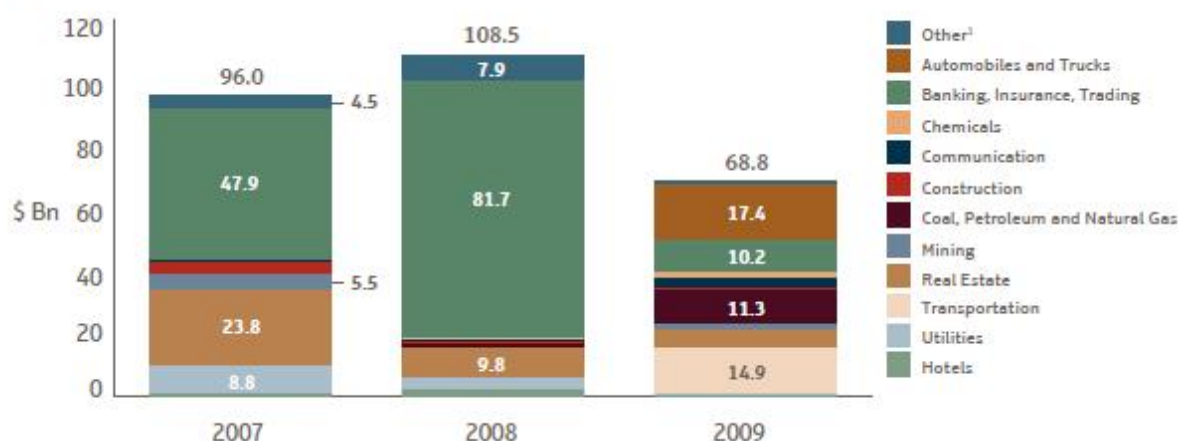
2- التوجهات القطاعية للصناديق خلال الأزمة 2007-2009

كما سبق وأن أشرنا في الجانب النظري، تميل صناديق الثروة السيادية إلى الإستثمار خلال السنوات الأخيرة في القطاع المالي والعقاري بالدرجة الأولى، وفيما يلي سوف نحاول معرفة التوجهات القطاعية للصناديق خلال أزمة الرهن العقاري 2007-2009 .

يبين لنا الشكل في الأسفل التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية بالحجم خلال الفترة 2007-

2009:

الشكل رقم (5-55): التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية بالحجم خلال الفترة 2007-2009



Source: William Miracky and Bernardo Bortolotti, Back on Course , Sovereign Wealth Fund Activity in 2009, op cit, p19.

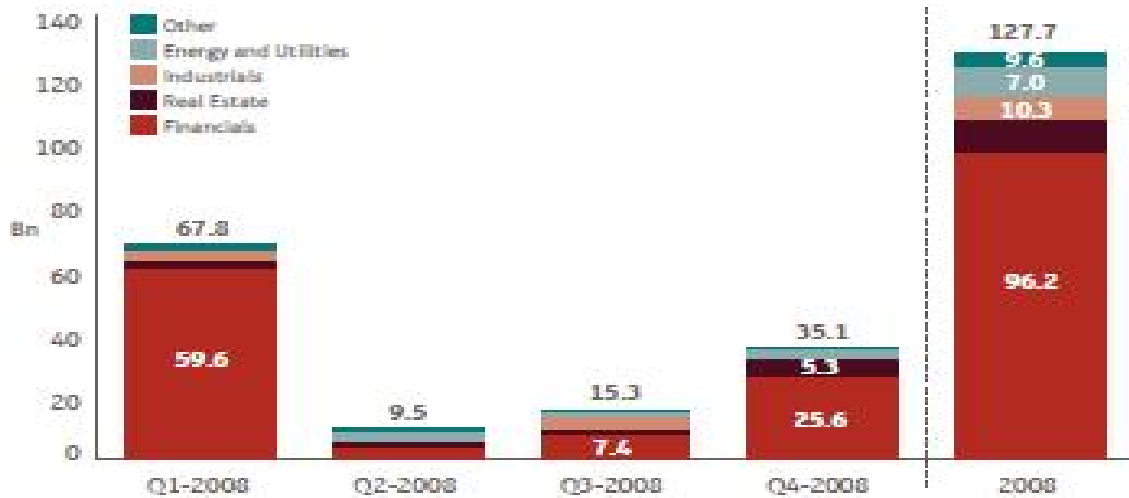
يتضح لنا من خلال الشكل السابق تراجع حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية من 108.5 مليار دولار سنة 2008 إلى 68.8 مليار دولار سنة 2009 والذي رافقه تراجع حجم الإستثمارات في القطاع المالي من 81.7 مليار دولار سنة 2008 إلى 10.2 مليار دولار سنة 2009، مقابل زيادة الإستثمار في القطاعات الأخرى خلال الفصل الرابع مثل القطاع الطاقوي الذي أصبح يمثل أكثر من 16% من مجمل استثمارات الصناديق وقطاع النقل (21%) ، وفيما يلي تحليل أكثر تفصيلا لتوجهات القطاعية للصناديق السيادية خلال فترة الأزمة:

2007: نلاحظ من خلال الشكل السابق أن أغلبية استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال هذه السنة باتجاه قطاع الخدمات المالية، حيث استثمرت الصناديق في هذا القطاع ما قيمته 47.9 مليار دولار أي تقريبا 50% من إجمالي القيمة المستثمرة، يليه قطاع العقارات بقيمة 23.8 مليار دولار (أي تقريبا 25%) ثم يليها كل من قطاع المرافق والتعدين بقيمة 8.8 مليار دولار و 5.5 مليار دولار على التوالي.

2008: سجلت هذه السنة ارتفاع في استثمارات صناديق الثروة السيادية في قطاع الخدمات المالية، والتي استحوذت على ما قيمته 81.7 مليار دولار وهذا ما يمثل حوالي 75.3% من إجمالي القيمة المستثمرة، وفي المقابل سجل قطاع العقارات انخفاضا كبيرا مقارنة بسنة 2007 من 23.8 مليار دولار إلى 9.8 مليار دولار، أي انخفاض بحوالي 59%، ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى أزمة الرهن العقاري، أما القطاعات الأخرى فسجلت ارتفاعا من 4.5 مليار دولار سنة 2007 إلى 7.9 مليار دولار سنة 2008.

ورغم أن سنة 2008 تمثل السنة التي سجلت فيها صناديق الثروة السيادية أكبر استثمار من حيث القيمة، إلا أنها لم تخلو من انخفاض و ارتفاع، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (5-56): قيمة صفقات الصناديق السيادية حسب القطاعات لسنة 2008



Source ; William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, op cit, p13

نستنتج من خلال الشكل السابق أن الربع الثاني من سنة 2008 تمثل الفترة التي سجلت فيها صناديق الثروة السيادية أكبر انخفاض في حجم استثماراتها، و التي انخفضت من 67.8 مليار USD خلال الربع الأول إلى 9.5 ملايين USD خلال الربع الثاني.

فحسب تقرير * Monitor FEEM لسنة 2008 يرجع السبب في تراجع استثمارات صناديق الثروة السيادية و خاصة في القطاع المالي الذي انخفض من 59.6 ملايين USD خلال الفصل الأول إلى أقل من 4 ملايين USD خلال الفصل الثاني إلى الخسائر التي تكبدتها أكبر المؤسسات العملاقة الأمريكية و الأوروبية، فمثلاً سجلت Citigroup تراجعاً بنسبة 30% في الربع الأول، هذا ما دفع بعض الصناديق إلى التوجه نحو الإستثمار في صناديق الأسهم الخاصة".¹

فوفقاً لنفس التقرير السابق لسنة 2008 ، يعتبر انهيار بنك Bear Stream في منتصف شهر مارس السبب الرئيسي في تراجع حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية و خاصة في منطقة "منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية" خلال الربع الثاني من سنة 2008 ، حيث انخفضت عدد الصفقات خلال الربع الثاني بتقريباً 50% (من 56 إلى 30).²

* FEEM مؤسسة بحثية غير ربحية تأسست سنة 1989 في إيطاليا، وبدأت العمل الفعلي سنة 1990، تطورت FEEM لتصبح في الوقت الراهن من أكبر مراكز البحث، تقدم تحاليل في عدة مجالات منها، البيئة ، الطاقة و الأسلحة الاقتصادية العالمية.
<http://www.feem.it/getpage.aspx?id=22&sez=For%20the%20media>

¹ - William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, op cit, p13.

² - William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, op cit, p14.

كما يعتبر القطاع المالي الأكثر تضررا خلال الربعين الثالث و الرابع و التي من خلالهما أبرمت صناديق الثروة السيادية صفقتين فقط في منطقة منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية¹، و المتمثلتين في استثمار Qatar Investment Authority (QIA) في بنك Barclays في المملكة المتحدة في جوان بقيمة 3.5 ملايير USD، و استثمار Holding Tamasek في Merrill Lynch في جويلية بقيمة 3 ملايير USD، أما خلال الفصل الرابع من سنة 2008، فقد أبرمت الصناديق السيادية صفقتين في القطاع المالي الأوروبي، والمتمثلتين في استثمار QIA في Credit suisse و Barclays. كما اتجهت صناديق الثروة السيادية نحو الاستثمار في المؤسسات التكنولوجية و الصناعية وهذا بهدف تحسين تحويل تكنولوجية إلى اقتصادهم المحلي، فمن بين أهم الإستثمارات نجد شراء صندوق QIA نسبة 3% من العملاق التكنولوجي الألماني Siemens بقيمة تتجاوز 3 مليارات دولار.¹

2009: تميزت استثمارات هذه السنة بالتوزيع الأكثر توازنا مقارنة بالسنتين السابقتين، حيث نلاحظ التراجع الضخم في حجم الإستثمارات الموجهة إلى القطاع المالي، والتي أصبحت تمثل 10.2 مليار دولار أي تقريبا 15% فقط من إجمالي القيمة المستثمرة، وهذا ما يمثل تراجعا بأكثر من 87% مقارنة بسنة 2008، ويمكن إرجاع السبب في هذا التراجع إلى الخسائر الضخمة التي تكبدتها أكبر المؤسسات الأمريكية والأوروبية إضافة إلى الإنتقادات التي وجهت إلى هذه الصناديق. إضافة إلى ذلك نلاحظ تراجع الإستثمارات في القطاع العقاري مما كان عليه سنة 2008، وفي الأخير نلاحظ أن صناديق الثروة السيادية أصبحت تميل إلى الإستثمار في القطاعات الأخرى الأكثر ضمانا مثل التكنولوجيا، الطاقة والغاز.

المبحث الثاني: أثر أزمة الرهن العقاري على حجم أصول واستثمارات صناديق الثروة السيادية

بعد دراستنا لدوافع تدخل صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة وتوجهاتها القطاعية والجغرافية، سوف نحاول من خلال هذا المبحث إستعراض تأثيرات أزمة الرهن العقاري على الصناديق السيادية سواء على حجم أصولها المالية أو على تركيبة إستثماراتها المالية ولكن قبل ذلك سوف نحاول التطرق إلى تأثير الأزمة على المؤسسات المالية التي استثمرت فيها الصناديق خلال الأزمة.

المطلب الأول: تعثر أكبر المؤسسات المالية وإشهار إفلاسها

يعتبر القطاع المصرفي من أكثر القطاعات المتضررة، حيث يمثل الفصل الرابع من سنة 2007 والأول من سنة 2008 سقف حجم الخسائر المسجلة من قبل البنوك على المستوى العالمي، والتي تساوي 166,5 و 168,5 ملايير دولار على التوالي. استمرت الخسائر المسجلة من قبل البنوك في نفس مستوى الفصلين

¹ - William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, op cit, p14.

السابقين بحوالي 70,2 مليار دولار بالنسبة لأمريكا الشمالية، عكس أوروبا التي سجلت انخفاضا في حجم الخسائر من 87,5 مليار دولار في الفصل الأول لسنة 2008 إلى 40,5 ملايير دولار خلال الفصل الثاني من نفس السنة، أما خلال الفصل الثالث فقد سجلت فيه بنوك أمريكا الشمالية ارتفاعا كبيرا جداً في حجم الخسائر وصلت إلى 165,2 مليار دولار، و التي يرجع النصف منها إلى الخسائر المحققة من قبل " (Wachovia) و (Whashington Mutual) ¹. والجدول التالي يبين النتائج المسجلة من قبل أكبر البنوك الأمريكية خلال الفصل الثالث من سنة 2007-2008.

الجدول رقم (5-27) : النتائج المسجلة من قبل أكبر البنوك الأمريكية خلال الفصل الثالث من سنة 2007-2008 .

النتائج الصافية (مليار دولار)			
التغير %	الفصل الثالث 2008	الفصل الثالث 2007	
68,25-	1177	3698	Bank of America
27,3	2815	2212	Citibank
84,4-	0527	3370	Jp Morgan
24,4-	1640	2170	Wells Fargo
7,3-	414	1526	Morgan Stanley
71,1-	0810	2806	Goldman Sachs
Ns	5152	2241	Merrill lynch
-76,1	3231	13541	المجموع

Source; Quignon Laurent, op cit, p4

ترتب عن الخسائر الضخمة المحققة من قبل البنوك عدم قدرتها على مزاولة نشاطها و من ثم إشهار إفلاسها. حيث تعتبر الو م أ الدولة التي عرفت أكبر عدد إفلاس بنكي وصل إلى 25 بنكا سنة 2008. والجدول التالي يبين تطور عدد الإفلاسات البنكية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2001-2008).
الجدول رقم (5-28): تطور عدد الإفلاسات البنكية في الولايات المتحدة الأمريكية (2001-2008)

السنة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
عدد البنوك المفلسة	4	11	1	4	0	0	3	25

Source; Banque de France, la crise financière, documents et débats, n°2, février 2009,P50.

¹ - Quignon Laurent, les banques; un secteur frappé par la crise, revue problèmes économiques, N°2960, décembre2008, p3.

وعليه ترتب عن الخسائر الضخمة التي تكبدتها البنوك وإفلاس العديد منها خاصة الأمريكية جراء هذه الأزمة، تغير في المرتبة التي كان يستحوذ عليها كل بنك قبل الأزمة ماعدا محافظة البنك الصيني على مرتبته الأولى برأسمال يقدر بـ 208.398 مليار دولار، كما أصبح البنك البريطاني (HSBC) ثاني أكبر بنك في العالم بعدما كان يستحوذ على المرتبة الثالثة برأسمال يقدر بـ 193.682 مليار دولار (أنظر الملحق رقم 16).

هناك اختلاف في تقدير حجم الخسائر الإجمالية التي تكبدتها الصناديق السيادية بسبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية حيث قدرت مؤسسة "مورغان ستانلي" أن صناديق الثروة السيادية تعرضت لخسائر تتراوح بين 500 و 750 مليار دولار أمريكي بحيث تقلص إجمالي الموجودات التي تديرها من 3000 مليار دولار إلى ما بين 2300 و 2500 مليار دولار في غضون اثني عشر شهرا، كما توقعت المؤسسة نفسها أن تصل قيمة موجودات الصناديق إلى 9700 مليار دولار سنة 2015 بدلا من 12000 مليار دولار المتوقعة من طرف نفس المؤسسة أوائل صيف 2007.²

¹ - banque de France, document et débat, op cit ,p50.

188

1-الفئة الأولى الصناديق الحياضية : بمعنى لم تتأثر بالأزمة و التي بلغ عددها 15 صندوقا والمذكورة في الجدول التالي:

الجدول رقم(5-29): الصناديق السيادية التي لم تتأثر بالأزمة

الصناديق السيادية	2008 ٢٠٠٨ ٢٠٠٨	2009 ٢٠٠٩ ٢٠٠٩
Government Pension Fund	396.5	396.5
Algérie revenue Regulation fund	47	47
Investment Corporation of Dubai	82	82
Kazakistan national fund	38	38
Brunei investment agency	30	30
Mumtalakat holding company	14	14
Pula fund	6.9	6.9
Public investment fund	5.3	5.3
China Africa development fund	5	5
Alabama trust fund	3.1	3.1
Rak investment authority al kamah	1.2	1.2
FIEM	0.8	0.8
Revenue equalisation reserve fund	0.4	0.4
National fund for hydrocarbon reserve	0.3	0.3
Oil stabilisation fund	12.9	12.9
٢٠٠٩ ٢٠٠٩ ٢٠٠٩	644.4	644.4

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على الملحق رقم 17.

من خلال الجدول السابق نجد أصول صناديق الثروة السيادية المقيمة بملايير الدولارات، التي لن تتغير من اوت 2008 إلى أوت 2009 ، مثل Government Pension Fund التي بقيت قيمة أصولها ثابتة 396.5 ملايير دولار، كما تستحوذ هذه الصناديق السيادية لوحدها على 644.4 ملايير دولار في أوت

2008. قد يرجع استقرار حجم أصول صناديق الثروة السيادية إلى التوزيع الجغرافي لإستثمارات هذه الصناديق، كما أن معظم هذه الصناديق ذات رأسمال جد ضعيف مثل الصندوق " National Fund For Hydrocarbon reserves " بحجم أصول مساويا إلى 0.3 ملايير دولار أو الصندوق " Revenu Equalisation Reserve Fund " برأسمال 0.4 ملايير دولار.

وأخيرا ننوه أن العديد من الدول التي تستحوذ على أكثر من صندوق سيادي سجلت اختلاف في حجم أصول صناديقها مثل، السعودية التي سجلت استقرارا في حجم أصول صندوق سيادي واحد من بين الصندوقين التي تمتلكها، و كما هو الحال للولايات م.أ ، الصين ، الإمارات العربية المتحدة بـ $\frac{1}{4}$ ، $\frac{1}{5}$ ، $\frac{2}{5}$ على التوالي من الصناديق التي سجلت استقرار في حجم أصولها المالية.

2- الفئة الثانية:

الصناديق التي سجلت تراجعاً في حجم أصولها و التي عددها 15 صندوقاً، والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم (5-30): نسبة تراجع أصول صناديق الثروة السيادية (2008-2009)

نسبة التغير	حجم تراجع في الأصول المالية (مليار دولار)	الاسم	الترتيب
26%-	248.4	Abu-dhabi investment authority	01
25%-	82.5	Government of singapour investment	02
23%-	61.6	Koweit Investment authority	03
9%-	12	Temasek Holding	04
23%-	14.9	Australian futur fund	05
10%-	3	Korea investment fund	06
32%-	13.1	Alaska permanent fund	07
10%-	2.6	Khazanah national fund	08
26%-	4.3	New Mexico state office investment	09
33%-	5	Alberta's heritage fund	10
14%-	1.6	Excess crude account	11
41%-	6.1	New zeland super annuation,fund	12
7%-	0.3	Permanent wyoming mineral trust	13
81%-	2.2	State capital investment corporation	14
25%-	8	National pension reserve fund	15
	465.6	المجموع	

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 17.

يتضح لنا من خلال الجدول السابق أنه تقدر قيمة التراجع في حجم أصول الصناديق السيادية بـ 465.6 مليار دولار، والتي سجلت معظمها تراجع في حجم أصولها بنسبة تتراوح ما بين -8% و -3% ما عدا الصندوق الفيتنامي State Capital Investment Corporation الذي سجل تراجعاً بـ (-81%).

3- الفئة الثالثة:

الصناديق التي سجلت ارتفاعاً في حجم أصولها و التي عددها 14 صندوقاً، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (5-31): نسبة زيادة حجم أصول الصناديق السيادية خلال الفترة (2008-2009)

الرقم	الصندوق	حجم زيادة أصول الصناديق من سنة 2008 إلى سنة 2009 (مليار دولار)	نسبة الزيادة %
01	CIC	88.60	44+%
02	SAMA holding foreign investment	65.8	18+%
03	SAFE investment company	35.5	10+%
04	HRMF	20.4	11+%
05	national welfare fund	16	9+%
06	lybian authority investment	15	30+%
07	national social security fund	8.4	6+%
08	Social and economic stabilisation	6.3	40+%
09	state general reserve fund	6.2	310+%
10	QIA	5	8+%
11	Mubadala developpement company	4.7	47+%
12	houtage and stabilisation fund	2.4	480+%
13	state oil fund	1.7	16+%
14	TLPF Timor leste petroleum fund	1.2	40+%
المجموع		277.2	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 17.

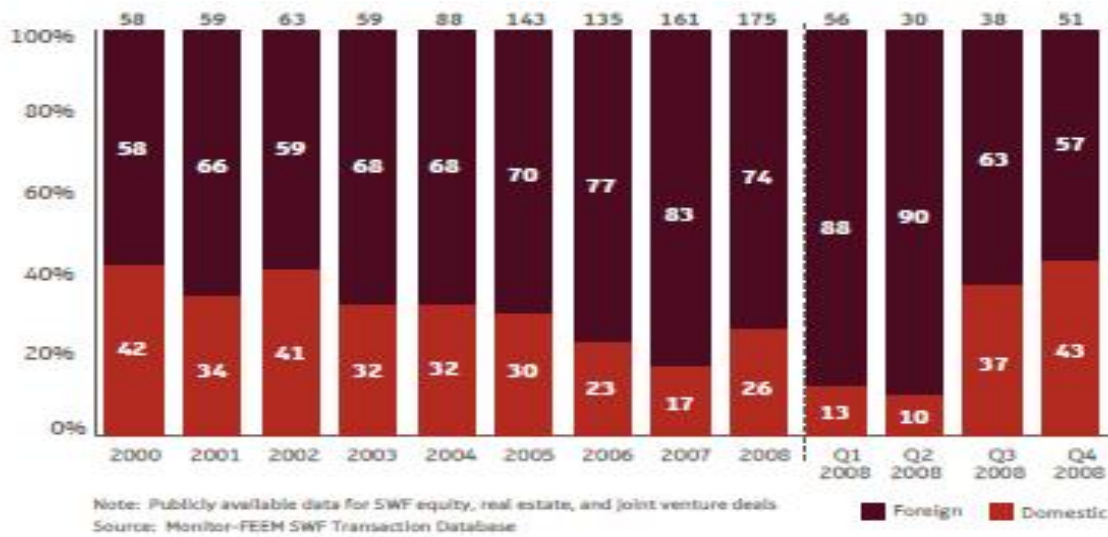
معظم الصناديق التي سجلت ارتفاعا في حجم أصولها المالية تعتبر صناديق بترولية مستفيدة من ارتفاع أسعار البترول، و التي سجلت -مجتمعة- ارتفاعا في حجم أصولها بقيمة 277.2 مليار دولار.

وعليه فمن خلال التحليل السابق يمكن ملاحظة أن مجمل هذه الصناديق (44 صندوقا) سجلت تراجعاً بقيمة 188 مليار دولار ، صحيح أنها قيمة كبيرة و لكن إذا قارناها مع مجمل أصول هذه الصناديق في أوت 2008 و المتمثلة في 3929.2 مليار دولار ، فنجدها لا تمثل سوى 5% من مجمل أصول صناديق الثروة السيادية.

المطلب الثالث: التحول إلى الأسواق المحلية

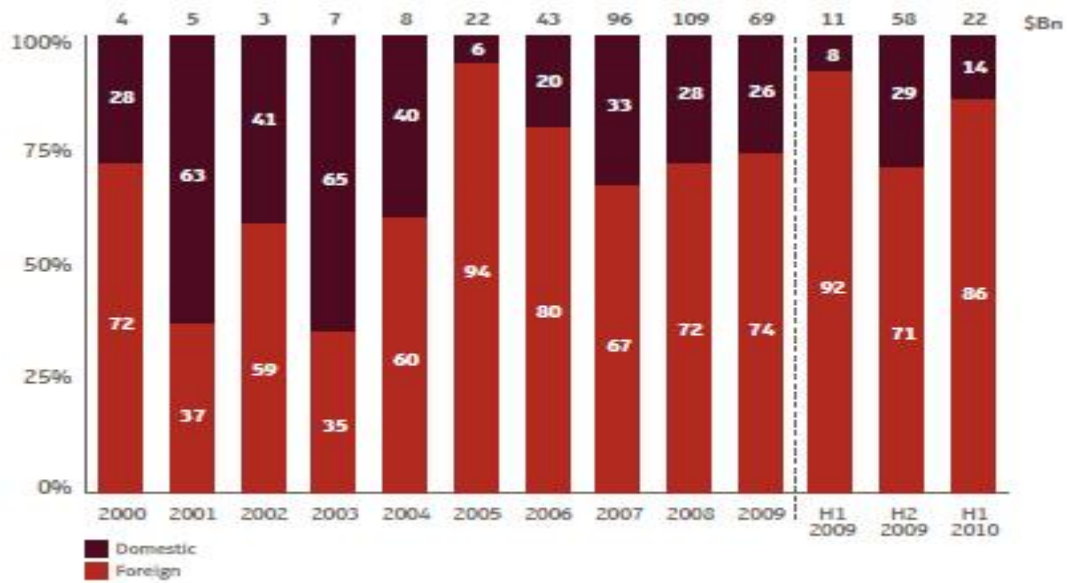
مثلها مثل بقية المستثمرين التأسيسيين لم تستبعد صناديق الثروة السيادية من الآثار السلبية للأزمة، لذا حاولت التخفيض من حدة هذه الأخيرة من خلال التغيير في استراتيجيتها القطاعية والجغرافية والتحول إلى الأسواق المحلية، حيث يبين لنا الشكلان التاليان استثمارات صناديق الثروة السيادية بعدد الصفقات وبالقمية داخل وخارج البلد .

الشكل رقم(5-57): نسبة عدد صفقات صناديق الثروة السيادية داخل وخارج البلد(2000-2008)



Source; William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, op cit, p16.

الشكل رقم (5-58): حجم استثمارات الصناديق السيادية داخل وخارج البلد (2000-2010)



Source ; Victoria Barbary Bernardo Bortolotti Veljko Fotak William Miracky, Sovereign Wealth Fund Investment Behavior Semi-Annual Report, Monitor FEEM, JANUARY-JUNE 2010, p13

يتضح لنا من خلال الشكلين السابقين زيادة عدد صفقات صناديق الثروة السيادية من سنة 2000 إلى 2007 من 58 صفقة إلى 161 صفقة، كما يمكن ملاحظة أن النسبة الكبرى من استثمارات هذه الصناديق تتم في السوق الأجنبية بنسبة تفوق عموماً 60% للسوق الأجنبية و 40% للسوق المحلية.

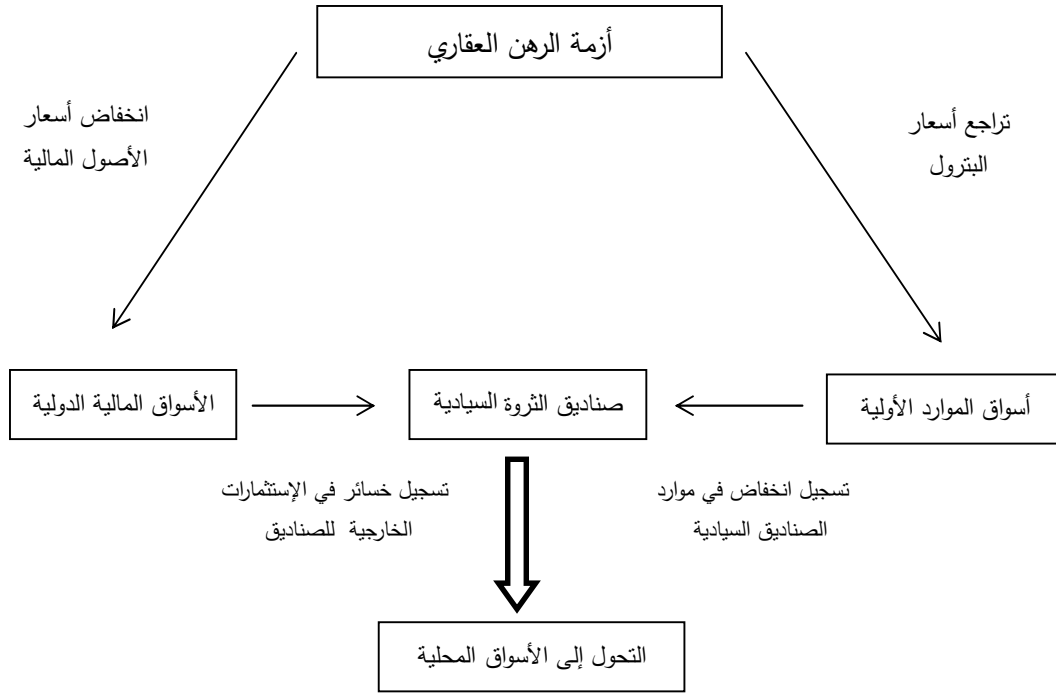
كما يتبين لنا ارتفاع عدد صفقات الصناديق في السوق المحلية و خاصة مع اشتداد الأزمة أي خلال الربع الرابع من سنة 2008 أين أصبحت تمثل الإستثمارات المحلية حوالي 43% من مجموع الصفقات بعدما كانت 13% فقط خلال الربع الأول من سنة 2008، أما بالنسبة للعام الكامل فقدرت عدد الصفقات في السوق المحلية بحوالي 26% من مجموع استثمارات الصناديق مقابل 74% للسوق الأجنبية، أي العودة تقريباً إلى نفس مستوى سنة 2006. كما أبرمت صناديق الثروة السيادية خلال سنة 2008 ما يعادل 175 صفقة بقيمة 109 ملايين دولار، بعدما كانت 161 صفقة سنة 2007 بقيمة 96 مليار دولار.

وعليه نلاحظ خلال سنة 2008 تغير الإستراتيجية الإستثمارية للصناديق وميلها إلى الإستثمار في السوق المحلية و التي ارتفعت نسبة عدد الصفقات فيها من 17% سنة 2007 إلى 26% سنة 2008. كما أن ميل هذه الصناديق نحو الإستثمار في السوق المحلية كان خاصة خلال الربع الرابع والثالث، حيث أصبح يمثل الإستثمار المحلي حوالي 40% من مجموع استثمارات الصناديق أي تقريباً نفس النسبة التي كانت عليها سنة 2000.

أما خلال سنة 2009 فنلاحظ التراجع الكبير في حجم استثمارات الصناديق سواء في السوق المحلية أوالسوق الأجنبية، من 109 ملايين دولار سنة 2008 إلى 69 ملايين دولار سنة 2009، أي انخفاض بأكثر من

36% وهذا راجع الى تكبد الصناديق لخسائر ضخمة مما دفعها إلى تخفيض في حجم استثماراتها(خاصة خلال الربع الثاني من سنة2008)، غير أن هذا التراجع في حجم استثمارات الصناديق رافقه ارتفاع طفيف في حصة الإستثمارات الموجهة للسوق الأجنبية التي ارتفعت من 72% سنة2008 إلى 74% سنة2009. من خلال كل ما سبق ذكره يمكن تلخيص تأثير أزمة الرهن العقاري على صناديق الثروة السيادية في الشكل التالي:

الشكل رقم(5-59): تأثير أزمة الرهن العقاري على صناديق الثروة السيادية



المصدر: من إعداد الباحثة

المبحث الثالث: الجهود الدولية لوضع إطار منظم للصناديق السيادية و موقف الدول المتلقية لإستثماراتها

كانت استثمارات صناديق الثروة السيادية خاصة خلال عام 2008 مادة لنقاش سياسي غزير، وحظيت وظيفة الصناديق واندماجها في النظام الإقتصادي العالمي، والمخاطر التي يمكن أن تفرضها على التنافسية الإقتصادية ومصالح الأمن القومي للاقتصادات المستقبلية، باهتمام خاص. وظهرت هذه النقاشات في ثلاثة ميادين مختلفة:

- في الميدان الدولي الذي تكيف بمعظمه نتيجة جهود مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية ومنظمة التعاون والتنمية الإقتصادية.

- في سياق العمليات السياسية الوطنية لاقتصادات المستقبلية للاستثمارات.
- في الاقتصادات المستثمرة بشكل متزايد.

وعليه نتج عن زيادة حجم وعدد صناديق الثروة السيادية في السنوات الأخيرة وخاصة مع إرتفاع حجم استثمارات خلال أزمة الرهن العقاري نقاشات عامة حادة، وكانت أهم مبادرة في هذا الصدد مجموعة عمل دولية.

المطلب الأول: القضايا المحيطة بصناديق الثروة السيادية

أصبحت تغطية صندوق النقد الدولي للترتيبات من نوع صناديق الثروة السيادية وعملياتها، مسألة مهمة سواء للاقتصاديات المحلية للبلدان التي توجد فيها هذه الصناديق، أو من المنظور الدولي للاستقرار المالي، وتداعيات الأسواق الرأسمالية. وقد طرحت القضايا الرئيسية التالية فيما يتعلق بصناديق الثروة السيادية، وذلك من وجهة نظر صندوق النقد الدولي:

1- التأثير على السياسات المحلية

ركزت التعليقات والدراسات بشأن صناديق الثروة السيادية على ¹:

- شفافية صناديق الثروة السيادية بما في ذلك حجمها، ومناهجها إزاء إدارة المخاطر، واستراتيجيات الإستثمار، والتأثير المحتمل للأهداف السياسية على استثمارات هذه الصناديق.
- دمج أنشطة الصناديق في الحسابات الخارجية والحكومية.
- تأثير تخصيصات أصول الصناديق على حركات رؤوس الأموال الدولية وأسعار الأصول.
- التقييدات الحمائية على الصناديق.
- شفافية نظم الإستثمار في البلدان المستوردة لرؤوس الأموال والقدرة على التنبؤ بها.
- وينبثق اهتمام صندوق النقد الدولي بصناديق الثروة السيادية من زاويتين اثنتين تعدان من مهامه الرئيسية هما:
- مراقبة الاستقرار الاقتصادي الكلي والاستقرار المالي.
- تأمين الأداء الفعال للنظام النقدي الدولي.

إن الطريقة التي تدرج بها صناديق الثروة السيادية على نحو ملائم في إطار السياسات المحلية، وفي تنسيق السياسات، مسألة لها أهميتها. ومن المعروف أن لأصول هذه الصناديق والعائدات التي تولدها تأثيرا كبيرا على المالية العامة، والوضع النقدي، وميزان المدفوعات، وروابط الميزانية العمومية. كما أنه بوسع صناديق الثروة السيادية أن تدعم السياسات المالية والنقدية وإدارة السيولة. ومع ذلك فإن هذه الصناديق قد تطرح أيضا تحديدات في مجال السياسة الاقتصادية الكلية، ولذلك فإنه من الضروري أن يكون ثمة تنسيق جيد بين هذه الصناديق والسلطات المالية والنقدية لضمان تحقيق أهداف السياسات الكلية.

¹ - أودارييرادس، وعدنان مزارعي وهان فان درهورن، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، قضايا لصناع السياسات، صندوق النقد الدولي، 2010، ص 65.

2- التأثير على التدفقات وأسعار الأسواق المالية

قد تؤثر عمليات صناديق الثروة السيادية على تدفقات وأسعار الأسواق المالية العالمية. وهذه الصناديق هي كيانات استثمارية طويلة الأجل، كما بإمكانها أن تصمد لفترات أطول أثناء هبوط الأسواق أو أن تستثمر في مسارات معاكسة للاتجاهات العامة للسوق. وهكذا، فإنه بوسع هذه الصناديق أن تكون عاملاً من عوامل تحقيق الإستقرار في الأسواق المالية. ومع ذلك فقد تنشأ ظروف يمكن أن تحدث فيها الصناديق تقلبات في الأسواق، ومثال ذلك، تأثير الإشاعات عن المعاملات، وتؤدي إلى سلوك القطيع، مما يفاقم التقلبات.¹

3 الحوكمة المؤسسية

تعتبر الحوكمة المؤسسية السليمة لصناديق الثروة السيادية مسألة حاسمة للأطراف المحلية المعنية. ومن المسلم به أن جوانب كثيرة من الحوكمة المؤسسية السليمة قابلة للتطبيق بوجه عام. فالمبادئ العامة المتعلقة بوظائف الملكية الرئيسية، ودور أصحاب المصلحة، والإفصاح والشفافية، وتدفق المعلومات بين الإدارة العليا ومجلس الإدارة، وتشكيل ومسؤوليات المجلس، كلها مسائل تنطبق على صناديق الثروة السيادية. ويتعين على هذه الصناديق أيضاً أن تضمن وجود عمليات كافية لإدارة المخاطر، والموارد البشرية والنظمية لأغراض مراقبة وإدارة المخاطر المالية والتشغيلية على نحو سليم، بما في ذلك المخاطر الناشئة عن الإستعانة بالمديرين الخارجيين للصناديق.²

4- أهداف الصناديق

أثارت البلدان المتلقية لإستثمارات صناديق الثروة السيادية شواغل بشأن أهداف هذه الصناديق، وممارساتها في مجال الإستثمار. ويتمثل الشاغل الرئيسي فيما إذا كانت لهذه الصناديق أهدافاً تجارية أو ربما كانت تستثمر لأهداف سياسية أو إستراتيجية. وثمة شاغل آخر وهو ما إذا كانت الصناديق إيجابية أو سلبية على الشركات التي تستثمر فيها.

وقدمت اقتراحات مختلفة لمعالجة هذه القضايا، بما في ذلك المعايير التي يمكن أن تغطي أهداف صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الإستثمارية، وحوكمتها ومساءلتها وشفافيتها. واقترح الخبراء أيضاً تغييرات معينة في السلوك الإستثماري لهذه الصناديق، وفي ممارستها لحقوق التصويت للحد من تصورات النفوذ السياسي. وثمة اقتراح مفاده أنه ينبغي لصناديق الثروة السيادية أن تستثمر فقط من بعد عن طريق مديرين للأصول يقومون بدور الوسيط.

وتناولت بعض الهيئات التنظيمية والوكالات والسلطات القطرية الأخرى بعض جوانب صناديق الثروة السيادية مباشرة، ومثال ذلك قضايا النزاهة السوقية، التي تتدرج في مجال الهيئات التنظيمية للسوق المحلية مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة. وتتدرج قضايا الأمن الوطني في مجال إجراءات السلامة الوطنية في المقام الأول (مثل لجنة الاستثمارات الأجنبية في الولايات المتحدة). وصاغت

¹ أوداريبرادس، وعدنان مزارعي وهان فان در هورن، مرجع سبق ذكره، ص66.

² -66

منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية التي تركز عملها على البلدان المتقدمة للإستثمارات، ممارسات تتعلق بمعاملة المستثمرين الأجانب في ظل الحماية الكافية للأمن الوطني.

المطلب الثاني: مجموعة عمل الدولية ومبادئ سانتيافو

رافق صعود صناديق الثروة السيادية نقاشات عامة حادة في شأن المخاطر التي قد تفرضها هذه الصناديق على الإقتصاد ومصالح الشركات، وكانت أهم مبادرة دولية في هذا الصدد مجموعة عمل الدولية لصناديق الثروة السيادية التي شكلها صندوق النقد الدولي، التي قامت بإنشاء مبادئ سانتيافو والتي تعبر تعبيراً دقيقاً عن ممارسات وأهداف الإستثمار في صناديق الثروة السيادية. وهي مبادئ طوعية يدعمها الأعضاء في مجموعة العمل الدولية وإما يطبقونها بالفعل أو يطمحون إلى تطبيقها.

1- الإطار العام لمجموعة عمل الدولية

قبل تطرقنا إلى مبادئ سانتيافو نحاول في البداية التعرف على مجموعة العمل الدولية من خلال استعراض تعريفها، نشأتها.

1-1- مفهوم مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية

تأسست مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في 1 ماي 2008 لتحديد مجموعة مشتركة من المبادئ الطوعية تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي تركز عليه صناديق الثروة السيادية ونظام حوكمتها وعملياتها الإستثمارية، بما يدعم الحفاظ على مناخ استثماري عالمي منفتح ومستقر. وقد عقدت مجموعة العمل الدولية جلسات عمل في كل من العاصمة واشنطن، وسنغافورة، وسانتيافو وفي شيلي حيث توصلت إلى اتفاق مبدئي حول مبادئها في 2 سبتمبر 2008. وقد أسهم صندوق النقد الدولي في تيسير وتنسيق عمل المجموعة عن طريق القيام بمهام الأمانة المطلوبة لعملها.¹

وتتألف مجموعة العمل من ممثلين لبلدان أعضاء في الصندوق يبلغ عددها 25 بلداً* ويشترك في رئاستها ممثل رفيع المستوى لهيئة استثمار أبو ظبي مع مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي، اللذين تولتا اختيارهما صناديق الثروة السيادية المشاركة.²

1-2- نشأة مجموعة عمل دولية

اجتمع ممثلو صناديق الثروة السيادية في مقر صندوق النقد الدولي في العاصمة واشنطن يومي 30 أبريل و1 ماي 2008. وأدى الاجتماع إلى تيسير تبادل الآراء المفيدة بين ممثلي صناديق الثروة السيادية،

¹- Groupe de travail international des fonds souverains, "Déclaration de Koweït": Création du Forum international des fonds souverains, 6 avril 2009, p1.

* - مجموعة العمل الدولية في عضويتها كلاً من أستراليا وأذربيجان والبحرين وبوتسوانا وكندا وشيلي والصين وغينيا الاستوائية وإيران وأيرلندا وكوريا الجنوبية والكويت وليبيا والمكسيك ونيوزيلندا والنرويج وقطر وروسيا وسنغافورة وتيمور-ليشتي وترينيداد وتوباغو والعربية المتحدة والولايات المتحدة. ويشارك بصفة مراقب دائم كل من عمان والمملكة العربية السعودية وفيتنام والمملكة المتحدة والمملكة المتحدة للتربية والتعليم في الميدان الاقتصادي".

²-International Working Group of Sovereign Wealth Funds is Established to Facilitate Work on Voluntary Principles, Press Release No. 08/01, May 1, 2008, p1.

والبلدان المستفيدة، وممثلي منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، والمفوضية الأوروبية. واتفق المشاركون على أن صناديق الثروة السيادية تستثمر على أساس المخاطر الاقتصادية والمالية والاعتبارات ذات الصلة بالعائد. وقد تمخض المؤتمر عن إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية بصفة رسمية، لكي تقدم بحلول أكتوبر 2008 مجموعة من المبادئ المنظمة لهذه الصناديق تتضمن توضيحا كافيا لممارساتها الإستثمارية وأهداف نشاطها الإستثماري.¹

2- تعريف مبادئ سانتياغو والغرض الإرشادي لها

2-1- تعريف مبادئ سانتياغو

صرحت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في بيان صحفي رقم 08/06 الصادر في 11 أكتوبر 2008 على عرضهم "مبادئ سانتياغو"^{**} على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية التي يسترشد بها صندوق النقد الدولي في سياساته، والتي عقدت اجتماعها في العاصمة واشنطن للتشاور حول تطورات الاقتصاد العالمي وحصر ما بذلته المجموعة من جهود بشأنها. واغتتم هذه الفرصة أيضا وزراء المالية وممثلو مجموعة العمل الدولية و"منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية" والمفوضية الأوروبية لمناقشة هذه المبادئ وتناول قضايا صناديق الثروة السيادية في اجتماعات مستقلة.²

وفي سياق عرض مبادئ سانتياغو على أعضاء اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية، قال السيد حمد السويدي وكيل دائرة المالية في أبوظبي ومدير جهاز أبوظبي للاستثمار أن هذه المبادئ تمثل "إنجازا رائعا نظرا لتنوع المؤسسات المشاركة فيها وتشعب الموضوع الذي تعني به وشمولية وثقتها وقصر الوقت الذي استغرقه التوصل إلى إتفاق بشأنها". وأضاف: "وعلاوة على ذلك، تتضمن مبادئ سانتياغو أحكاما تؤكد توقعات مجموعة العمل من أن البلدان المتلقية لن تفرض على صناديق الثروة السيادية أي تدابير تمييزية لا يخضع لها المستثمرون الأجانب أو المحليون الآخرون في نفس الظروف".³

وعليه تمثل مبادئ سانتياغو انعكاسا للجهود المتضافرة التي بذلتها صناديق الثروة السيادية في مختلف إقتصادات البلدان المتقدمة والصاعدة والنامية بهدف إقامة إطار شامل وتوفير فهم أعمق لعمليات صناديق الثروة السيادية.

¹-International Working Group of Sovereign Wealth Funds is Established to Facilitate Work on Voluntary Principles, op cit, p1.

^{**} - ٢٠٠٨ ١٠ ٢٤ طوعيا وموادها التفسيرية في موقعها الإلكتروني على شبكة الإنترنت www.iwg-swf.org أعلنت أنها أنشأت لجنة تشكيـ لاستكشاف إمكانية تشكيـ جهاز دولي دائم لصناديق الثروة السيادية.

²- International Working Group of Sovereign Wealth Funds Presents the "Santiago Principles" to the International Monetary and Financial Committee Promotes Operational Independence in Investment Decisions, Transparency, and Accountability, Press Release No. 08/06, October 11, 2008. p1.

³- International Working Group of Sovereign Wealth Funds Presents the "Santiago Principles" to the International Monetary and Financial Committee Promotes Operational Independence in Investment Decisions, Transparency, and Accountability, op cit, p2.

2-2- الغرض الإرشادي لمبادئ سانتياغو

يتمثل الغرض الإرشادي لهذه المبادئ فيما يلي:¹

- إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة؛
- ضمان الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح؛
- التأكد من أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تراعي المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد؛
- المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات.

3- السمات الرئيسية لمبادئ سانتياغو

تغطي مبادئ سانتياغو ثلاثة مجالات رئيسية: الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية، الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة والاستثمار وإطار إدارة المخاطر. وبطبيعة الحال فإن هذه المبادئ تخضع لقوانين بلد الموطن ولوائحه. وأدمجت عناصر الشفافية والإفصاح في جميع أجزاء مبادئ سانتياغو لضمان المساءلة.

3-1- الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية

اعترفت مجموعة العمل الدولية بأن وجود أطر قانونية واضحة وسليمة مسألة مهمة نظراً لأنها تشكل أساساً تستند إليه هيكل الحكومة ، وتوفر كياناً لخطوط واضحة للمسؤولية، كما أنها تساعد صندوق الثروة السيادية على العمل بطريقة فعالة. وأنه لمن الأهمية بمكان أيضاً التنسيق مع السياسة الاقتصادية الكلية المحلية، لأن حجم أصول صندوق الثروة السيادية وعائداته وعملياته يمكن أن تؤثر إلى حد كبير على المالية العامة والأحوال النقدية وميزان المدفوعات. وتغطي المبادئ عدداً من العناصر المهمة في هذا المجال من بينها:²

- ترد في المبدأ الأول الحاجة إلى وجود أطر قانونية سليمة وواضحة، يتم الإفصاح عنها علناً، وتوضح أبعاد العلاقة بين صناديق الثروة السيادية وغيرها من كيانات الدولة. وينص المبدأ الثاني على وجوب توضيح الغرض من إنشاء صندوق الثروة السيادية من منظور السياسات، والإفصاح عن هذا الغرض علناً. وهذه العناصر جميعاً تساهم في الحكومة الرشيدة والشفافية.

¹-International Working Group of Sovereign Wealth Funds Presents the "Santiago Principles" to the International Monetary and Financial Committee Promotes Operational Independence in Investment Decisions, Transparency, and Accountability, op cit, p2.

²- أوداريبرادس، وعدنان مزارعي وهان فان در هورن، مرجع سبق ذكره، 65.

- كما ينص المبدأ الثالث على ضرورة التنسيق الوثيق بين أنشطة صناديق السيادة الوطنية وصوغ السياسة الاقتصادية الكلية، ويبرز هذا المبدأ ضمان التنسيق الوثيق بين أنشطت صناديق الثروة السيادية ذات الانعكاسات الاقتصادية الكلية المباشرة المهمة، وسلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية ، وهذا يساعد على ضمان دعم صندوق الثروة السيادية لإطار السياسة الاقتصادية الكلية.
- يتضمن المبدأ الرابع قواعد واضحة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية إزاء التمويل، وقواعد السحب والإتفاق، والإفصاح عنها علنا. ويساعد هذا المبدأ على ضمان الاتساق بين أنشطة الصندوق وعمليات الميزانية وأهدافها. ومن شأن وضع إطار يمكن التنبؤ به أن يساعد القائمين على إدارة الاستثمار، إذ يسمح لهم بالتفكير البعيد المدى والاستثمار المتسع الأفق. كما أن نشر هذه القواعد يدعم المساءلة. وتنص المبادئ على أن صناديق الثروة السيادية ستفصح علنا عن السياسات أو القواعد المتعلقة بمنهجها العام إزاء عمليات التمويل والسحب والإتفاق.

3-2- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة

تساعد هياكل الحوكمة الواضحة والسليمة، وتقسيم الأدوار والمسؤوليات، ومعايير المحاسبة والمراجعة الرفيعة المستوى، على دعم حوكمة الشركات من خلال توفير الضوابط والموازنات التي تدعم وتعزز الإستقلالية التشغيلية في إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية. وإن توفير معلومات مالية منتظمة يقدم صورة موثوقة عن أداء صندوق الثروة السيادية ويقوي المساءلة، ويعزز الثقة في البلدان المتلقية للاستثمارات. وتشمل المبادئ في هذا المجال عناصر رئيسية تنطوي على قيمة أساسية للحوكمة الرشيدة للشركات، وتحدد الإطار لتقديم المعلومات إلى مالكي صناديق الثروة السيادية والقائمين على تنظيمها، ولكنها تنص أيضا على الإفصاح علنا عن مجموعة محدودة فقط من المعلومات المالية:¹

- تناولت المبادئ 6-9 و16، توزيع السلطات والفصل بينها. وبعض هذه المبادئ مستمدة من المبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بشأن حوكمة المنشآت المملوكة للدولة، والتي تعزز الإستقلالية التشغيلية. وتضع هذه المبادئ حدودا فارقة للمسؤوليات وتقسّمها بين مالك صندوق الثروة السيادية، وهيئاته الحاكمة، وإدارته. كما أنه بإمكان هذه المبادئ مراعاة الهياكل المؤسسية المختلفة لصناديق الثروة السيادية؛ ومثال ذلك أن بعض هذه الصناديق قد أنشئ في شكل كيانات قانونية منفصلة، بينما أنشئ البعض الآخر في شكل مجموعات للأصول بدون شخصية قانونية (اعتبارية) منفصلة، وترد هذه الاختلافات في التعليقات المصاحبة لهذه المبادئ.

¹ - أودار بيرادس، وعدنان مزارعي وهان فان در هورن، مرجع سبق ذكره، 68-69.

- تغطي المبادئ عمليات المحاسبة والمراجعة طبقاً للمعايير المحاسبية أو الوطنية المعترف بها، وتنص على إعداد تقرير سنوي ولكنها لا تشترط نشره. وتسلم المبادئ بضرورة وجود معايير وإجراءات للمراجعة الدقيقة الداخلية، ووجود مرجع خارجي مستقل للحسابات (المبدأ 12). وإعداد تقرير سنوي وما يصاحبه من كشوف مالية (المبدأ 11). ومع ذلك، لا تشجع المبادئ نشر تقرير سنوي، على الرغم من أن النشر يحظى باعتراف عام باعتباره أداة مهمة من أدوات الشفافية والمساءلة.
- تنص المبادئ على إبلاغ المعلومات المالية الخاصة لصندوق الثروة السيادية إلى ملاكه (المبدأ 23) وإلى هيئات التنظيم في البلدان المتلقية للاستثمارات (المبدأ 15)، ولكن من المستحسن أيضاً الإفصاح علناً عن هذه المعلومات على نطاق أوسع. وطبقاً لهذه المبادئ، ينبغي لصندوق الثروة السيادية الإفصاح علناً عن المعلومات المالية ذات الصلة، بما في ذلك تخصيص الأصول، والقواعد القياسية، وكذلك معدلات العائد في فترات تاريخية ملائمة عند الاقتضاء (المبدأ 17). ولكن المبادئ لا تغطي مجالات أخرى من المعلومات المالية عن صندوق الثروة السيادية. مثل الكشوف المالية المراجعة، والمعلومات عن حجم الأصول الخاضعة للإدارة، واستخدام المشتقات المالية، والرفع المالي؛ وستقدم هذه المعلومات علانية بناء على ما يراه صندوق الثروة السيادية، أو تقدم سرا إلى هيئات التنظيم بناء على طلبها. ومن المسلم به أيضاً أن بعض صناديق الثروة السيادية حديثة النشأة قد تحتاج إلى مزيد من الوقت لكي تتمكن من الإفصاح عن المعلومات ذات الصلة المذكورة في المبدأ 17. وقد ناقشت مجموعة العمل الدولية ما ينبغي للمبادئ أن تتطلب من معلومات مالية يتعين الإفصاح عنها علناً. وعلى الرغم من التباين الواضح في وجهات النظر في إطار مجموعة العمل الدولية، إلا أنها قررت في نهاية المطاف أن الإفصاح العلني ينبغي ألا يتجاوز تقديم معلومات مالية ملائمة تكفي لإيضاح التوجه الاقتصادي والمالي لصندوق الثروة السيادية.

3-3- الإستثمار وإطار إدارة المخاطر

إنه لمن الضروري وضع سياسات استثمارية سليمة ومحددة المعالم، وبناء أطر لإدارة المخاطر من أجل ضمان اتساق قرارات صندوق الثروة السيادية مع أغراضه ومع أهدافه الاستثمارية، ولكي يتسنى إدارة المخاطر بكفاءة وفعالية. وإن من شأن الشفافية على وجه الخصوص فيما يتعلق بالنسق التصويتي لصندوق الثروة السيادية، أن تطمئن الأطراف المعنية الأخرى، بما فيها البلدان المتلقية للاستثمارات، بأن أعمال الصندوق تتسق مع أهدافه المعلنة:¹

- ترمي المبادئ في هذا المجال إلى تحقيق مزيد من الوضوح بشأن السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق وأطرها لإدارة المخاطر، وكذلك سياساتها بشأن ممارسة حقوق الملكية. وتنص المبادئ على وجود سياسة استثمارية سليمة، ونشر توصيف لهذه السياسة (المبدأ 18). وينص هذا المبدأ أيضاً على أن

¹ -أوداربيرادس، وعدنان مزارعي وهان فان در هورن، مرجع سبق ذكره، 70.

السياسة الإستثمارية لصندوق الثروة السيادية ينبغي أن تتسم بالوضوح والإتساق مع أهدافه المحددة، والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحمله لها، حسبما حددتها الجهة المالكة أو الهيئة أو الهيئات الحاكمة للصندوق، وأن صندوق الثروة السيادية إذ يحدد سياسته الإستثمارية، فإنه يلتزم بالمساءلة عن خطة استثمارية ملائمة ومنضبطة، وينبغي أن يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الإستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المادية.

- ينص المبدأ (19) على أنه ينبغي لصناديق الثروة السيادية أن تعمل استناداً إلى أسس اقتصادية ومالية، وينبغي أن تهدف القرارات الإستثمارية لصندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع السياسة الإستثمارية، ويرمي هذا الإلتزام الرئيسي إلى تهدئة الخواطر في البلدان المتلقية للاستثمارات.

المطلب الثالث: موقف الدول المتلقية لاستثمارات الصناديق السيادية

اكتسبت صناديق الثروة السيادية في السنوات الأخيرة أهمية متزايدة في النظام النقدي و المالي الدولي، بما في ذلك تأثيرها في الإستقرار المالي و التدفقات الرأسمالية في جميع أنحاء العالم، مما دفع العديد من الدول إلى وضع إطار منظم لها. حيث يأتي هذا التحرك بعد أن واجهت هذه الصناديق اتهامات بالإستثمار لأغراض سياسية بدلاً من الربح، خصوصاً في ظل تنامي حجم رأسمالها، و لقد أدى الجدل بخصوص صناديق الثروة السيادية إلى بروز عدة مواقف لعل أبرز هذه المواقف كما يلي:

- 1- **الموقف السويسري** : اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 أبريل 2008 قرار المراقبة الدقيقة لنمو الصناديق السيادية و قدر بأنه ليس من المستحيل وضع تدابير تشريعية خاصة بها. و نصح المصالح الفدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي و المتعلقة بوضع معايير الشفافية و الممارسات التجارية لهذه الصناديق.¹
- 2- **الموقف الألماني**: أصدرت ألمانيا في فيفري 2009 قانوناً يشدد الرقابة على المستثمرين الأجانب، تحت إشراف وزارة الإقتصاد فيما يخص الإستثمارات التي تشكل خطراً على النظام العام أو الأمن القومي للبلد، حيث لا يشمل القانون أي قطاع معين، وتخص العمليات التي تقدم بها المستثمرون غير الأوروبيين لاملاكهم 25% أو أكثر من رأسمال شركة ألمانيا.

¹ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية و المالية الراهنة، مؤتمر: المالية العالمية وكيفية علاجها 13-14-15 أبريل 2009، ص 80.

وعليه فالنظام الجديد يستهدف المستثمرين الأجانب بشكل عشوائي عام أو خاص، وهذا ما ينطبق على استثمارات صناديق الثروة السيادية في الشركات الألمانية، والتي تعد من بين الأسباب التي زادت من مخاوف ألمانيا.¹

3- الموقف الفرنسي: قامت الجمعية الوطنية الفرنسية بدراسة واعية للصناديق السيادية وأصدرت بشأنها نصا تم إقراره في 30 جويلية 2008 تضمن:²

- دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية إلى تقديم مساهمات مشتركة في أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق النقد الدولي حول إعداد قواعد بالممارسات السليمة للصناديق؛
 - يعتبر من الايجابي تخصيص الدول المالكة للصناديق جزءا هاما من عوائدها ومواردها للتنمية المحلية، مع ضرورة إبقاء هذه الإستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين؛
 - يعتبر من الضروري، في ظل افتراض استثمار هذه الصناديق في دول الاتحاد الأوربي، أن تتحمل دول الاتحاد مسؤولية تحديد وتعريف أساليب مواجهة الإستثمارات التي تمس المؤسسات أو القطاعات الإستراتيجية بهدف استكمال التشريعات الوطنية التي لا تتوافق مع القواعد الأوروبية للمنافسة.
- ينظر صناديق الثروة السيادية إلى فرنسا أنها مترددة للترحيب باستثمارهم، ومع ذلك فإن النظام الفرنسي هو الأقل تقييدا ويوفر المزيد من الأمان والقدرة على التنبؤ مقارنة بالبلدان الصناعية الأخرى، فمثلا لايعامل النظام الفرنسي صناديق السيادية معاملة خاصة، بل يعاملها معاملة متساوية كما هو الحال مع المستثمرين الأوروبيين دون تمييز سواء كانت هذه الإستثمارات عامة أوخاصة، عكس الولايات المتحدة الأمريكية وأستراليا.³

4- الموقف الإيطالي: أعلن وزير الخارجية الإيطالي بعد عودته من رحلة إلى الإمارات العربية المتحدة، بأنه يرحب بمشاركة الصناديق السيادية العربية والأجنبية بحصة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركات أوالبنوك الإيطالية، بشرط ألا تكون تلك المؤسسات مدرجة ضمن لائحة المؤسسات الإستراتيجية للدولة. وفي سياق ذلك شكلت إيطاليا لجنة مكونة من وزارة الإقتصاد والمالية ووزارة الخارجية والهيئات الأخرى المهتمة بالإستثمار والسوق المالية لدراسة الطلبات المتعلقة باستثمارات الصناديق والحرص على شفافيتها.

5- الموقف الأوروبي : قامت هيئات الاتحاد الأوروبي ببلورة موقف مشترك من الصناديق السيادية يقوم على:⁴

- السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة والإستراتيجية المحمية واعتماد مفهوم موحد للأمن الإقتصادي؛

¹ - Caroline Bertin Delacour, op cit, pp'132-133.

² - عبد المجيد قدي، 90

³ - Caroline Bertin Delacour, op cit, p128.

⁴ - عبد المجيد قدي، 90

- دعم دور صناديق رأس المال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإستراتيجية، وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للإدخار الوطني لتمويل المؤسسات؛
 - اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل بالضغط على الدول المالكة للصناديق السيادية لانتفاخ أكبر أمام استثمارات الدول الأخرى؛
 - إجبار الصناديق السيادية على التزام مجموعة من قواعد السلوك (شفافية، حوكمة... إلخ)؛
 - إجبار الصناديق السيادية على أن تكون مسؤولة أمام الهيئات الدولية.
- 6-الموقف البريطاني:** ينص قانون مراقبة الشركات الصادر سنة 2002 أنه باستطاعة إيقاف الإستثمارات الأجنبية ذات التأثير على المصلحة العامة، حيث ترتبط هذه الأخيرة بالأمن القومي، والتي أصبحت ابتداءً من سنة 2008 تشمل كذلك الحفاظ على استقرار الجهاز المالي للبلد.
- وعليه يسمح مفهوم المصلحة العامة لبريطانيا بمعارضة استحواذ صناديق الثروة السيادية لأكبر المؤسسات الوطنية، وهذا ما قامت به فعلاً عندما خفضت بريطانيا حصة الصندوق الكويتي الذي استحوذ على حوالي 20% من شركة "BP" سنة 1988 إلى 9.8% من حصته فيها، حتى لا يكون للصندوق الكويتي أي تأثير على الشركة النفطية.
- ورغم كل ذلك ينظر إلى بريطانيا بوصفها دولة ليبرالية، وأنها تعطي القليل من الإعتبارات لجنسية المستثمرين، نظراً لاعتبارها مركزاً مالياً للعديد من الصناديق السيادية ومكاتبها المتواجدة فيها، مثل الصندوق الكويتي "KIA" صندوق أبوظبي "ADIA" وصندوق سنغفورة "TEMASEK". حيث تعتبر بريطانيا أكبر بلد أوروبي مستقطب لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، ويأتي الإستثمار في القطاع المالي في المرتبة الأولى، بحيث نجد 36% من بنك "BARCLAYS" تملكها صناديق من سنغفورة، الصين والكويت، كما نجد أكثر من 20% من بنك "SATANDARD CHARTERED" ملك الصندوق السنغفوري "TEMASEK" وصندوق دبي "ICD". لم تقتصر إستثمارات صناديق السيادية على القطاع المالي فقط بل استثمرت كذلك في قطاعات أخرى مثل قطاع الطاقة فمثلاً استحوذ الصندوق الكويتي "KIA" والصندوق الصيني "SAFE" على حصص في شركة "BP"، أما الصندوق القطري "QIA". والصندوق دبي "ICD" فنجدهما من بين المستثمرين في شركة "BHP Billiton".¹

المبحث الرابع: سلوك صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (2010-2013) وأفاقها المستقبلية

نتج عن أزمة الرهن العقاري تغير السلوك الإستثماري لصناديق الثروة السيادية سواء من حيث حجم رؤوس الأموال المستثمرة أو من حيث توجهاتها القطاعية والجغرافية، إضافة إلى إمكانية تغير استراتيجيتها

¹ - Caroline Bertin Delacour, op cit, pp' 129-131.

المستقبلية، كما يتميز التنبؤ بمستقبل صناديق الثروة السيادية بالصعوبة وعدم اليقين، بالنظر إلى التقلبات المستمرة التي يشهدها النظام المالي والإقتصادي العالمي وخاصة ظل الأزمة البترولية الأخيرة التي كان لها تأثير على العديد من صناديق الثروة السيادية النفطية مثل حالة الجزائر.

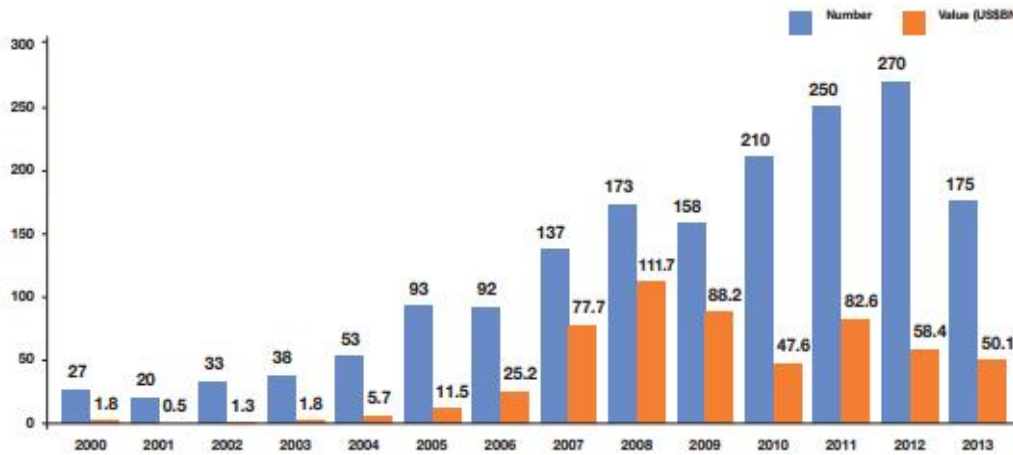
المطلب الأول: سلوك صناديق الثروة السيادية بعد أزمة الرهن العقاري (2010-2013)

يهدف التعرف على سلوك صناديق الثروة السيادية بعد أزمة الرهن العقاري، سوف نحاول من خلال هذا المطلب دراسة تطور حجم استثمارات الصناديق وتوجهاتها الجغرافية والقطاعية خلال الفترة 2010-2013.

1- تطور حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (2010-2013)

يبين لنا التقرير السنوي الصادر سنة 2013 عن "مركز الأسواق الدولية النقود والتنظيم" * تحت عنوان " the great Reallocation " تطور حجم استثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية وعدد صفقاتها خلال الفترة 2000-2013، والموضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (5-60): الإستثمارات المباشرة للصناديق السيادية بالحجم وعدد الصفقات (2000-2013)



Source: Bernardo Bortolotti, The Great Reallocation Sovereign Wealth Fund, BAFFI Center on International Markets, Money and Regulation Sovereign Investment Lab, Annual Report 2013, p14.

نستنتج من خلال الشكل السابق ارتفاع حجم إستثمارات الصناديق بعد أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2010-2011 من 47.6 ملايين دولار إلى 82.6 ملايين دولار، غير أنها سجلت هذه الصناديق تراجعاً في حجم استثماراتها من سنة 2011 إلى غاية سنة 2013 من 82.6 ملايين دولار إلى

* Mario Monti 1984 في إيطاليا، يهتم بدراسة ونشر التقارير حول الأسواق المالية والنقود.

50.1 مليار دولار ويمكن إرجاع ذلك إلى " أزمة منطقة الأورو وتراجع النمو العالمي ناهيك عن تراجع في أسعار المواد الأولية.¹

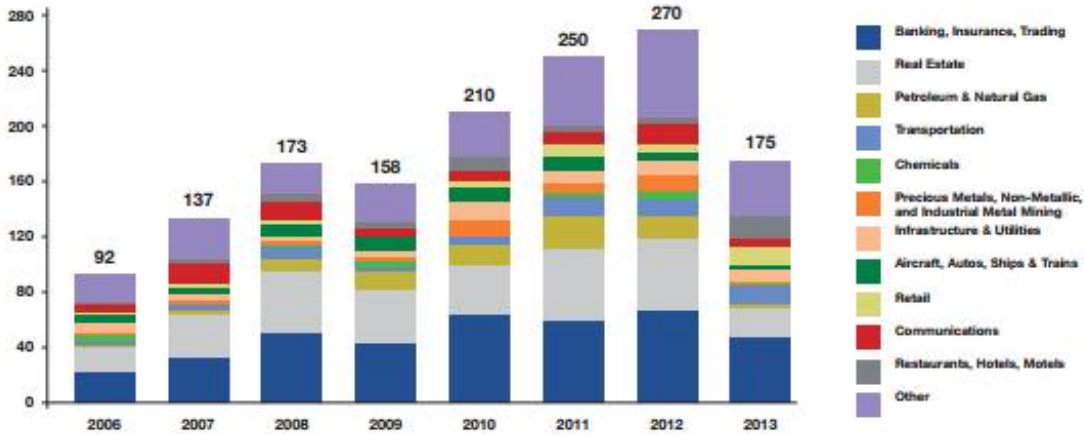
ومن جهة أخرى نستنتج أن صناديق الثروة السيادية خفضت في حجم استثماراتها بعد أزمة الرهن العقاري كنتيجة للخسائر التي تكبدتها خلال الأزمة مما أدى بالصناديق إلى التقليل من حجم استثماراتها، حيث أن هذا الانخفاض في حجم استثمارات الصناديق السيادية رافقه زيادة في عدد الصفقات، فمثلا رغم انخفاض في حجم استثمارات الصناديق من سنة 2011 إلى 2012 بنسبة 29.29% إلا أن هذا التراجع رافقه ارتفاع في عدد الصفقات من 250 إلى 270 صفقة أي ارتفاع بنسبة 8% ويمكن تفسير هذا الارتفاع في عدد الصفقات والانخفاض في حجم الإستثمارات إلى ميل صناديق الثروة السيادية إلى التقليل من المخاطر من خلال تنويع تركيبة محفظتها الإستثمارية.

2- التوجهات القطاعية والجغرافية للصناديق السيادية خلال الفترة 2006-2013

يبين لنا الشكلان التاليان التوجهات القطاعية والجغرافية للصناديق السيادية خلال الفترة 2006-

2013:

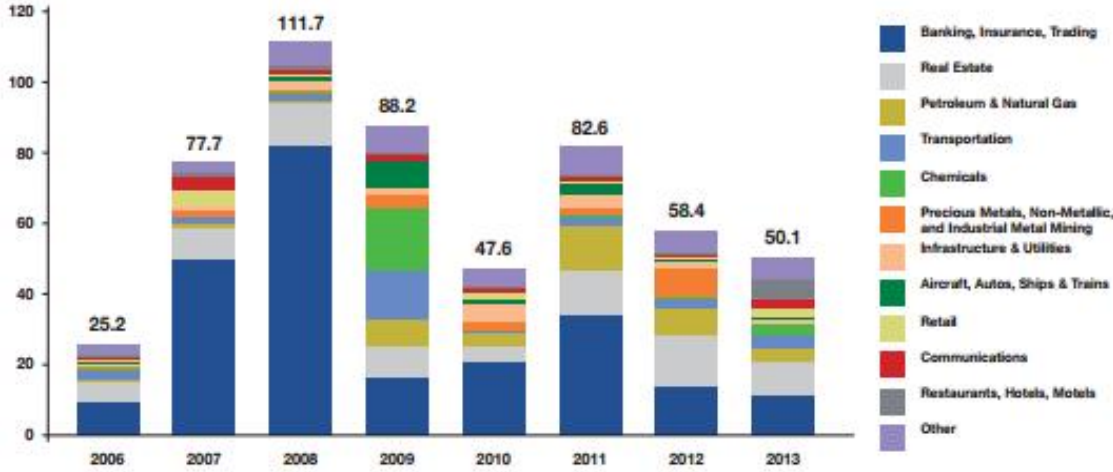
الشكل رقم (5-61): عدد صفقات الصناديق السيادية حسب القطاعات خلال الفترة (2006-2013)



Source: Bernardo Bortolotti, op cit, p17.

الشكل رقم (5-62): حجم صفقات الصناديق السيادية حسب القطاعات خلال الفترة (2006-2013) USD مليار

¹ - nassim AIT-KACIMI. MOINS dépensiers ? les fonds souverains ciblent davantage les pays emergent, les echos, 18-07-2013, p01.



Source: Bernardo Bortolotti, op cit, p17.

من خلال الشكلين السابقين يتضح لنا أن الصناديق السيادية تميل دائما إلى الاستثمار أكثر في قطاع الخدمات المالية (البنوك ، والتأمينات) سواء قبل أو بعد أزمة الرهن العقاري أكثر من القطاعات الأخرى فمثلا خلال سنة 2013 : " سجلت الصناديق السيادية 47 صفقة في القطاع المالي من مجمل 175 صفقة بحجم رأسمال يقدر بـ 11 مليار دولار، وهذا ما يمثل حوال 22 % من مجموع استثمارات الصناديق " ¹.

كما ننوه هنا إلى أن خلال أزمة الرهن العقاري كانت الصناديق السيادية تستثمر أكثر في الدول المتعثرة (أمريكا وأوروبا) وكذا الإستثمار محليا في حين بعد الأزمة ، وخلال سنة 2013 أصبحت تميل الصناديق السيادية إلى الإستثمار أكثر في بنوك الدول الناشئة. أما أهم إستثمار قامت به الصناديق السيادية " يتمثل في إستثمار الصندوق السيادي القطري (QIA) سنة 2013، بقيمة 1 مليار دولار في البنك الأمريكي "Bank of America" ²

كما سجل القطاع العقاري تطورا كبيرا في تركيبة المحفظة الإستثمارية للصناديق، وذلك منذ أزمة الرهن العقاري، فمثلا خلال سنة 2013 استحوذ القطاع العقاري على حوالي 20% من مجموع إستثمارات الصناديق أي تقريبا نفس حجم إستثمارات في القطاع المالي، مع العلم أن هذه النسبة لاتأخذ بعين الإعتبار الإستثمار في الفنادق و المطاعم .

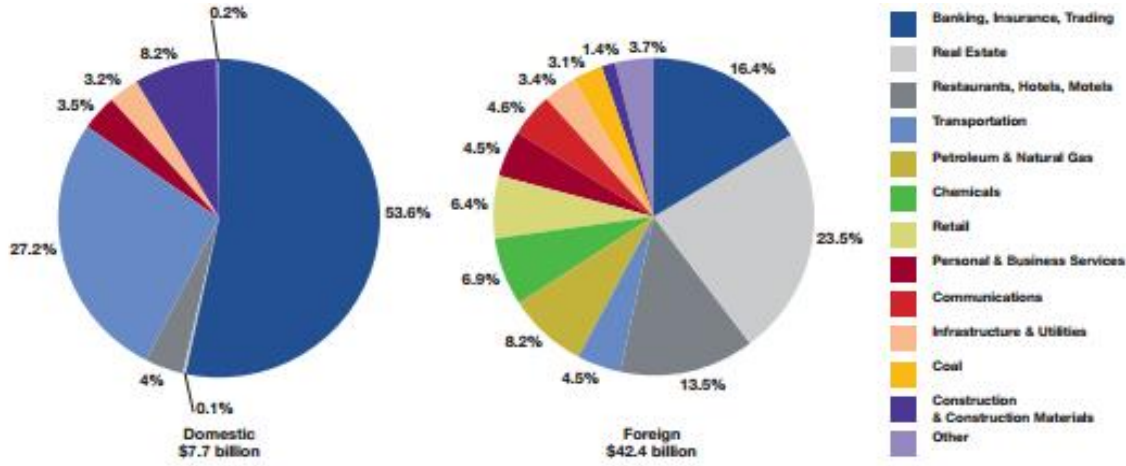
ومن ناحية أخرى إذا قارنا تركيبة استثمارات الصناديق السيادية محليا و دوليا نجد إختلافا بين إستثمارات الصناديق في الداخل وفي خارج البلد، فمن جهة نجد أن أغلبية إستثمارات الصناديق

¹ - Bernardo Bortolotti, op cit, P 15.

² -IDEM, P15.

السيادية خارج البلد بقيمة 42.4 ملايين دولار أما الإستثمار المحلي فهو لايتجاوز 7.7 ملايين دولار سنة 2013 ، والشكل التالي يوضح لنا ذلك:

الشكل رقم (5-63): الاستثمارات الأجنبية للصناديق السيادية حسب القطاعات داخل وخارج البلد خلال سنة 2013



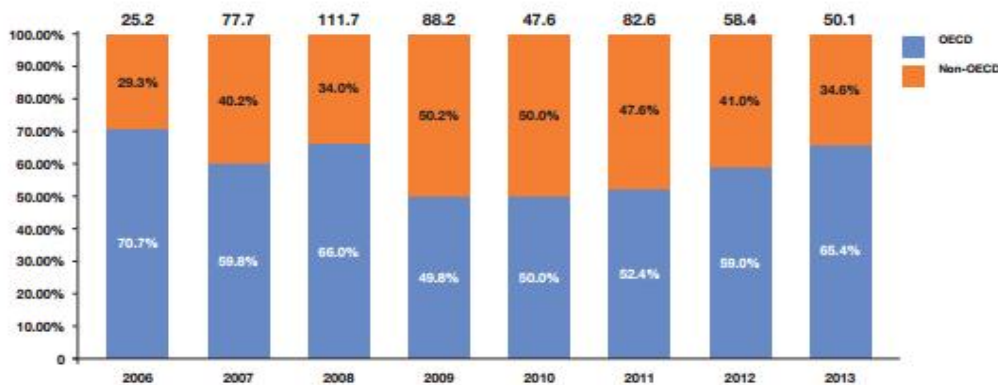
Source: Bernardo Bortolotti, op cit, p20.

وعليه يتضح لنا من خلال الشكل السابق أنه على المستوى المحلي تميل الصناديق السيادية إلى الإستثمار في القطاع المالي بالدرجة الأولى بنسبة 53.8% يليها الإستثمار في قطاع النقل بنسبة 27.2% في حين على المستوى الدولي تميل الصناديق إلى الإستثمار أكثر في القطاع العقاري بنسبة 23.5% يليها الإستثمار في القطاع المالي بنسبة 16.4% ثم في الفنادق والمطاعم بنسبة 13.5% .

كما أن أغلبية استثمارات صناديق الثروة السيادية موجهة إلى دول منطقة التعاون و التنمية الاقتصادية منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وهذا ما يبينه لنا الشكل التالي:

الشكل رقم (5-64): حجم استثمارات الصناديق السيادية في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وخارج

دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (2006-2013)



Source: Bernardo Bortolotti, op cit, p22.

سجلت الصناديق السيادية ارتفاع حصة استثماراتها في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية من سنة 2010 إلى سنة 2013 من 50% إلى 65.4% من مجمل استثمارات الصناديق.

المطلب الثاني: دور صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة البترولية الأخيرة

نتج عن التراجع الحاد في أسعار البترول في الأشهر الأخيرة من سنة 2014 خسائر كبيرة سجلتها الدول المنتجة للنفط والتي تصل إلى 375 مليار دولار لمجموعة الدول المصدرة للنفط "OPEP". والشكل التالي يوضح لنا تطور سعر البترول من 02-01-2014 إلى 02-04-2015.

الشكل رقم (5-65): تطور سعر البترول من 02-01-2014 إلى 02-04-2015

(دولار للبرميل)



Source: Aurélien Saussay et Charles Boissel, Baisse des prix du pétrole : aubaine économique, défi écologique, Note de Terra Nova, 12 mai 2015 p3.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق تراجع حاد لسعر البترول والذي إنخفض من 112 دولار للبرميل في 1 جوان 2014 إلى 50 دولار في منتصف شهر جانفي 2015، أي تراجع بأكثر من 55%.

وعليه أصبحت معظم الدول المصدرة للبترول غير قادرة على تغطية نفقاتها العمومية* لذا سجلت العديد منها عجزا في الميزانية خلال سنة 2015**، من بين هذه الدول نجد السعودية التي تقدر عجزها بـ 39 مليار دولار سنة 2015، غير أن العجز في الميزانية لا يمثل خطرا كبيرا بالنسبة لها وحتى بالنسبة لبقية دول مجلس التعاون الخليجي باعتبار أن هذه الدول عرفت تراكما كبيرا في حجم أصول صناديقها السيادية خلال عشر سنوات الأخيرة.

* حسب احصائيات "l'énergie information administration"

** تمثلت النفقات العمومية خاصة في ارتفاع الأجور العمال ونفقات التنمية البنية التحتية

* حسب احصائيات صندوق النقد الدولي لسنة 2015.

في حين الكثير من الدول الأخرى تأثرت بالتراجع الحاد لأسعار البترول والتي استعملت صندوقها السيادي للتخفيف من الآثار السلبية للأزمة على اقتصادها، فمثلا، روسيا التي ضعف اقتصادها نتيجة العقوبات الغربية، عانت مرة أخرى من الإنهيار في أسعار البترول الذي أدى إلى انخفاض كبير في العملة المحلية إضافة إلى تراجع معدلات النمو سنة 2015 (-3% سنة 2015) وذلك حسب إحصائيات صندوق النقد الدولي، مما أدى بروسيا إلى التوجه نحو صندوقها السيادي "national welfare fond" لدعم البنوك والشركات الروسية الواقعة في صعوبة مالية، بما في ذلك الشركات العاملة في قطاع الطاقة.

كما أعلن الصندوق لكازاخستان Kozakhstan في نوفمبر 2014 على دفع الصندوق السيادي ما قيمته 3 مليارات دولار خلال الفترة 2015-2017 بهدف دعم الاقتصاد المحلي. أما في إيران، فقد صادق البرلمان على استخدام 4.8 مليار دولار من موارد الصندوق السيادي المحلي لتعويض الخسائر الناتجة عن انخفاض أسعار البترول.¹

ونظرا لاستمرار الأسعار المنخفضة للبترول، لجأت ثلاثة أكبر صناديق السيادية البترولية في العالم بداية سنة 2015 وخاصة خلال الفصل الثاني والثالث من نفس السنة إلى تخفيض تركيبة محفظتها الإستثمارية المكونة من أسهم الدول الأوروبية*، فمثلا قام الصندوق السيادي السعودي (SAMA-Saudi Arabian Monetary Agency) ببيع ما قيمته 1.2 مليار دولار من الأسهم الأوروبية، أي ما يمثل تقريبا 9% من مجمل قيمة الأسهم الأوروبية التي يستحوذ عليها الصندوق والتي تساوي 9.2 مليار دولار. أما الصندوق السيادي النرويجي (Norges Bank Investment Management) فلقد باع ما قيمته 1.1 مليار دولار أي حوالي 2% من مجمل الأسهم الأوروبية التي يستحوذ عليها والتي تساوي 57.5 مليار دولار. في حين قام الصندوق السيادي لأبوظبي (Abu Dhabi Investment Authority) ببيع 300 مليون دولار من الأسهم الأوروبية من مجمل 3.6 مليار دولار التي يستحوذ عليها الصندوق.²

كما أحدث انهيار أسعار البترول هزة عميقة في الاقتصاد الجزائري، وهذا ما أكده عبد المجيد عطار الرئيس المدير العام الأسبق لسونطراك وصاحب مكتب دراسات في قطاع المحروقات، والذي يصرح: "على أن الجزائر مقبلة على أزمة اقتصادية حادة خلال الثلاث سنوات مقبلة في حال استمرت أسعار النفط في الانخفاض، مشيرا إلى أنه ليست هناك إرادة سياسية للتخلص من التبعية الاقتصادية للبترول" وأضاف "المشكل يكمن في الحكومة في حد ذاتها"³ كما يصرح الوزير الأول الجزائري عبد المالك سلال على أن "استمرار انخفاض أسعار البترول ستمثل نتائجها في انكماش موارد صندوق ضبط الإيرادات وتنامي المديونية العمومية

¹ - Marie Claire entre et Quentin Boulanger, les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers , note des l'IFRI, février 2015, pp' 19-20.

* "Nasdaq Advisory Services" □□□□□□□□

² - Claire Milhench, Les fonds souverains pétroliers sortent des actions européennes, article disponible sur internet, publier le 12/10/2015, date de lecture 21/10/2015. <http://bourse.lesechos.fr/infos-conseils-boursiers/actus-des-marches/infos-marches/les-fonds-souverains-petroliers-sortent-des-actions-europeennes-1085438.php>

³ - site internet, date de lecture 10-09-2015 <http://www.djazairress.com/elheddaf/271659>

الداخلية. بل إن وضعية التوتر بالنسبة للمالية العمومية أكثر مما ستكون عليه وضعية ميزان المدفوعات. وذلك يستدعي القيام بأعمال في مجال ترشيد النفقات العمومية وتطوير سوق رؤوس الأموال.¹

ورغم صعوبة المعرفة بالضبط مدى فعالية الصناديق السيادية في تحقيق الإستقرار باعتبار تدخلها حديثاً نسبياً، إلا أن هناك بعض الإقتصاديّين الذين قاموا بمثل هذه الدراسات، فمثلاً أثبتت دراسة "shabsigh و lahi" سنة 2007 أن إنشاء صندوق ثروة سيادي يساهم في تخفيض التضخم والتقلبات الإقتصادية الكلية، حيث تم تأكيد هذه النتائج من قبل الإقتصادي "bagatti" سنة 2011 والذي يثبت أن إنشاء صندوق الثروة السيادي إستقراري يساهم في توازن ميزانية القطاع غير النفطي وتخفيض الدين العام. كما أثبتت دراسة "sugawara" سنة 2014، أن الدول المالكة للصناديق السيادية المستقرة تتميز بانخفاض تقلبات نفقاتها مقارنة بالدول التي لا تمتلك صناديق سيادية.² وفي الأخير يكون الصندوق السيادي الاستقراري وسيلة فعالة في تسيير الموارد النفطية وتجنب الصدمات الخارجية وخاصة التراجع في أسعار البترول إذا كان مرفوقاً بسياسة ميزانية صارمة واستراتيجية استثمارية مربحة وكذا تميزه بالشفافية العالية.

المطلب الثالث : الآفاق المستقبلية لصناديق الثروة السيادية.

كما سبق وأن أشرنا إليه في الفصل السابق، تتبنى صناديق الثروة السيادية سياسات استثمارية طويلة المدى لذا سوف نحاول دراسة من خلال هذا المطلب الآفاق المستقبلية للصناديق على المدى البعيد، وذلك من خلال التعرض إلى تقديراتها المستقبلية لحجم أصولها المالية وكذا توجهاتها القطاعية والجغرافية المستقبلية.

1- التقديرات المستقبلية لحجم أصول صناديق الثروة السيادية

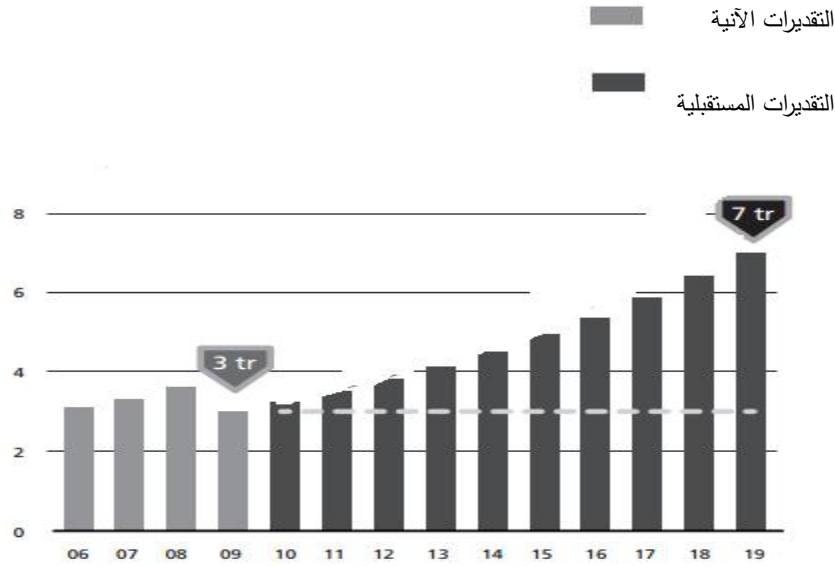
يوضح لنا الشكل في الأسفل حجم أصول صناديق الثروة السيادية وتقديراتها المستقبلية خلال الفترة

2006-2020 والمعدة من قبل دوتش بنك "DEUTCHE BANK"

¹ - site internet, date de lecture 10-09-2015 <http://www.middle-east-online.com/?id=206554>

² - Marie Claire entre et Quentin Boulanger, op cit, p20.

الشكل رقم (5-66): التقديرات الآنية والمستقبلية لحجم أصول صناديق الثروة السيادية



source; Thibaut Sartre, les entreprises face aux fonds souverains, les notes de l'entreprise, janvier 2011, p10.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق ارتفاع حجم أصول صناديق الثروة السيادية من سنة 2006 إلى غاية سنة 2010 مع تراجع في حجم الأصول خلال سنة 2009 والنتائج عن تأثر الصناديق السيادية بأزمة الرهن العقاري. أما فيما يخص التقديرات المستقبلية الصادرة عن "دوتش بنك" خلال الفترة 2010-2019 فيمكن ملاحظة من خلال نفس الشكل مواصلة ارتفاع حجم أصول الصناديق من أكثر من 3000 مليار دولار سنة 2010 إلى غاية 7000 مليار دولار سنة 2019.

كما تقدر "Merrill lynch" سنة 2008 حجم أصول صناديق الثروة السيادية بحوالي 2000 مليار دولار، والتي قد تتراوح قيمتها بعد عشر سنوات ما بين 15000 و 17500 مليار دولار.¹

تعتبر سيناريوهات نمو حجم أصول صناديق الثروة السيادية متقلبة جدا باعتبار أنها مرتبطة إلى حد كبير بالنمو الإقتصادي العالمي وتطور أسعار المواد الأولية، فحسب دراسة "SETSER & ZREMB" سنة 2009 فتعتبر أن صناديق الثروة السيادية التابعة لدول الشرق الوسط تتحصل على موارد جديدة كلما تجاوز سعر

*- بنك استثماري أمريكي، يتواجد مركزه في مانتان، وينشط في أكثر من 40 دولة.

¹ -Charles du granrut, les fonds souverains ou la profonds mutation des relation économiques internationales, revue problème économique, n° 2951, 2juillet2008, p 13.

البرميل 50 مليار دولار، كما سينتج عن سعر البرميل يفوت 75 دولار تدفقات رأسمالية سنوية في الصناديق السيادية تقدر بـ175 مليار دولار¹

وعليه فعموما جميع الدراسات تؤكد على النمو القوي لحجم أصول صناديق الثروة السيادية والذي يتراوح ما بين 7000 إلى 20000 مليار دولار نهاية سنة 2020، مما قد يؤدي إلى ارتفاع وزن صناديق الثروة السيادية في الساحة المالية العالمية .

كما يمكن التنبؤ بمستقبل ظاهرة صناديق الثروة السيادية على المدى البعيد بدراسة واستقراء مسار تطورها، وكيفية تأثيرها بمختلف الأزمات المالية والإقتصادية العالمية، وعليه نستنتج الملاحظات التالية:

- ميل الدول إلى زيادة انشائها للصناديق السيادية نظرا لأهمية الدور التي تأديه هذه الصناديق في تنمية الإقتصاديات المالكة لها وخصوصا في تقادي الصدمات الداخلية والخارجية مثل تقادي المرض الهولندي أو تراجع أسعار البترول.
- من خلال دراستنا لتأثير أزمة الرهن العقاري على صناديق الثروة السيادية نستنتج تراجع حجم استثمارات الصناديق السيادية خلال فترة الأزمة وانخفاض أصولها المالية بنسبة 5%، وهو أمر يؤكد على أن مستقبل الصناديق مرتبط بمدى استقرار النظام المالي والإقتصادي العالمي، وهذا ما تأكده كذلك الأزمة البترولية الأخيرة والتي نتج عنها سحب العديد من الصناديق السيادية لاستثماراتها في البورصات الأوروبية.
- يعد مستقبل الصناديق السيادية مرتبط بتطور أسعار البترول باعتبار أغلبية الصناديق ممولة بالعائدات البترولية والتي تقدر نسبتها تقريبا بـ59%، حيث يرتفع نشاط الصناديق بارتفاع الأسعار، ويتراجع بتراجع مستويات الأسعار في الأسواق الدولية.
- إن توفر أهم صناديق الثروة السيادية على خبرة نشاط تفوق ثلاثين عاما وصمودها في وجه أزمات متعددة مثل أزمة الرهن العقاري والأزمة البترولية الأخيرة، دليل على إمكانية استمرار هذه الظاهرة لفترة زمنية طويلة.

¹ - Patrick Bolton et Frédéric Samama, les fonds souverains, de la menace à opportunité, note de terra nova, la fondation progressiste, 30 juin 2011, -p9.

وأخيرا ننوه إلى أن ارتفاع حجم أصول الصناديق مستقبلا ليس ناتجا عن حجم الصناديق وعددها الجديد فقط بل إلى ارتفاع حجم استثماراتها وعليه فارتفاع حجم أصول الصناديق عادة ما يكون مرتبطا بالموارد الجديدة للصناديق وإلى العائدات التي تجنيها، وهذا ما يدفعنا في الأخير إلى القول بأن صناديق الثروة السيادية ليست بظاهرة عابرة.

2-التوجهات الإستثمارية المستقبلية للصناديق السيادية :

يعتبر استثمار صناديق الثروة السيادية في الأسهم أحد أهم أسباب تخوف الدول الغربية من استثمارات هذه الصناديق والجدول التالي يوضح تركيبة المحفظة الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية الآنية والمستقبلية حسب احصائيات المؤسسة المالية "JP Morgan chase".

الجدول رقم (5-32): التوجهات الإستثمارية المستقبلية للصناديق السيادية

أصول صناديق السيادية	سندات %	أسهم %	أخرى %
الآنية	40-35	65-50	10-8
المستقبلية	30-20	60-55	20-15

Source: JP Morgan chase, 9-25-2008

Reprise par Patrick Bolton et Frédéric Samama, op cit, p12.

تشير التقديرات المستقبلية للمؤسسة "JP morgan" الصادرة سنة 2008 إلى ميل صناديق الثروة السيادية إلى الإستثمار أكثر في الأسهم بمعنى ارتفاع حصة الصناديق في رأسمال المؤسسات العمومية مع تراجع ملحوظ في الإستثمار في السندات. كما يمكن ملاحظة أن الإستثمار في الأسهم يمثل أكثر من نصف المحفظة الإستثمارية للصناديق السيادية .

كما تنص دراسة "alexander dyck & adrien morse" أن عشرين صندوقا من صناديق الثروة السيادية والتي تعتبر الأولى والأكبر في العالم تستحوذ على 2 % من الأسهم المسعرة في البورصات العالمية سنة 2011، وحوالي 4.3% من الأسهم المسعرة في البورصات الآسيوية و6.4 من الأسهم المسعرة في الشرق الأوسط.¹

¹ - Alexander Dyck & Adrien Morse , Sovereign Wealth Fond Portfolios, Working Paper No 61. University of Chicago ,2011.p 16.

المطلب الرابع: إقتراح نموذج جديد لصندوق السيادي الجزائري

من خلال ما تم سرده سابقا وتحت الظروف الإقتصادية التي يعيشها العالم وخصوصا في ظل الأزمة البترولية الأخيرة، قد يكون ضروريا للجزائر ايجاد حلول لتفادي التأثيرات السلبية لمثل هذه المشاكل الإقتصادية، وخاصة في ظل نضوب البترول. لذا نقترح دراستنا إنشاء صندوق سيادي جزائري تحت اسم "صندوق سيادي دولي جزائري" "Fonds souverains international algérien" يكون منفصلا عن الموازنة العامة للدولة "عكس صندوق ضبط الموارد الجزائري". حيث يتوقف نجاح الصندوق السيادي الدولي الجزائري المقترح في أداء وظائفه على مدى سلامة ووضوح القوانين والتوجيهات المنظمة لنشاطاته، والتي تدون من قبل خبراء الإقتصاديين والقانونيين، وفيما يلي نقترح بعض المعلومات التي تخص هذا الصندوق:

1- الأهداف: يهدف الصندوق السيادي الدولي الجزائري المقترح إلى مايلي:

- تحويل الثروة النفطية باعتبارها ثروة زائلة إلى ثروة مالية مستدامة؛
- تعظيم العائد مع تقليل المخاطر، بما يؤثر بالإيجاب على التنمية الإقتصادية للوطن؛
- الاندماج في الأسواق المالية الدولية من خلال الإستثمار في أكبر مؤسسات المال والأعمال الأجنبية؛
- المساهمة في تطوير الإقتصاد الوطني من خلال الإستثمار المحلي والدولي وكذا من خلال التنسيق مع السياسات الإقتصادية للبلد؛
- تمويل مشاريع الوطنية التي تساهم في التنمية المستدامة للوطن؛
- ضمان حق الأجيال القادمة في الإستفادة من الثروة النفطية؛
- الحفاظ على الإستقرار المالي المحلي للوطن خاصة عند هبوط أسعار البترول، إضافة إلى تخفيض المديونية العمومية، وكذا تفادي المرض الهولندي.

2- الشفافية والإفصاح: تعتبر الوزارة المالية المالك الرسمي للصندوق، ومن تم تكون مطالبة بنشر جميع

القوانين والتعليمات واللوائح المنظمة لنشاط الصندوق.

كما يجب أن يخضع الصندوق إلى نوعين من الرقابة، أولا الرقابة الداخلية والتي تكمن في عرض مفصل لإستراتيجية الصندوق، أهدافه، هيكلته وأدائه، وذلك من خلال إصدار تقارير فصلية أو سنوية من قبل الرئيس التنفيذي للصندوق، أما الرقابة الثانية فتكون رقابة خارجية من خلال لجنة برلمانية مكلفة بالمراقبة المستمرة لأداء الصندوق، هذا ما يزيد من شفافية الصندوق ويعطي له مصداقية أكثر في الساحة المالية العالمية.

3- التمويل: في البداية يقدر حجم أصول الصندوق بـ 5 مليارات دولار أمريكي، والذي يقتطع من احتياطي

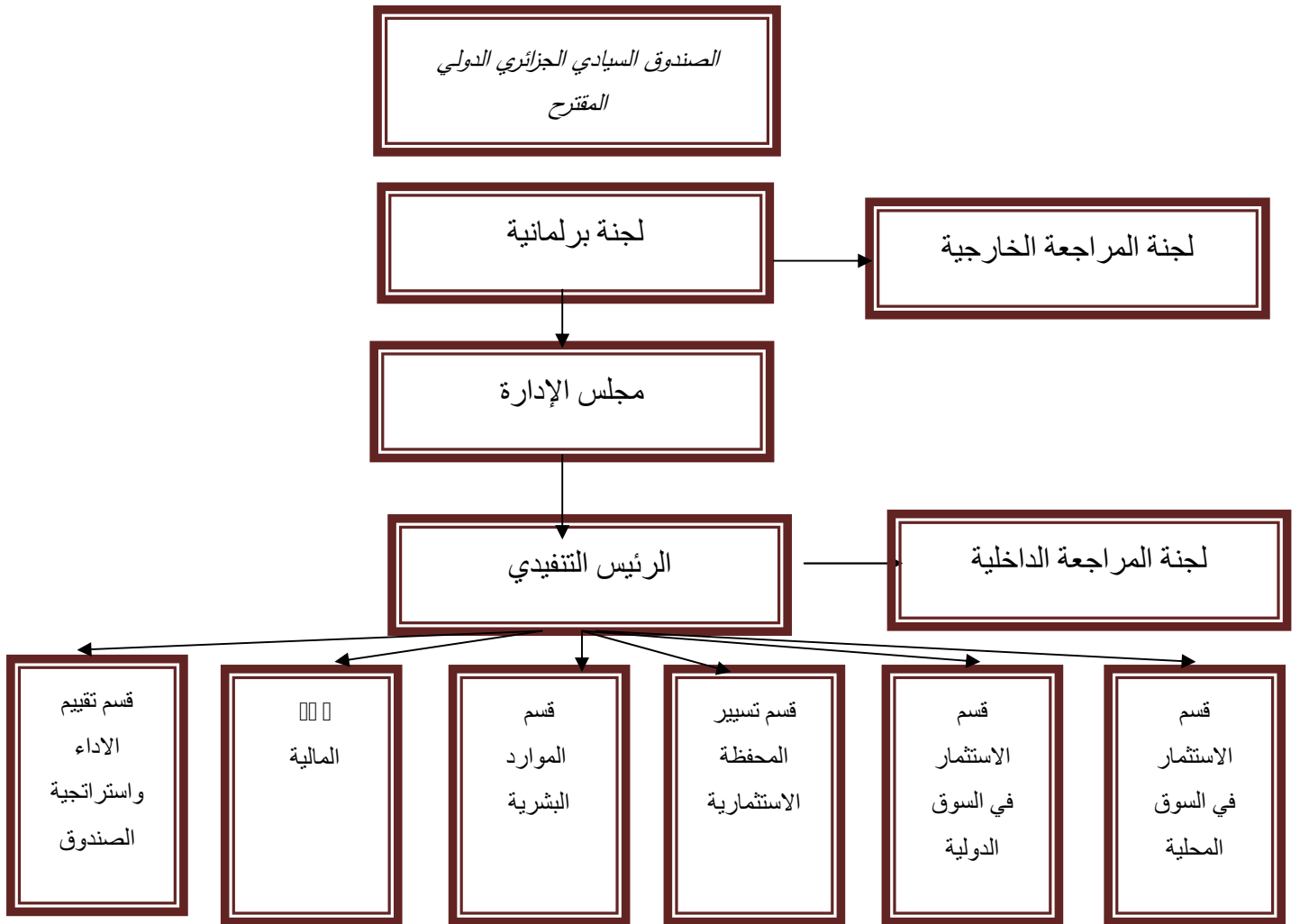
الصرف للبلد، بحيث يمول في السنوات المقبلة من العوائد التي يجنيها الصندوق من استثماراته الداخلية والخارجية، إضافة إلى الإقتطاعات السنوية من الجباية البترولية بنسبة 5%. كما لابد على فتح حساب مزدوج لدى البنك الجزائري، يكون الأول بالعملة المحلية والثاني بالعملة الصعبة لصالح الصندوق السيادي الدولي

الجزائري. كما لا يتم حساب أصول الصندوق المقترح ضمن احتياطات الصرف الأجنبية المدارة من قبل البنك الجزائري.

4-التسيير: يستحسن على الصندوق المقترح أن يسير من قبل أجنبى ذوي الخبرة في الميدان وخاصة فيما يخص الإستثمار في الأسواق المالية الدولية، إضافة إلى خبراء إقتصاديين جزائريين، الذي يتم تعيينهم من قبل الوزير المالية.

5-هيكل الصندوق: لإعطاء صورة أكثر وضوحا للصندوق المقترح، نقترح دراستنا صورة أولية للصندوق المقترح، والذي يمكن تعديله مع بداية عمل الصندوق، والموضح في الشكل التالي:

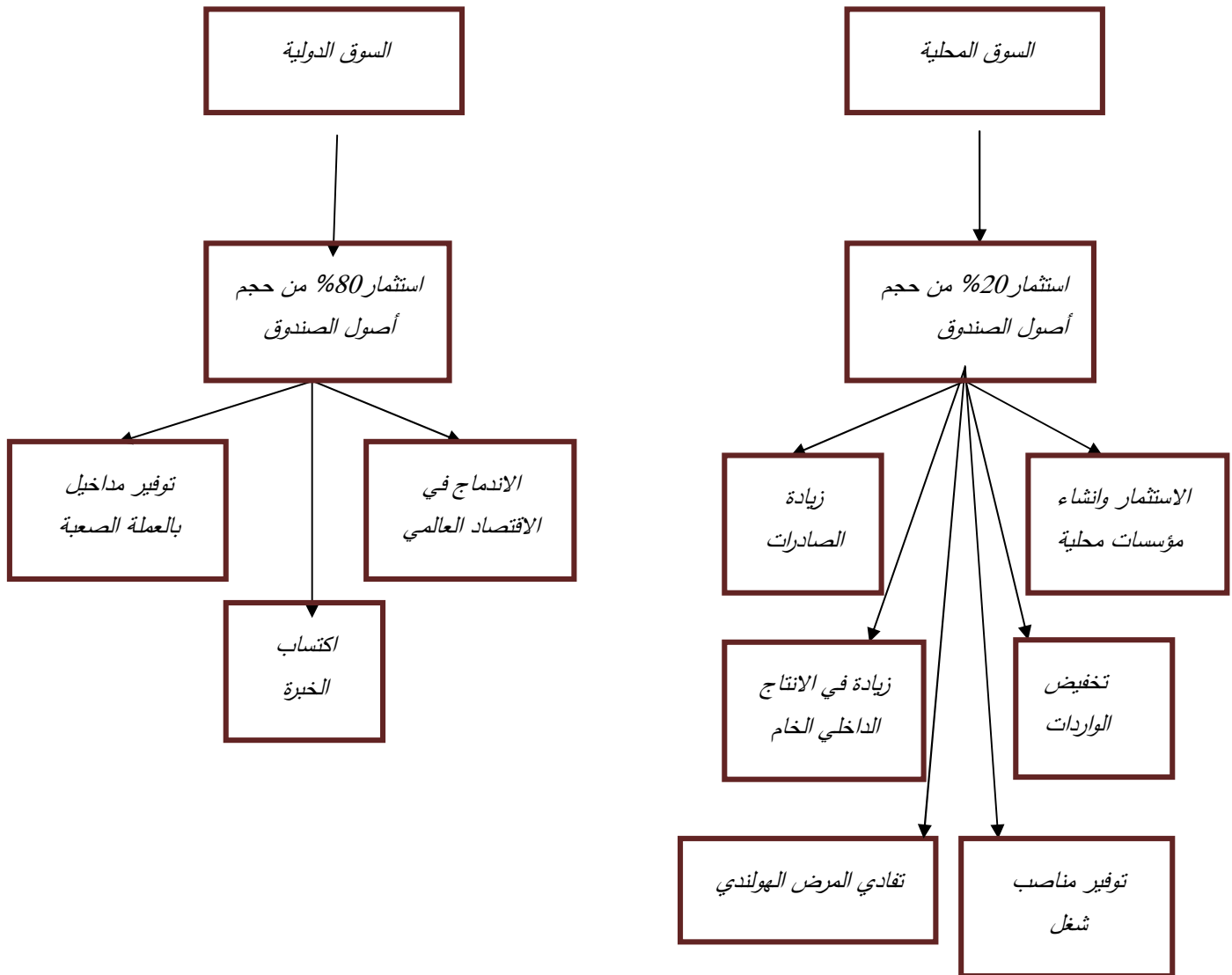
الشكل رقم(5-67): الهيكل التنظيمي للصندوق السيادي الدولي الجزائري المقترح



6-تأثير الصندوق "FSIA" المقترح على الإقتصاد

يعتبر الهدف الرئيسي والجديد للصندوق هو الإستثمار وجني أقصى ربح ممكن مع احترام مبدأ تعظيم العائد مع تقليل المخاطر، عكس صندوق ضبط الموارد الجزائري الذي يكمن هدفه في الإدخار فقط. والشكل المالي يعطينا صورة لتأثيرات الصندوق المقترح على الإقتصاد الوطني.

الشكل رقم(5-68): أهم تأثيرات الصندوق السيادي الدولي الجزائري المقترح على الإقتصاد



من خلال الشكل السابق يتضح لنا أن لصندوق السيادي الجزائري تأثيرات عدة على الإقتصاد الوطني، فمنها التأثيرات المباشرة وأخرى غير المباشرة، فمن جهة تكمن التأثيرات المباشرة في تفادي المرض الهولندي من خلال إقطاع 5% من الإحتياطي الصرف للبلد إضافة إلى 5% التي تقتطع سنويا من حصيللة الجباية البترولية، خلق مؤسسات محلية جديدة، توفير مداخيل بالعملة الصعبة، ومن جهة أخرى للصندوق المقترح تأثيرات غير مباشرة عدة منها توفير مناصب الشغل وذلك من خلال الإستثمار وإنشاء مؤسسات محلية، وكذا زيادة في الإنتاج الداخلي الخام للبلد، ناهيك عن زيادة الصادرات وتخفيض الواردات. كما يسمح الصندوق السيادي المقترح من خلال إستثماره في الأسواق المالية الدولية من زيادة إندماج في الإقتصاد العالمي مما يسمح للجزائر باكتساب الخبرة في مجال الإستثمار المالي الدولي.

الخاتمة

إن تدخل صناديق الثروة السيادية للحفاظ على استقرار وسيولة الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية مع بداية الأزمة لم يرفق بالدعم والمساندة اللازمين من قبل الدول المتقدمة، عن طريق تنفيذ سياسات فعالة لمعالجة مسببات الأزمة مما أدى في النهاية إلى عدم قدرة هذه الصناديق في الحفاظ على استقرار الأسواق المالية لمدة طويلة. حيث يعتبر أثر أزمة الرهن العقاري على الصناديق السيادية أثرا مضاعفا فبالإضافة إلى تسجيل خسائر معتبرة في الإستثمارات الخارجية للصناديق نتيجة إنهيار أسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية، تؤثر الأزمة كذلك على موارد الصناديق التي تراجعت بنسبة 5% خلال الفترة المتراوحة ما بين سبتمبر 2008 وسبتمبر 2009، هذا ما دفع الصناديق السيادية إلى التحول إلى أسواقها المحلية إضافة إلى تغيير إستراتيجيتها الإستثمارية القطاعية والجغرافية.

كما تتسم مواقف الدول المستقبلية لإستثمارات الصناديق السيادية بنوع من الحذر فمن جهة لا تنكر الدور الإيجابي لهذه الصناديق من خلال حفاظها على سيولة أسواقها المالية وتوفير مصادر تمويل جديدة ومستدامة لشركاتها باعتبار أن إستثمارات الصناديق السيادية تصنف ضمن الإستثمارات طويلة الأجل، ومن جهة أخرى تتزايد مخاوف هذه الدول تجاه نشاط الصناديق بسبب مجموعة من الأسباب مثل النمو الكبير لحجم وعدد هذه الصناديق، وكذا انخفاض شفافية أكبر الصناديق السيادية.

وعليه رافق صعود صناديق الثروة السيادية وخاصة استحوادها على أسهم أكبر المؤسسات الغربية خلال الأزمة نقاشات عامة حادة بشأن الدوافع الحقيقية لهذه الصناديق، وكانت أهم مبادرة دولية في هذا الصدد مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية التي شكلها صندوق النقد الدولي، التي قامت بإنشاء مبادئ سانتياغو والتي تعبر تعبيراً دقيقاً عن ممارسات وأهداف الإستثمار في صناديق الثروة السيادية. حيث تغطي هذه المبادئ ثلاث مجالات رئيسية والمتمثلة في الإطار القانوني والأهداف والإتساق مع السياسات الكلية، الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة وأخيراً إطار الإستثمار وإدارة المخاطر. وأخيراً تشير الدراسات المستقبلية إلى زيادة نمو حجم إستثمارات الصناديق وميلها إلى الإستثمار أكثر في الأسهم وهذا ما قد يزيد تخوف الدول الغربية. وفي ظل الأزمات المالية الخطيرة التي يعيشها العالم وخاصة في ظل الأزمة البترولية الأخيرة التي أدت بتراجع أسعار البترول بأكثر من 50%، يكون ضروري على الجزائر التفكير في طرق أخرى تسمح لها بالتصدي لمثل هذه الأزمات باعتبار أن النفط يمثل أكثر من 90% من موارد البلد، ومن ثم تأتي دراستنا هذه لتقترح صندوق سيادي دولي جزائري (FSIA)، الذي يستثمر أغلبية موارده المالية في الأسواق المالية الدولية مما يسمح للجزائر بالحصول على موارد إضافية بالعملة الصعبة، بدمج الإقتصاد الوطني مع بقية إقتصاديات العالم ناهيك عن اكتساب الخبرة.

الخاتمة العامة:

تعتبر صناديق الثروة السيادية من بين أهم الأعدان الإقتصاديين المثيرة للجدل نظرا لما شهدته من تطور كبير في السنوات الأخيرة، والتي أصبح ينظر لها على أنها تستطيع لعب دور بارز في الساحة المالية العالمية. وبما أن الصناديق السيادية العربية والناشئة تعد ضمن هذه الصناديق، فتطورها يجعل الدول المالكة لها في حتمية استغلال أصولها المالية بما يعود بالنفع على مستوى الإقتصاد الوطني، والسير إلى الأمام من أجل دعم التنمية الإقتصادية لبلدانها، وهذا ما يزيد تخوف الدول الغربية منها. وما يعلل التطور الكبير في الصناديق السيادية خلال الألفية الثالثة هو الإرتفاعات الكبيرة في أسعار النفط، إضافة إلى الفائض الضخم في الميزان التجاري، هذا ما يجعل هذه الصناديق تمتلك لأصول مالية ضخمة قد تجعلها تؤثر على الإستقرار المالي من عدمه.

بناءً على ما سبق ذكره ومحاولة الإجابة على الإشكالية التي كانت على النحو التالي، " ما مدى فعالية صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي المحلي والدولي وخصوصا خلال أزمة الرهن العقاري؟" توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكرها فيما يلي:

نتائج الجانب النظري: وتمثلت في:

- رغم كثرة الدراسات والأبحاث حول المستثمرين التأسيسيين إلا أنه لا يوجد اتفاق عالمي من قبل جميع الإقتصاديين حول تعريفهم، حجم أصولهم وتأثيراتها، كما يوجد جدل ما بين الإقتصاديين في تحديد أنواع المستثمرين التأسيسيين. فيوجد من يعتبر البنوك من ضمنها والبعض الآخر لايعتبرها من بين المستثمرين التأسيسيين؛
- تعد صناديق الثروة السيادية من أكثر المستثمرين التأسيسيين التي تثير جدلا، ويرجع ذلك إلى حداثة نشأة معظمها، وخاصة أن أكبر الصناديق هي في الأصل تابعة للدول الناشئة والدول العربية والتي تستحوذ على تقريبا 60% من مجموع أصول الصناديق مجتمعة؛
- لا تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة جديدة على الساحة المالية العالمية، حتى وإن عرفت نموًا سريعًا في نهاية القرن العشرين وبدايات الألفية الجديدة، بل يعود تاريخ نشأة بعضها إلى سنة 1953، وتعتبر دولة الكويت هي المؤسس لأول صندوق سيادي في العالم، ليتوالى بعد ذلك نشأة العديد من الصناديق في السبعينيات، ومن بعدها ظهور صناديق أخرى في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة وغيرها من الدول؛
- رغم أن بعض الدول توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لحساب الوزارة المالية، مثل حالة الصين والنرويج، إلا أن الصناديق السيادية تختلف عن البنوك المركزية في نقطتين

أساسيتين، الأولى أن الصناديق السيادية تسعى إلى الإستثمار وليس إدارة السياسة النقدية أو سياسة الصرف التي تعتبر من بين وظائف البنك المركزي، والثانية أن الأسهم تغلب على تركيبة المحفظة الإستثمارية للصناديق السيادية، عكس البنوك المركزية التي تلتزم بالإحتفاظ على مستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف، ومن ثم تستثمر أصولها في السندات؛

- يتمخض عن قلة شفافية صناديق الثروة السيادية وخاصة الضخمة منها مثل صندوق أبو ظبي عدم معرفة بدقة حجم أصولها، لذا تتفاوت الأرقام بشكل واسع، حيث تشير إحصائيات معهد صناديق الثروة السيادية إلى وصول قيمة حجم أصول الصناديق إلى 7283.7 مليار دولار في أوت 2015. كما تستحوذ أول سبعة صناديق الثروة السيادية في العالم على أكثر من 60% من مجموع أصول الصناديق، والتي نجدها تابعة للدول العربية والدول الناشئة ماعدا النرويج وسنغفورة ؛
- يعد الإطار المؤسسي للصناديق السيادية غير واضح وموحد لجميع الصناديق، ويرجع السبب إلى عدم تجانسها سواء من حيث التسيير، الهيكل، والمعلومة المالية ناهيك عن المعاملة الضريبية، الأمر الذي يزيدها أكثر ضبابا وتعكيرا وخصوصا حول تأثيراتها على الإستقرار المالي.

إختبار الفرضية الأولى: من خلال كل ما سبق ذكره يتضح لنا أن الفرضية الأولى والتي تقول إن: "صناديق الثروة السيادية عبارة عن ترتيبات إستثمارية مملوكة ومسيرة من قبل الدولة، حديثة النشأة، ومثلها مثل بقية المستثمرين التأسيسيين تهدف إلى تحقيق أقصى ربح ممكن" صحيحة جزئيا، فمن جهة يعتبر صحيحا أن صناديق الثروة السيادية عبارة عن ترتيبات إستثمارية حكومية، ولكن من جهة أخرى لا تعتبر صناديق الثروة السيادية حديثة النشأة بل يعود نشأة أول صندوق إلى سنوات الخمسينيات من القرن الماضي، كما تهدف الصناديق السيادية إلى ترشيد الثروة واستغلالها أحسن استغلال من أجل دفع عجلة النمو الإقتصادي إلى الأمام بالنسبة للدول المالكة للصناديق، إضافة إلى الحفاظ على الثروة لصالح الأجيال القادمة، عكس بقية المستثمرين التأسيسيين مثل شركات التأمين، صناديق التقاعد أو حتى صناديق التحوط الذين يسيرون أموال الأفراد بهدف تحقيق أقصى ربح ممكن لمصلحتهم ومصلحة زبائنهم.

- تعد مؤشرات قياس الأداء وسيلة مهمة لتحسين حوكمة وشفافية الصناديق السيادية نتيجة تقييمها المستمر لمختلف سياسات تسيير وإدارة هذه الصناديق، حيث لا تزال هذه المؤشرات في مراحلها الأولية، وفي هذا المجال نجد مؤشرين هما مؤشر "ترومان" ومؤشر "لينبرغ و مادول". حيث يوجد تفاوت معتبر في بعض الحالات ما بين نتائج الدراستين السابقتين، ويرجع ذلك إلى احتواء أسئلة "ترومان" على أسئلة حول الحوكمة، وهذا ليس حال أسئلة "لينبرغ و مادول"، وعليه فالصناديق الأكثر شفافية هي تلك الصناديق التابعة للولايات المتحدة الأمريكية، نيوزيلندا الجديدة، النرويج. أما الصناديق الأقل شفافية فهي تابعة لدول الشرق الأوسط، الصناديق الإفريقية والعديد من الصناديق الآسيوية. وعليه تعتبر أكبر

صناديق الثروة السيادية في العالم والتي تمثل أكثر من نصف مجموع حجم أصول هذه الصناديق ذات الشفافية المنخفضة جدا، بمعنى أنها تقدم القليل من المعلومات حولها، مثل معلومات حول استراتيجيتها الاستثمارية، أهدافها و حجم أصولها؛

- تختلف وتتوسع الإستراتيجية الإستثمارية لسبعة أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم فيما بينها حسب أهداف البلد من إنشاء الصندوق وقدراته المالية والإستثمارية، فمن جهة نجد البعض منها ذو شفافية مرتفعة ويعلن عن جميع المعلومات التي تخص تركيبة محفظته المالية وتوجهاته القطاعية والجغرافية ويشرح المخاطر والعائدات باستفاضة، مثل حالة الصندوق السيادي النرويجي، في حين يلاحظ أن البعض الآخر أكثر تحفظا في الإفصاح عن التفاصيل وهذه هي حالة الصندوق السيادي الصيني، والسعودي؛

- إن إنشاء صندوق ضبط الموارد الجزائري يؤكد رغبة الحكومة في إيجاد وسيلة لتخفيف خطر الصدمات الخارجية على الموازنة العامة بصفة خاصة، وعلى الإقتصاد الجزائري بصفة عامة، كما يتبين لنا من خلال التقييم الخاص لصندوق ضبط الموارد نجاح الصندوق في تحقيق الأهداف المحددة له مثل المساهمة في تخفيض حجم المديونية العمومية الداخلية، واستقرار الموازنة العامة، ناهيك عن تخفيض معدلات التضخم، وعليه يمكن اعتبار الصندوق وسيلة فعالة يمكن للحكومة استخدامها في الحفاظ على استقرار المالي المحلي، كما يبين لنا التقييم العام لصندوق ضبط الموارد الجزائري والذي كان عن طريق إجراء مقارنة بين تجربة الجزائر والنرويج أنه يعاني من عدة نقائص تشمل حوكمته، مصادر تمويله وإدارته، ومستويات الشفافية والإفصاح في الصندوق، وهي نقائص قد تفرض على الحكومة إخضاع الصندوق لإصلاحات وتعديلات جذرية .

اختبار الفرضية الثانية: من خلال ما سبق ذكره يتضح لنا ثبات الفرضية الثانية التي تقول: يعتبر المعرفة بالإستراتيجيات الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية غير كامل بسبب انخفاض شفافية الصناديق أنها صحيحة، فمن جهة اثبتت دراسة " ترومان " و " لينبرغ و مادول"، انخفاض شفافية بعض أكبر الصناديق السيادية وانعدامها أحيانا، ومن جهة أخرى اتضح لنا من خلال استعراضنا للإستراتيجية الإستثمارية لسبعة أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم قلة المعلومات حول استراتيجيتها الإستثمارية مثل تركيبة أصولها المالية أو توجهاتها القطاعية.

- أثبتت الدراسات إمكانية تحول عدم الاستقرار المالي إلى عدم استقرار نظامي من خلال عدوى، الإختلالات المالية أو الصدمات الكلية السالبة، كما يوجد نموذجان لعدم الإستقرار المالي الأول لفischer (1933)، والذي يفسر عدم الإستقرار المالي بالتراجع في الدورة الإقتصادية وإلى المديونية والإنكماش

أما الثاني لمانسكي (1982) والذي درس فيها بالتفصيل نظرية "فيشر" من خلال إدراجها لمفهومين جديدين وهما التناقضات الإستقرارية وفرضية الهشاشة المالية؛

- يتفق العديد من الخبراء على دور صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي، بمعنى مساهمة هذه الصناديق في السير الحسن للأسواق المالية الدولية، التوزيع الكفاء ما بين الدول للفوائض المالية المترتبة عن المواد الأولية، والزيادة في السيولة في الأسواق وخاصة خلال فترة الإضطرابات، كما تساهم من خلال التنوع في استثماراتها، في زيادة كفاءة الأسواق وانخفاض تقلباتها؛
- تمارس صناديق الثروة السيادية تأثيرات على الدولة الأم (المالكة للصناديق) من جوانب عديدة ويأتي هذا التأثير الإجمالي من خلال آثارها على المتغيرات الكلية والسياسات الإقتصادية الكلية، كما يمكن استخدام صناديق الثروة السيادية كأداة من أدوات السياسة المالية لتحقيق العديد من أهداف الإقتصاد القومي من أهمها الإستقرار المالي وتعبئة الموارد المالية لأغراض طويلة الأجل من جهة ولتقديم اطار متكامل ومهني لإدارة المخاطر والاستثمار.
- بإمكان صناديق الثروة السيادية تحقيق الإستقرار المالي من خلال تجنب خطر تضخمي في حالة ارتفاع احتياطي صرف الدولة المالكة للصندوق، كما تعتبر هذه الصناديق قادرة على امتصاص الفوائض المالية، بمعنى القدرة على استعمال احتياطي الصرف في إطار إقتصاد محلي يميل إلى الإستهلاك، إضافة إلى كل ذلك يساهم إنتهاج الصناديق السيادية لاستراتيجية الشراء والإحتفاظ باستقرار أسعار الأصول المالية، غير أن ميل بعض الصناديق إلى سلوك القطيع، إضافة إلى نقص شفافيتهما واستثمارها في الأصول ذات مخاطر قد يدعم عدم الاستقرار المالي

إختبار الفرضية الثالثة: من خلال ما سبق عرضه يتضح لنا أن الفرضية الثالثة والتي تقول: يعبر الإستقرار المالي عن استقرار الأسواق ومؤسسات الجهاز المالي، كما لصناديق الثروة السيادية تأثير إيجابي على الإستقرار المالي أكثر منه سلبيًا، أنها صحيحة فمن جهة يعبر الإستقرار المالي على إستقرار أهم المؤسسات الجهاز المالي بمعنى قدرة هذه الأخيرة على مواجهة طلبات الأفراد، وكذا استقرار أهم الأسواق بمعنى تبادل المستثمرين للأصول المالية بكل ثقة والتي تعكس أسعارها قيمتها الأساسية. كما أن لصناديق الثروة السيادية تأثيرا إيجابيا على الإستقرار المالي أكثر منه سلبيًا، بمعنى تأثر الصناديق السيادية إيجابا على الإستقرار المالي من خلال مساهمتها في استقرار أسعار الأصول المالية، تدخلها في أوقات الأزمات من خلال ضخ الكتلة النقدية أو من خلال قيامها بدور استقراري بامتصاص الصدمات الناجمة عن الإنخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية، ناهيك عن تقادي المرض الهولندي، ولكن من جهة أخرى قد تساهم الصناديق السيادية في عدم الإستقرار المالي من خلال سلوك القطيع، أو من خلال انخفاض شفافيتهما، وهنا ننوه إلى أن هذين التأثيرين الآخرين على الإستقرار المالي نظري أكثر منه تطبيقيًا، وذلك إذا ما قارنا حجم أصول صناديق الثروة السيادية

ببقية المستثمرين التأسيسيين فنجد ضعيافاً، أو حتى نسبة مساهمة الصناديق السيادية في الأسواق المالية، هذا ما قد يسمح لنا بالقول: إن تأثير صناديق الثروة السيادية على الساحة المالية العالمية رغم أنه إيجابي أكثر منه سلبياً إلا أنه مازال يعتبر محدوداً مقارنة ببقية المستثمرين التأسيسيين.

نتائج الجانب التطبيقي:

- تكمن أصول وجذور نشوء أزمة الرهن العقاري في الدور التي أدته الجهات التالية:
 - تصريحات محافظ البنك المركزي "Alan Greenspan" في سنة 2004 و 2005 والتي من خلالها شجع الإستثمار في سوق الرهن العقاري؛
 - الأفراد: والذين يسمون حسب إيمان مانسكي مدينين بانزي، والذين كانوا يحصلون على قروض عالية المخاطر "Subprime"؛
 - الإحتياطي الفيدرالي: من خلال إتباعه لسياسة نقدية توسعية بمعنى تخفيض معدلات الفائدة إلى 1% مما شجع الإقتراض، ثم رفعها إلى 5.25 %؛
 - وكالات التصنيف الائتمانية من خلال عجزها على التقييم الجيد للأصول المالية؛
 - سوق الرهن العقاري: وذلك من خلال احتكار مؤسسة فاني ماي وفريدي ماك لسوق الرهن العقاري ودعمهما الرخاء في السوق من خلال شراء قروض الرهن العقاري من البنوك؛
 - السماسرة : وذلك من خلال منحها لقروض عالية المخاطر وإعادة بيعها إلى البنوك بدون قلقهم على مدى قدرة الفرد على تسديد دينه؛
 - البنوك : وذلك من خلال شراءها لعقود "Subprime" وإعادة بيعها في سوق الرهن العقاري لمؤسسة "fannie mae" و "freddie mac"؛
- تعد أزمة الرهن العقاري أكثر تعقيداً مقارنة بالأزمات السابقة لأن الإبتكار المالي أي التوريق أدى إلى ظهور أصول مالية في غاية التعقيد مثل (ABS, MBS) إلى درجة عجز وكالات التصنيف الائتماني العملاقة (Moody's, Standard & poor, Fitch) عن التقييم الجيد لهذه الأصول؛
- نظراً لخطورة الأزمة وتأثيراتها السلبية على القطاع المالي والحقيقي تسارعت الدول لاتباع العديد الحلول للخروج من الأزمة، وما نلاحظه أن الإجراءات التي طبقتها الولايات المتحدة الأمريكية للخروج من الأزمة تقريبا هي نفسها التي تبنتها بقية الدول العالم مثل تخفيض معدلات الفائدة وتوفير السيولة ناهيك عن برامج الإصلاح الإقتصادي.

إختبار الفرضية الرابعة: من خلال ما سبق عرضه يتضح لنا أن الفرضية الرابعة والتي تقول " يرجع سبب الجدل القائم ما بين الإقتصاديين حول أسباب وجذور نشوب أزمة الرهن العقاري إلى كثرة المتغيرات

والعوامل المتسببة في نشوبها، إضافة إلى طبيعة وهشاشة النظام المالي الأمريكي، وبالتالي آثارها لم تخرج عن نطاق هذا الاقتصاد"، أنها صحيحة نسبياً، فمن جهة يعتبر صحيحاً أن أسباب أزمة الرهن العقاري تعود إلى طبيعة وهشاشة النظام المالي الأمريكي رغم وجود العديد من الإقتصاديين الذين تنبؤوا بالأزمة، وبالتالي يعتبرونها أزمة متعمدة من قبل الولايات المتحدة الأمريكية، ومن جهة أخرى لم تقتصر الأزمة على الولايات المتحدة الأمريكية، بل أثرت على معظم دول العالم وخاصة الدول الأوروبية والآسيوية وحتى بعض الدول العربية.

- ساهمت الصناديق السيادية في التخفيف من حدة أزمة الرهن العقاري في أوروبا، أمريكا وفي بعض الدول العربية، خاصة أثناء اشتداد الأزمة المالية في العام 2008، حيث ساهمت في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة. وعليه أظهرت هذه الصناديق فعاليتها في لعب دور عالمي كمؤشر إيجابي في أسواق المال كما يرى العديد من الخبراء؛
- إنخفاض وتراجع حجم إستثمارات صناديق الثروة السيادية في المؤسسات المتعثرة خلال الأزمة دليل على تأثر الصناديق بالأزمة وتكبدتهم لخسائر معتبرة، وكذا تأثر أسواقها المالية المحلية بالأزمة؛
- التخوف من صناديق الثروة السيادية له ثلاثة أبعاد، أولها النمو المذهل في عدد صناديق الثروة السيادية وحجم أصولها، ثانيها ميل الصناديق إلى الإستثمار أكثر في الأسهم، وآخرها نقص شفافية الصناديق؛
- يعتبر أثر أزمة الرهن العقاري على الصناديق السيادية أثراً مضاعفاً بالإضافة إلى تسجيل خسائر معتبرة في الإستثمارات الخارجية للصناديق نتيجة إنهيار أسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية، تؤثر الأزمة كذلك على موارد الصناديق التي تراجعت بنسبة 5% خلال الفترة المتراوحة ما بين سبتمبر 2008 وسبتمبر 2009، هذا ما دفع الصناديق السيادية إلى التحول إلى أسواقها المحلية إضافة إلى تغيير إستراتيجيتها الإستثمارية القطاعية والجغرافية؛
- أمام النمو المتزايد لصناديق الثروة السيادية وزيادة دورها على المستوى الأسواق المالية العالمية، عمل صندوق النقد الدولي على إيجاد آليات تمكن من إدماج هذه الصناديق ضمن قواعد النظام المالي العالمي، وهكذا قامت اللجنة الدولية لشؤون 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 الإقتصادية. وتبعاً لذلك تم تأسيس مجموعة عمل دولية في سنة 2008 لتحديد مجموعة من المبادئ الطوعية التي تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي تركز عليه الصناديق ونظام حوكمتها وعملياتها الإستثمارية؛
- أثبتت الأزمة البترولية الأخيرة مدى فعالية الصناديق السيادية في دعم الإستقرار المالي للدول المالكة للصناديق؛

- تعتبر السيناريوهات المستقبلية لنمو حجم أصول صناديق الثروة السيادية متقلبة جدا باعتبار أنها مرتبطة إلى حد كبير بالنمو الإقتصادي العالمي وتطور أسعار المواد الأولية، فعموما جميع الدراسات تؤكد على النمو القوي لحجم أصول صناديق الثروة السيادية والذي يتراوح ما بين 7000 إلى 20000 مليار دولار نهاية سنة 2020، مما يؤدي إلى إرتفاع وزن صناديق الثروة السيادية في الساحة المالية العالمية باعتبار أن هذه الصناديق كانت تمثل سنة 2011 حوالي 2% من الرسملة البورصية العالمية؛
- من غير المحتمل أن تختفي ظاهرة صناديق الثروة السيادية على المدى المتوسط والطويل نظرا لارتباط هذه الأخيرة بنمو ميزان العمليات الجارية وأسعار المواد الأولية، ومن ثم فلن تصبح أقل أهمية إلا إذا تعرضت الدول التي تمتلك فوائض كبيرة إلى عجز متواصل في الحساب الجاري. وعليه سوف يكون لصناديق الثروة السيادية في السنوات القادمة دور متزايد في الساحة المالية العالمية لما أظهرته من نمو سريع في حجم أصولها المالية وكذا تضاعف عددها.
- في ظل الأزمات المالية الخطيرة التي يعيشها العالم وخاصة في ظل الأزمة البترولية الأخيرة التي أدت بتراجع أسعار البترول بأكثر من 50%، يكون ضروري على الجزائر التفكير في طريقة فعالة تسمح لها بالتصدي لمثل هذه الأزمات باعتبار أن النفط يمثل أكثر من 90% من موارد البلد، ومن ثم تأتي دراستنا هذه لتقترح صندوق سيادي دولي جزائري (FSIA)، الذي يستثمر أغلبية موارده المالية في الأسواق المالية الدولية مما يسمح للجزائر بالحصول على موارد إضافية بالعملة الصعبة، ودمج الإقتصاد الوطني مع بقية إقتصاديات العالم ناهيك عن اكتساب الخبرة.
- **إختبار الفرضية الخامسة:** من خلال ما سبق عرضه يتضح لنا أن الفرضية الخامسة والتي تقول: ساهمت صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي خلال أزمة الرهن العقاري من خلال ضخها للكتلة النقدية في أكبر المؤسسات المالية الأمريكية والأوروبية، هذا ما أدى إلى تخوف الدول الغربية من سلوك هذه الصناديق، كما أن مستقبل الصناديق مرتبط بمدى استقرار النظام المالي والإقتصادي العالمي، أنها صحيحة فمن ناحية يعتبر صحيح أن الصناديق قامت بضخ أموال باهظة في أكبر المؤسسات المتعثرة بداية أزمة الرهن العقاري، رغم أن دعمها للإستقرار المالي خلال الأزمة كان مؤقتا، بمعنى أنها ساهمت في دعم الإستقرار المالي بداية الأزمة، إلا أنها من ناحية أخرى غيرت من سلوكها الإستثماري نتيجة تكبدها لخسائر معتبرة. كما أن تخوف الدول الغربية من استثمارات صناديق الثروة السيادية يرجع من جهة إلى أن أغلبية أكبر هذه الصناديق تابعة للدول العربية والدول الناشئة، والتي سجلت نموا مذهلا في عددها وحجم أصولها المالية، ومن ناحية أخرى أصبحت هذه الصناديق كنتيجة

للأزمة مساهمة في رأسمال أكبر المؤسسات الغربية، وكذا ميلها إلى الإستثمار أكثر في الأسهم بدلا من السندات.

وأخيرا ما يمكن إستنتاجه من خلال الفصول السابقة، هو تشعب الآثار الإقتصادية التي تمارسها الصناديق السيادية، حيث بإمكان أن تكون تلك الآثار إيجابية أو سلبية حسب الأوضاع الإقتصادية التي يعيشها العالم. ففي أوقات الأزمات المالية: تؤدي الصناديق دورا إيجابيا حتى وإن كان نسبيا، وهذا ما أثبتته أزمة الرهن العقاري وأزمة البترولية الأخيرة. كما أن هذا التأثير كان إيجابيا على المستوى المحلي أكثر منه على المستوى الدولي. أما في أوقات الإستقرار المالي: فهناك إمكانية التأثير الإيجابي على الإستقرار المالي من خلال التأثير على أسعار الأصول المالية، أو التأثير السلبي من خلال انخفاض شفافية الصناديق وأنتهاجها لسلوك القطيع. كما أن هذا التأثير إيجابي أكثر منه سلبيا ونظري أكثر منه تطبيقيا.

توصيات:

يمكن سرد أهم التوصيات والإقتراحات في النقاط التالي:

- 1- ضرورة مراجعة الإستراتيجية الإستثمارية للصناديق في أوقات الأزمات، للإستثمار أكثر في الأصول والقطاعات الأقل مخاطرة مع التنويع في الأصول المالية؛
- 2- ضرورة إقامة تكتل يعزز العلاقات بين الدول المالكة للصناديق وخاصة العربية منها، ويهدف إلى تبادل الخبرات والمعارف الخاصة بإدارة هذه الصناديق، مما يسمح لها بالدفاع عن مصالحها وخاصة في فترة الأزمات؛
- 3- في ظل الأوضاع الإقتصادية التي يعيشها العالم، وخاصة مع تراجع أسعار البترول في السنوات الأخيرة، يصبح ضروريا بالنسبة للإقتصاد الجزائري إنشاء صندوق سيادي دولي يضمن حق الأجيال القادمة، من خلال الإستثمار في الأسواق المالية للدولية، وخاصة أن العديد من الدول المالكة للصناديق السيادية استفادت من أزمة الرهن العقاري بالإستحواذ على أسهم أكبر الشركات المالية الأمريكية والأوروبية؛
- 4- ضرورة التنويع في تركيبة المحفظة الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية لتشمل الإستثمار في الأصول الحقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة والمشروعات الإقتصادية بدلا من التركيز على الإستثمار في الأصول المالية، مما يسمح لها بالتقليل من المخاطر واكتساب الخبرة؛
- 5- الشفافية وتوفير البيانات والإحصائيات عن صناديق الثروة السيادية، الأمر الذي يقلل من تخوف الدول الغربية منها؛

6- إعطاء صناديق الثروة السيادية حرية أكثر في الإستثمار في الأسواق المالية الدولية، وضرورة التخلي على تلك المخاوف غير مبررة، وذلك نظرا للمزايا التي قد توفرها هذه الصناديق في الأسواق المالية.

آفاق الدراسة:

إن البحث في موضوع الصناديق الثروة السيادية وتأثيراتها على الإستقرار المالي لايزال واسعا، وجديرا بالإهتمام. حيث يشهد الإقتصاد العالمي في السنوات الأخيرة ارتفاع في عدد صناديق الثروة السيادية وحجم أصولها المالية، مما يعطي لهذه الأخيرة أهمية متزايدة في الساحة المالية العالمية، وعليه هناك الكثير من النقاط التي يمكن أن تكون بمثابة إشكالية لبحوث مستقبلية والتي نعرضها فيما يلي:

- 1- دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق التنمية المستدامة؛
- 2- دور صناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول النفطية مع الإشارة إلى حالة الجزائر؛
- 3- الآفاق المستقبلية لصناديق الثروة السيادية؛
- 4- تأثير الأزمة البترولية الأخيرة على صناديق الثروة السيادية؛
- 5- مدى فعالية صندوق ضبط الموارد الجزائري في التصدي للصدمات الخارجية.

ولا يسعنا في النهاية إلا أن نسأل الله - عز وجل - أن نكون قد وفقنا في اختيار الموضوع ومعالجته.

ملخص باللغة العربية

من خلال دراستنا لمدى تأثير صناديق الثروة السيادية على الإستقرار المالي، يمكن القول: إن صناديق الثروة السيادية أصبحت تعتبر من بين الأعوان الجيوسياسيين، هذا ما يشير إلى تحول في الميزان العالمي للقوة المالية، وما يرتبط بها من قوة سياسية بمعنى آخر، هذا ما يعطي للدول المالكة للصناديق وخاصة منها الناشئة والعربية دورا متزايدا في الساحة المالية العالمية. كما تنتشعب الآثار الإقتصادية التي تمارسها الصناديق السيادية، وبل قد تختلف من دولة إلى أخرى، حيث بإمكان أن تكون تلك الآثار إيجابية أو سلبية حسب الأوضاع الإقتصادية التي يعيشها العالم، ومن ثم نلاحظ إمكانية وجود عدة سيناريوهات:

- في أوقات الأزمات المالية: تؤدي الصناديق دورا إيجابيا حتى وإن كان نسبيا، وهذا ما أثبتته أزمة الرهن العقاري وأزمة البترولية الأخيرة. كما أن هذا التأثير ايجابيا على المستوى المحلي أكثر منه على المستوى الدولي؛

- في أوقات الإستقرار المالي: هناك إمكانية التأثير الإيجابي على الإستقرار المالي من خلال التأثير على أسعار الأصول المالية، أو التأثير السلبي من خلال انخفاض شفافية الصناديق أو انتهاجها لسلوك القطيع. كما أن هذا التأثير إيجابي أكثر منه سلبي ونظري أكثر منه تطبيقيا.

الكلمات المفتاحية: الأزمة، صناديق الثروة السيادية، السوبرايم، الإستقرار المالي، المستثمرين المؤسساتيين

ملخص باللغة الإنجليزية

On after our study on the impact of SWFs on financial stability, it can be concluded that its funds are considered among the most important geopolitical players, that's what gives states the owner of the funds and in particular the emerging and Arab countries a growing role in the global financial sphere. The economic impact of funds souverians may differ and may vary from one country to another, it can also be positive or negative depending on economic conditions as the world knows, and from there the possibility of it can be noted the existence of two scenarios:

- In times of financial crisis: funds play a positive role, though relative, and this has been proven by the mortgage crisis and the recent oil crisis. Moreover, this impact is positive at the local level more than at the international level;
- In times of financial stability: There is a possibility of a positive impact on financial stability through impact on the prices of financial assets, a negative impact over the lack of transparency of the funds, or Sheep-like behavior.

Moreover, this impact is more positive than negative, and more theoretical than practical.

Keyword; crisis, sovereign wealth fund, subprime, financial stability, Institutional investor.

ملخص باللغة الفرنسية

D'après notre étude sur l'impact des fonds souverains sur la stabilité financière, on peut conclure que ses fonds sont considérés parmi les plus importants acteurs géopolitiques, c'est ce qui donne aux états propriétaire des fonds et en particulier les pays émergents et les pays arabes un rôle croissant dans la sphère financière mondiale. L'impact économique des fonds souverains peut diverger et peut varier d'un pays à l'autre, en outre il peut être positif ou négatif en fonction des conditions économiques que connaît le monde, et à partir de là on peut noter la possibilité de l'existence de deux scénarios:

- En temps de crise financière: les fonds jouent un rôle positif, même si relative, et cela a été prouvé par la crise des prêts hypothécaires et la récente crise pétrolière. En outre, cet impact est positif au niveau local plus qu'au niveau international;
- En période de stabilité financière: Il y'a une possibilité d'un impact positif sur la stabilité financière grâce à l'impact sur les prix des actifs financiers, d'un impact négatif à travers le manque de transparence des fonds, ou d'un comportement moutonnier. En outre, cet impact est positive plus que négatifs, et théorique plus que pratique.

Les mots cles: crise, fonds souverains, subprime, stabilité financière, investisseurs institutionnels.

أولاً: باللغة العربية

1- الكتب

- أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة و النشر، 2001.
- سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، الطبعة الأولى، دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع، 2008.

2- الرسائل العلمية

- أحمد قارون، مدى إلتزام البنوك الجزائرية بتطبيق كفاية رأس مال وفقا لتوصيات لجنة بازل، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية جامعة فرحات عباس . سطيف 1 - 2012 / 2013 .
- إياد حماد، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009/2008 .
- بن شيخ عبد الرحمان ، اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد - دراسة حالة الجزائر ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي ، جامعة الجزائر -2008-2009 .
- بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
- ذهبي ريمة، الإستقرار المالي النظامي، بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة 2003-2011 ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه LMD في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2012-2013.
- عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع :تحليل اقتصادي، جامعة دالي براهيم، 2009/2010.
- عمار بوطكوك، دور التوريد في نشاط البنك حالة بنك التنمية المحلية، مذكرة مقدمة كجزء لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، تخصص :بنوك و تأمينات، 2007-2008.

- نادية العقون، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج ، دراسة أزمة الرهن العقاري في الو.م.أ ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : اقتصاد النقدية، 2012-2013 .

3- التقارير، الملتقيات والمجلات

- أحمد مهدي بلوافي، هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره؟، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م24، ع1، 2011.
- أحمد مهدي بلوافي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي، مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز - جدة - المملكة العربية السعودية.
- أنور هافان قوناش ، أزمة جنوب شرق آسيا ، عبر البلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية 2000 .
- التوني ناجي ، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، 2004 .
- بن رجم محمد خميسي، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 8، ديسمبر 2010.
- بوفليح نبيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخل النفط في الدول العربية، مجلة أكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، دورية دولية محكمة تصدرها جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، العدد 4، 2010.
- بوفليح نبيل، صندوق ضبط الموارد في الجزائر أداة لضبط وتعديل الميزانية العامة في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 1.
- بوفليح نبيل ولعاطف عبد القادر، مداخلة بعنوان: فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخل الثروة البترولية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي حول: التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 7-8 أبريل 2008.
- جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين، واستقرار الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة الى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سبتمبر 2007،
- جهاز أبو ظبي للاستثمار، نشرة صحافية، 15 مارس 2010.
- حياة نجار ، اتفاقية بازل III واثارها المحتملة على النظام المصرفي الجزائري، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 13، سنة 2013.

- زهية كواش و فتيحة بن حاج جيلالي معزاوة، الأزمات المالية و علاقتها بسعر الفائدة ، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمات المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية ، المركز الجامعي بخميس مليانة، -6 ماي 2009 .
- سفين بيرينت، صناديق الثروة السيادية في خطاب العولمة، أوراق كارنيغي، العدد 12، أكتوبر/تشرين الأول 2008.
- صالح مفتاح، الأزمة المالية العالمية ، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية -العدد الثامن - ديسمبر 2010.
- صدر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 37 الصادرة بتاريخ 28 جوان 2000 .
- عماد موسى، أثر الأزمة المالية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، المؤتمر الدولي حول: "القطاع الخاص في التنمية، تقييم واستشراف"، بيروت، 23-25 مارس 2009.
- كمال العقريب، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 10، المجلد 01، 2014.
- محمد بن بوزيان ، بن حدو فؤاد و عبد الحق بن عمر ، البنوك الإسلامية و النظم و المعايير الإحترازية الجديدة ، واقع و أفاق تطبيق لمقررات بازل 3، المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد و التمويل الإسلامي ، 19 - 21 ديسمبر 2011، الدوحة.
- نبال محمود قسبة وحسين الفحل، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 28 - العدد الأول 2012.
- هشام حنضل عبد الباقي، رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة التعاون، صادرة عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، العدد 99، مارس 2010.

4-مواقع الانترنت

- أحمد الخليفي، مؤسسة النقد العربي السعودي، دورة الإعلاميين - أكتوبر 2010، ص 15، موقع على الأنترنت، تاريخ الإطلاع 12-02-2015.

[http://www.saudi-](http://www.saudi-banks.info/documents/18/43062/TheSaudiArabianMonetaryAgency.ppt)

[banks.info/documents/18/43062/TheSaudiArabianMonetaryAgency.ppt](http://www.saudi-banks.info/documents/18/43062/TheSaudiArabianMonetaryAgency.ppt)

-أسامة مروة، 230مليار دولار استثمارات الصندوق السيادي السعودي، مقال منشور على الانترنت

16ماي 2015، تاريخ الاطلاع 6-7-2015 <http://www.alaraby.co.uk>

- الموقع الرسمي لمؤسسة النقد السعودية، تاريخ الاطلاع 2-3-2015

<http://www.sama.gov.sa/ar-sa/About/Pages/SAMAHistory.aspx>

-الموقع الرسمي للهيئة العامة للاستثمار، تاريخ الاطلاع 06-04-2011،

http://www.kia.gov.kw/Ar/About_KIA/Mission_Principles/Pages/default.aspx

- الموقع الرسمي للهيئة العامة للاستثمار، تاريخ الاطلاع 2011-04-06،
<http://www.kia.gov.kw/Ar/Pages/default.aspx>
- الموقع الرسمي للهيئة العامة للاستثمار، تاريخ الاطلاع 2011-04-08،
http://www.kia.gov.kw/Ar/About_KIA/Mission_Principles/Pages/default.aspx
- فريد كورنل ، الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية ، مقال منشور على الأنترنت ، تاريخ الإطلاع 3 مارس 2015.
<http://www.kantakji.com/media/6894/595.pdf>
- محمد إبراهيم السقا، عالم لا يتعلم من أزماته.. فقاعة الدوت كوم، مقال منشور على الأنترنت، تاريخ الإطلاع 1-1-2014،
<http://alphabet.argaam.com>
- نبذة عن صناديق الاستثمار، المطبوعات التعليمية المتوفرة بالبورصة، موقع البورصة المصرية، تاريخ الاطلاع، 11-6-2010.ص2.
http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html
- نشرت صندوق النقد الدولي الالكترونية، الصندوق يجري مراجعة لأوضاع القطاعات المالية الكبرى في 2012، 13 جانفي 2012، ص2، تاريخ الاطلاع، 12-02-2015.
<http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2012/pol011312aa.pdf>

ثانيا: باللغة الأجنبية

1- les ouvrages

- Aurélie Boubel et Fabrice Pansard, les investisseurs institutionnels, la découverte, paris, 2004.
- Aveline Dubach Natacha, immobilier, l'asie, la bulle et la mondialisation, CNRS édition, paris, 2008.
- Beiton Alain et les autres, Dictionnaire des sciences économiques, Armand Colin, 2^{ème} édition, Paris, 2007.
- Beltas Abdelkader, la titrisation, édition légende, Alger, 2007.
- Caroline bertin Delacour, Les fonds souverains Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale, Les Echos, france, 2009.

- De Boissieu Christian, les systemes financiers; mutation; crises et régulation, 2eme édition, economica, paris, 2006.
- Dominique Plihon, les désordres de la finance; crises boursières, corruption, mondialisation, OPU, Algérie, 2006.
- Henri Louis Védis, les fonds souverains une puissance financière insensible aux crises, éditions eska, paris, 2010.
- Jean –Luc de Boissieu, Introduction à l’assurance, l’Argus éditions, 2005.
- Jean-Marc Puel, les fonds souverains: instruments financiers ou armes politiques?, édition autrement, paris, 2009.
- Jean-Pierre Daniel, l’assurance et ses secrets, tout ce que votre assureur ne vous a jamais dit, Bourrin, Edition, Paris, 2007.
- Jean-David Hadda, le guide JDH de l'investisseur en bourse; contexte thème tendances de l'année 2008, Gualino éditeur EJA, paris, 2008.
- Jean-michel Rocchi, et Michel Ruimy, Les fonds souverains, economica, pris, 2011.
- Jérôme Glachant Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar, Private equity et capitalisme francais, La Documentation française. Paris, 2008.
- Gabriel Zucman, de la crise boursière à la crise économique, revue regards croisés sur l'économie, la decouverte, n°3, 2008
- Lacroix Marc-Antoine, la crise des subprimes aux états unis: crise ponctuelle ou fin d'un cycle, 14^{ème} édition, association d'économie financière, paris, 2008.
- Le Page Jean-Marie, crises financières internationales et risque systémique,1^{er} édition, de Boeck, paris, 2003.
- Paul Krugman, Sortez-nous de cette crise...Maintenant !, édition Flammarion, France, 2012.
- Patrick Artus, et Marie- Paule Vivard, on comprend mieux le monde à travers l'économie, Pearson éducation ; France2008.
- Samia Buisine , Benoit Jourjon et Benoit Malopert, le Fonds souverains, presses des mines, collection lebres opinions, France ; 2012

2-Mémoire et these :

- Angelos Lionos, la place des investisseurs institutionnels internationaux dans le droit des marchés financiers français, mémoire présenté à l'université ROBERT SCHUMAN de Strasbourg ,septembre 2003.
- Alain Etté Angora, Système d'alerte avancée des crises bancaires; une approche fondée sur les modeles multinomiaux, Thèse Pour obtenir le grade de Docteur de l'Université de Limoges, Sciences Economiques, soutenue publiquement Le 7 Juillet 2009.
- Guillaume Ravix, typologie des Hedge Funds, mémoire de recherche de fin d'étude, paris, avril2007.
- Kangni Kpodar, développement financier, instabilité financière et croissance économique ; implication pour la réduction de la pauvreté, thèse pour le doctorat en science économique, université d'auvergne, 23octobre2006.

3- les dictionnaires et les revues

- Andreas Jobst, qu'est-ce que la titrisation? Revue finance et développement, septembre 2008, vol45, N°3.
- Andrew Crockett, évolution et régulation des HEDGE FENDS, Banque de France, Revue de la stabilité financière, Numéro spéciale hedge fends, N°10, Avril, 2007.
- Banque central des états de l'afrique de l'ouest, revue de la stabilité financière dans l'union économique et monétaire ouest africaine, N°1, vril2006.
- Bertrand Blancheton et Yves Jégourel, les fonds souverains: un nouveau mode de regulation du capitalism financier? Revue de la regulation, N°05, 1er semestre 2009.
- Bertrand Jacquillat, instituer de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières, revue problèmes économiques, n°2958, novembre 2008.
- Charles Du Granrut, les fonds souverains ou la profonde mutation des relations économiques internationales, revue problèmes économiques, n° 2951, 2juillet2008.
- Christine Ebrahim-zadeh, Le mal hollandais Un surplus de richesses mal géré, revue finances et développement, volume40, N°01, mars2003.

- Doll Randall, subprime; topographie d'une crise, revue finances et développement, vol 44, N°3, décembre 2007.
- Donald Mac Kenzie, Comment fonctionne un hedge fund ? Revue problèmes économiques, N°2987 .
- Edwin .M. Truman, Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains, Revue d'Economie Financière, Association d'Economie Financière, Numéro Hors – Série, 2009.
- Fabrice Herve, Faut-il acheter les actions des entreprises apparaissant sur les listes noirs du conseil des investisseurs institutionnels? revue d'économie financière,volume36, 2001.
- Georges Pujals, sauve qui peut, revue banque, N°699, février 2008.
- Gerald Brauberger, la crise financière expliquée par Hyman Minsky, revue problèmes économiques, N2935, 21novembre2007.
- Haizhou Huang et S KalWajid, La stabilité du système financier international , Revue Finances et Développement , Mars 2002.
- Isabelle Augé et Nathalie Boutonnet, crise financière la remise en cause des notations, revue banque, n° 702, mai 2008.
- Jean-clau Detrichet, Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macro-prudentielle, Revue de la stabilité financière, Banque de France , N° 15 , Février 2011.
- Jean-Paul Betbéze crise de liquidité ou en est-on? Revue banque, n°703, Juin 2008.
- Julienne Brabet, la main invisible des investisseurs institutionnelles, Revue Française de gestion, N°141,2002/5.
- Laura kodres, une crise de confiance ...et beaucoup plus, revue finances et développement, vol45, n°2, juin2008.
- Laurent Quignon, les banques; un secteur frappé par la crise, revue problèmes économiques, N°2960, décembre2008.
- Mathieu Plane et Georges Pujals, les banques dans la crise, Presses de Sciences Po, Revue de l'OFCE, N110, 20090

- Nicholas Kaldor, spéculation et stabilité économique 1939, revue française d'économie, volume 2, numéro 2-3, 1987.
- OCDE, une croissance affaiblie dans la plupart des pays de l'ocde, revue problème économique, n°2959, 26novembre2008.
- Olivia Montel-Dumont, quelque bilans d'étape; un an de crise bancaire et financière, revue cahiers français, n°347, novembre 2008.
- Olivier Prato, les dérivés de credit, nouvelle source d'instabilité financière, revue stabilité financière, novembre 2002.
- Simon Johnson, la montée en puissance des fonds souverains, revue finances et développement, septembre 2007.
- Tamara Gomes, les effets des fonds souverains sur le système financier international, rapport banque du canada, revue du système financier, decembre 2008.
- Vincent Fleuriet, et Catherine Lubockinsky, la gestion des risques de taux par les sociétés d'assurance- vie et les fonds de pension, Banque de France, Revue de la stabilité financière, N°6, juin2005.

4- les présentations, journaux, dossiers, discours, documents et rapports

- AbayomiA. alawode. what is financial stability ? financial stability paper series , No 1, march 2008, central Bank of Bahrain.
- Agence monétaire de l'Afrique de l'ouest (AMAO), stabilité financière et supervision Bancaire au sein de la CEDEO, Freetown , novembre, 2009.
- Alain Demarolle, les fonds souverains, rapport du ministère de l'économie de l'industrie et de l'emploi, paris, mai 2008.
- Alexander Dyck et Adrien Morse, Sovereign Wealth Fond Portfolios, Working Paper No 61. University of Chicago ,2011.
- Andres Schwab, les fonds souverains, discours lors du petit déjeuner européen, centre des études européennes de l'ENA, starsbourg, 22 octobre 2008.

- Andrew Crockett, Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Fourth Quarter 1997.
- Anna L. Paulson, Raising Capital; The Role of Sovereign Wealth Funds, Chicago Fed Letter, N° 258, January 2009.
- Anthony Seghers, Optimisation financière et fiscale d'un LBO particulier l'owner Buyout, - Mastère spécialisée droit et management international HEC/ESCP, 2006-2007.
- Artus Patrick et autres, la crise des subprimes, la documentation française, paris, 2008.
- Aurélien Saussay et Charlel Boissel, Baisse des prix du pétrole : aubaine économique, défi écologique, Note de Terra Nova, 12 mai 2015.
- Bader M. Al SA'AD, Overview on the Kuwait Investment Authority and Issues Related to Sovereign Wealth Funds, Key Note Speech at the First Luxembourg Foreign Trade Conference, April 9-2008.
- Banque de France, la crise financière, documents et débats, n°2, février 2009.
- Bernardo Bortolotti, The Great Reallocation Sovereign Wealth Fund, BAFI Center on International Markets, Money and Regulation Sovereign Investment Lab, Annual Report 2013.
- Bulletin du FMI, fonds souverains: le FMI intensifie ses travaux , 4 Mars 2008.
- Clément Gignac, Mondialisation, prix des matières premières et «Dutch Disease», Congrès de l'ASDEQ, Réflexions préliminaires, Le 4 mai 2006.
- Christiane Bughin, Alain Finet et Carole Monaco, l'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises, Working Paper du Centre de Recherche Warocqué, 2010/9 .
- Dominique Plihon. quelques controverses théoriques les marchés financiers sont-ils efficaces?, cahiers français, n°345, juillet-août 2008.
- Dominique Strauss-Kahn, la crise financière mondiale, analyse, réponses et leçons préliminaires, FMI, assemblée nationale commission des affaires étrangères, 25 mars 2009...

- Donald J.Johnston, principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, publication de l'OCDE-2004.
- Driss Agardi et Alain Alcouffe, les fonds souverains et gouvernement d'entreprise; un état des lieux, les Notes du LIRHE, N°459, septembre2008.
- Edwin M. Truman, Sovereign Wealth Funds New Challenges from a Changing Landscape, Testimony befor the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy. Trade and Technology. US House of Representatives, Peterson Institute for Inter national Economics, 10 December 2008.
- Eric Gonnard, Eun Jung Kim and Isabelle Ynesta, Recent Trends in Institutional Investors Statistics, Financial Market Trends, OECD 2008.
- Focus, banque de France, bilan et perspectives des fonds souverains, n°1, 28 novembre 2008, focus, banque de France.
- FMI et OCDE, La fiscalité des institutions et instruments financières défis et solutions, Document d'information pour la conférence du dialogue international, Pékin, octobre2009.
- frantz Armand et Lota Kaousar Nassr, la titrisation, travail de recherche, management bancaire, ESSEC, 10decembre 2007.
- Frederic S. Mishkin, Financial Stability and the Macroeconomy, Working Papers, N°9, Central Cank of Iceland, May 2000.
- Garry J.Schinasi, Preserving Financial Stability ,Economie, Issues 36, International Monetary Fund, 2005.
- Gilles Morisson, les fonds souverains: problématique et enjeux perspectives pour l'Afrique sub-saharienne, document pédagogique: institut bancaire et financier international, N° 1, octobre 2008.
- Ghislain Nzinzi, Maladie hollandaise, un problème d'ajustement : cas du Congo, Note d'analyse politique, N°08, 31juillet 2013.
- Groupe de travail international des fonds souverains, "Déclaration de Koweït": Création du Forum international des fonds souverains, 6 avril 2009.

- groupe de travail international, les principes de santiago, communiqué de presse N° 08/06, 11 octobre 2008.
- Hélène Torjman, spéculation; hétérogénéité des agents et apprentissage, revue économique, vol 48,N°4, 1997.
- Irdian Garbis, Gulf Cooperation Council Countries, Report of the Institute of International Finance, Decembre4, 2008.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds is Established to Facilitate Work on Voluntary Principles, Press Release No. 08/01, May 1, 2008.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds Presents the "Santiago Principles" to the International Monetary and Financial Committee Promotes Operational Independence in Investment Decisions, Transparency, and Accountability, Press Release No. 08/06, October 11, 2008.
- Jean-François Pons, les banques françaises et européennes face à la crise financière, rencontre sur la crise financière internationale et ses répercussions sur le secteur bancaire et financier maghrébin, l'union des banques maghrébines, 11juillet2008.
- Jean-Guy Degos, Instabilité financière et risques non assumés : relire Minsky, Kindleberger et Mandelbrot, Colloque " risques et espérances à l'ère des crises" hammamet tunisie, 15-16 decembre 2013.
- Joelle Paquet, l'émergence des fonds souverains, Rapport évolutifs, laboratoire d'étude sur les politiques publiques et la mondialisation, N°6, janvier 2009.
- Marko Maslakovic, Financial Markets Series Sovereign Wealth Funds, Report, the City UK, April 2011.
- Marie Claire entre et Quentin Boulanger, les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers , note des l'IFRI, fevrier 2015.
- Mario Dehove, crise financière; deux ou trois choses que nous savons d'elles, document de travail, conseil d'analyse économique, France, avril 2003.
- Marko Maslakovic, Sovereign wealth funds 2009, IFSL RESEARCH in Partnership with UK Trade and Investment and City of London, March2009.
- Martin Wolf, Crise financière : le krach parfait, Financial Times, 21 février 2008.

- Maxim Allart, Carole Monaco et Alain Finet, la présence des investisseurs institutionnels en Belgique : le cas des petites et moyennes capitalisations, université de Mons, humanOrgWorkingPapers, 2014/03.
- Min-Woolee ,Yoon-Kyunglee, Les stratégies globale macros des hedge fends, Mémoire en majeur finance, Mai2007.
- Nassim Ait-Kacimi, les fonds souverains ciblent davantage les pays émergents, echos . 18-07-2013.
- Nicolas Véron, Fonds souverains: un double apprentissage, Rapport Moral sur l'argent dans le monde, Association d'économie financière, France, 2008.
- Norwegian Ministry of Finance, The Management of the Government Pension Fund in 2013, Meld. St. 19 (2013–2014) Report to the Storting.
- Noura Ben H'BAREK , les facteurs explicatifs de la passivité ou de la neutralité des II vis-à-vis du contrôle des firms de leurs portefeuilles, document de recherche N° 06, laboratoire orléanais de gestion , 2001, p03.
- Patricia Charlety, Activisme des actionnaires : le cas particulier des Fonds de pension, étude du CREST, Bulletin COB, N°354, février2001.
- Patrick Artus et Virard Marie –Paul, globalisation le pire est à venir, la découverte, Paris, 2008.
- Patrick Bolton, Barbara et David Zalaznick, les fonds souverains: de menace à opportunité, terra nova, la fondation progressiste, 30juin2011.
- Patrick Thourot et Frédéric Fougère, l'assurance française en 20 leçons, economica, Paris, 2006.
- Pierre Jacquet, cercle des économistes, les fonds souverains acteurs du développement, contribution au cahier sur les fonds souverains
- Philippe D'arvisenet six Jean-Miche et Daniel Jean-Marc, plans de relance: à quand la sortie de crise? Working paper, N°29, mars 2009.
- Roger W.Ferguson .Jr.Should Financial Stability Be An Explicit Bank Objective, Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems, Conference at the IMF in Washington ,D.C.Septembre 16-17-2002.

- Saidane Dhafer, l'impact de la réglementation de bale III sur les métiers des salariés des banques, les études de l'observatoire , étude thématique, septembre 2012.
- Saleh Alsubaibani, Global Financial Turnoil and New Opportunities, Rapport of Rajhi Financial Services, Decembre2008.
- Sami MENSI, Léandre BASSOLE et Gilhaimé MOUANDA-MOUANDA, L'intégration financière, l'instabilité financière et la croissance économique: Spécifications et estimations en données de panel, Centre africain pour les politiques commerciales, Travail en cours N° 82, 2010.
- Samia Buisine et autres les fonds souverains, presses des mines, paris, 2012.
- Stéphanie Payet et Clara Severinson, le point sur les marches des pensions, publication de l'OCDE, n° 7, juillet 2010.
- Supreena Narayanan and Rashmidalvi, Assessment of Financial Stability Reports, Sveriges Risk Bank, Stockholm School of Economics Fall, Central Banking
- Thibaut Sartre, les entreprises face aux fonds souverains, les notes de l'entreprise, janvier2011.
- Victoria Barbary et Bernardo Bortolotti, Braving the New World, Sovereign Wealth Fund Investment in the Uncertain Times of 2010, Report of Monitor –FEEM, 2011.
- Victoria Barbary Bernardo Bortolotti Veljko Fotak William Miracky, Sovereign Wealth Fund Investment Behavior semi-annual report, Monitor FEEM, January-June 2010.
- William Miracky and Bernardo Bortolotti ,back on course, sovereign wealth fund activity in2009, monitor FEEM, SWF annual report 2009.
- William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, SWF Annual Report 2008 , Monitor FEEM, April 2009.
- William Miracky, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis 2008, Fondazione Enienrico MATTEI , SWF Annual Report 2008.
- William Miracky et Bernardo Bortolotti, Back on Course Sovereign wealth Fund Activity2009, Monitor,SWF Annual Report 2009.

- Yann Clément-Colas, Fonds de pension : prudence ou nécessité se reforme ? Entretien réalisé par Hubert Fabre, les cahiers du CREMOC.

5- publication on line

- Abu Dhabi investment authority, 6-6-2015.

<http://www.swfinstitute.org/swfs/abu-dhabi-investment-authority/>

- Catherine Sauviat et Jean Marie Pernot, Fonds de pension et épargne salariale aux États-Unis, les limites du pouvoir syndical, article disponible sur le Net, date de lecture 3-9-2010.

http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Annee_regulation/AR4-2000-03SAUVIATPERNOD.pdf

-Christophe Bavière ,panorama du marche européen du privateequity. Document réalisé par indinvestpartners, janvier 2014 the government's portfolio for the year 2014-2015 , 5-6-2015

http://www.gic.com.sg/report/report-2014-2015/investment_report.html

- Claire Milhench, Les fonds souverains pétroliers sortent des actions européennes, article disponible sur internet, publier le 12/10/2015, date de lecture 21/10/2015.

<http://bourse.lesechos.fr/infos-conseils-boursiers/actus-des-marches/infos-marches/les-fonds-souverains-petroliers-sortent-des-actions-europeennes-1085438.php>

- Claire Montialoux et Zucman Gabriel, comprendre la crise des subprime, rapport regards croisés sur l'économie, disponible sur internet, 15-4-2008.

<http://www.rce-revue.com/files/Subprime3.pdf>

- Estelle Laure, Zedong ngoh, diagnostic de la fonction d'une compagnie d'assurance, le cas de la SAA,R SA, université catholique d'Afrique centrale , Maitrise en éconolmie de gestion 2008, mémoire disponible sur internet, date de lecture 2-12-2011

http://www.memoireonline.com/05/08/1069/m_diagnostic-fonction-commerciale-compagnie-assurances-saar-sa0.html

- Koussay Ammar, le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des sociétés cotées, université Bordeaux, DEA EN SCIENCE DE GESTION, 2003-2004.
Disponible sur internet, date de lecture 1-12-2014
http://www.memoireonline.com/12/07/848/m_role-investisseurs-institutionnels-gouvernance-societes-cotees0.html
- La BRI Au service de la stabilité monétaire et financière, site internet de la banque BRI, date de lecture 05-02-2015. http://www.bis.org/about/profile_fr.pdf
- Lian Yin and Jessica Gao, TW300 analysis, august2012, p39. 5-12-2014.
<https://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2012/09/the-worlds-300-largest-pension-funds-year-end-2011>
- linaburg-maduell transparency index, SWF institute, 3-3-2015
<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>
- Marion Marchal, Les plus grands fonds de pension voient leur croissance ralentir, article publier sur internet, le 9octobre 2012, date de lecture 5-12-2014.
<https://www.towerswatson.com/fr-FR/Press/2012/10/Les-plus-grands-fonds-de-pension-voient-leur-croissance-ralentir>
- Romuald Yonga, Guide des Fonds Souverains Africains, septembre2014, site internet, date de lecture 2-2-2015, p5. http://www.african-markets.com/pdf/fr/Guide_des_Fonds_Souverains_Africains_FR.pdf
- site official du fonds chinois cic, date de lecture 5-5-2015 <http://www.china-inv.cn/wps/portal>
- site du fonds souverains du Singapour date de lecture 3-12-2012,
http://www.fondssouverains.com/pages/Singapour_Government_of_Singapore_Investment_Corporation_GIC-645253.html
- Some Fund Objectives, Sovereign Wealth Fund Institute, 23-12-2013
<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>
- Sovereign Wealth Fund Institute, what is a Sovereign Wealth Fund, 31-12-2013
<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>
- sovereign wealth fund rankings, 12-08-2015.

<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>

-Stella Tsani, IngilabAhmadov and Kenan Aslanli, Governance, transparency and accountability in Sovereign Wealth Funds: Remarks on the assessment, rankings and benchmarks to date, report of Public Finance Monitoring Center, 20-1-2013.

http://www.pfmc.az/attachments/373_SWF%202.%20Governance%2026.03.pdf

- organisation de coopération et du se développement économique.Date de lecture 5-03-2014.

http://www.mcit.gov.eg/International_Relations/Cooperation_with_International_Organizations/OECD

- site internet , le conseil de stabilité financière est né, journal le FIGARO, publier le 03-04-2009, date de lecture, 15-2-2015.

<http://www.lefigaro.fr/economie/2009/04/03/04001-20090403ARTFIG00271-le-conseil-de-stabilite-financiere-est-ne-.php>

فهرس المصطلحات

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الفرنسية	المصطلح باللغة الانجليزية
المستثمرين التأسيسيين	Investisseurs institutionnels (zinzin)	institutional investors
صناديق المنافع المحددة	Les fonds à Prestations Définies	defined benefit pension scheme
صناديق المساهمات المحددة	Les fonds à Cotisations Définies	defined contribution pension scheme
صناديق التحوط	Les fonds de couverture	Hedge Fund
الاستحواذ بالإستذانة	effet de levier	LBO leverage buy out
التأمين المشترك	La coassurance	Coinsurance
إستراتيجية توزيع الأصول	répartitions stratégique et tactique de l'actif,	Tactical Asset Allocationstrategy
صناديق الثروة السيادية	Les fonds souverains	Sovereign wealth fund
صناديق الاستقرار	les fonds de stabilisation	Stabilization Funds
صناديق الإيداع للأجيال القادمة	Les fonds d'épargne intergénérationnelle	Saving Funds
شركات الإستثمار الإحتياطيات	les sociétés de placement des réserves	Reserve Investment Funds
صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد	les fonds de réserves de retraite conditionnels	Pension Reserve Funds
الإستراتيجية النشطة	La stratégie active	Active strategy
الإستراتيجية غير النشطة	La stratégie passive	Passive strategy
إستراتيجية الشراء والاحتفاظ	Stratégie d'acheter et conserver	Strategy Buy and conserve
هيئة الخدمات المالية الدولية	Centre international des services financiers londoniens	International Financial Services London IFSL
الإستقرار المالي	Stabilité financière	Financial stability
التطير المالي	Volatilité financière	Financial volatility
أساسيات الاقتصاد الكلي	fondamentaux macro-économiques	fundamental macro-economic
التناقضات الإستقرارية	paradoxe de la stabilite	paradox of stability
التناقضات المصدقية	paradoxe de la crédibilité	paradox of credibility

speculative bubbles	bullesspéculatives	الفقاعات المضاربة
asymmetries of information	asymétriesd'information	عدم تناظر المعلومات
anti-selection	l'anti-sélection	الاختيار السيئ
Moral hazard	Aléa morale	المخاطر المعنوية
Dutch Disease	Maladie hollandaise	المرض الهولندي
Sheep-like behavior	Le mimétisme ou Le comportement moutonnier	سلوك القطيع
Subprime	Hypothèquepourri	القروض عالية المخاطر
Fannie Mae	Fannie Mae	فاني ماي
Ginnie Mae	Ginnie Mae	جيني ماي
Freddie Mac	Freddie Mac	فريدي ماك
Toxic Assets	ActifsToxique	الأصول المسمومة
Banking crisis	Crisebancaire	الأزمة البنكية
Stock market crisis	Criseboursière	الأزمة البورصية
Fusion	fusion	الاندماج
Acquisition	acquisition	الاستحواذ
mortgage-backed security(MBS)	valeurimmobilièreadossée à des actifs	سندات مضمونة برهونات عقارية
Wealth Effect	Effet de Richesse	أثر الرفاهية
MortgageBackedSecuritie (MBS)	titreadossé à des créanceshypothécaires	أوراقالرهنالعقاري
Asset-Backed Sécurities (ABS)	Titre adossé à des actifs	الأوراق المالية المضمونة بأصول
Securitization	titrisation	التوريق
special purpose entity	entité à vocation spéciale (RVS)	شركة ذات غرض خاص
rating agency	les agences de notation	وكالات تصنيف الائتمانية

الملحق رقم 1: تطور حجم أصول المستثمرين المؤسسيين خلال الفترة 1995-2007.

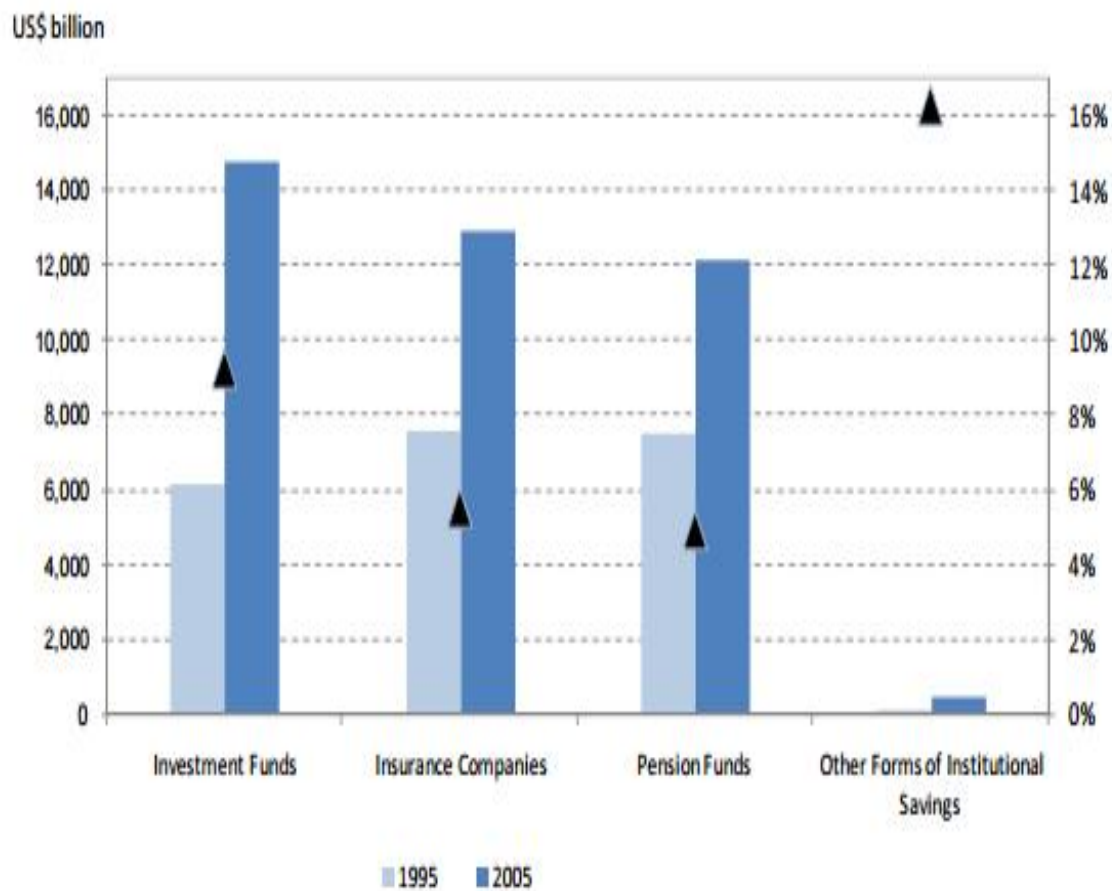
بالملايين الدولار USD

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Australia	273	310	367	416	479	504	523	506	537	593	667	740	.
Austria	72	85	99	116	145	161	167	177	193	214	260	280	284
Belgium	63	74	94	153	178	193	198	190	209	236	264	287	296
Canada	557	649	744	824	907	929	924	894	945	1017	1100	1222	1272
Czech Republic	9	10	8	7	9	9	8	10	10	12	13	13	17
Denmark	116	128	148	161	186	197	195	193	212	250	294	313	326
Finland	49	59	68	78	105	105	103	106	120	139	167	193	200
France	878	989	1135	1292	1578	1736	1753	1693	1818	2089	2310	2564	2581
Germany	971	1101	1320	1517	1786	1887	1911	1870	2019	2085	2271	2401	2422
Greece	12	17	27	32	44	38	34	30	33	34	30	27	26
Hungary ⁽²⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	11	14	17	20
Iceland	.	.	.	.	.	.	10	10	12	14	18	20	23
Ireland	.	.	.	.	.	.	341	361	412	463	612	735	788
Italy	259	337	462	683	1025	1035	1012	952	1010	1036	1112	1144	1026
Japan	4386	4314	4711	4639	5028	4952	4874	5036	5589	6033	7229	7565	.
Korea	.	.	.	.	.	.	.	384	380	421	472	539	646
Luxembourg ⁽³⁾	6	8	13	16	19	22	24	23	26	30	36	.	.
Mexico ⁽²⁾	7	6	7	8	32	30	42	45	48	50	58	71	80
Netherlands	454	509	573	634	727	724	686	619	669	728	821	871	860
New Zealand	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Norway	60	64	72	73	84	75	74	74	84	92	103	112	124
Poland ⁽⁴⁾	2	3	4	5	7	12	16	23	29	36	47	64	.
Portugal ⁽²⁾	17	20	46	53	57	57	57	57	61	62	72	77	77
Slovak Republic ⁽⁴⁾⁽⁵⁾	.	.	.	.	.	0	1	2	2	3	4	4	.
Spain	159	213	277	332	350	344	349	347	385	418	450	457	445
Sweden ⁽³⁾	101	123	145	166	205	214	317	274	312	347	420	462	.
Switzerland	.	.	.	.	499	535	537	489	529	570	675	.	.
Turkey	2	3	3	4	6	6	8	10	16	17	20	16	.
United Kingdom	2007	2171	2527	2718	3143	3051	2848	2507	2732	2918	3397	.	.
United States	11223	12542	14436	16287	18400	18074	17453	16308	18627	19954	20908	22761	24220
OECD (17) total ⁽⁶⁾	21286	23237	26612	29291	33167	32997	32125	30583	34214	36847	40329	.	.

1. Investment companies, insurance companies, pension funds and other financial institutions are consolidated data.

Source; Eric Gonnard, Eun Jung Kim and Isabelle Ynesta, Recent Trends in Institutional Investors Statistics, Financial Market Trends, OECD 2008, p 5.

الملحق رقم 2: تطور حجم أصول كل نوع من أنواع المستثمرين المؤسسيين خلال سنتين 1995-2005



Source; Eric Gonnard, Eun Jung Kim and Isabelle Ynesta, opcit, p7.

الملحق رقم 03: 20 أكبر صندوق تقاعد في العالم

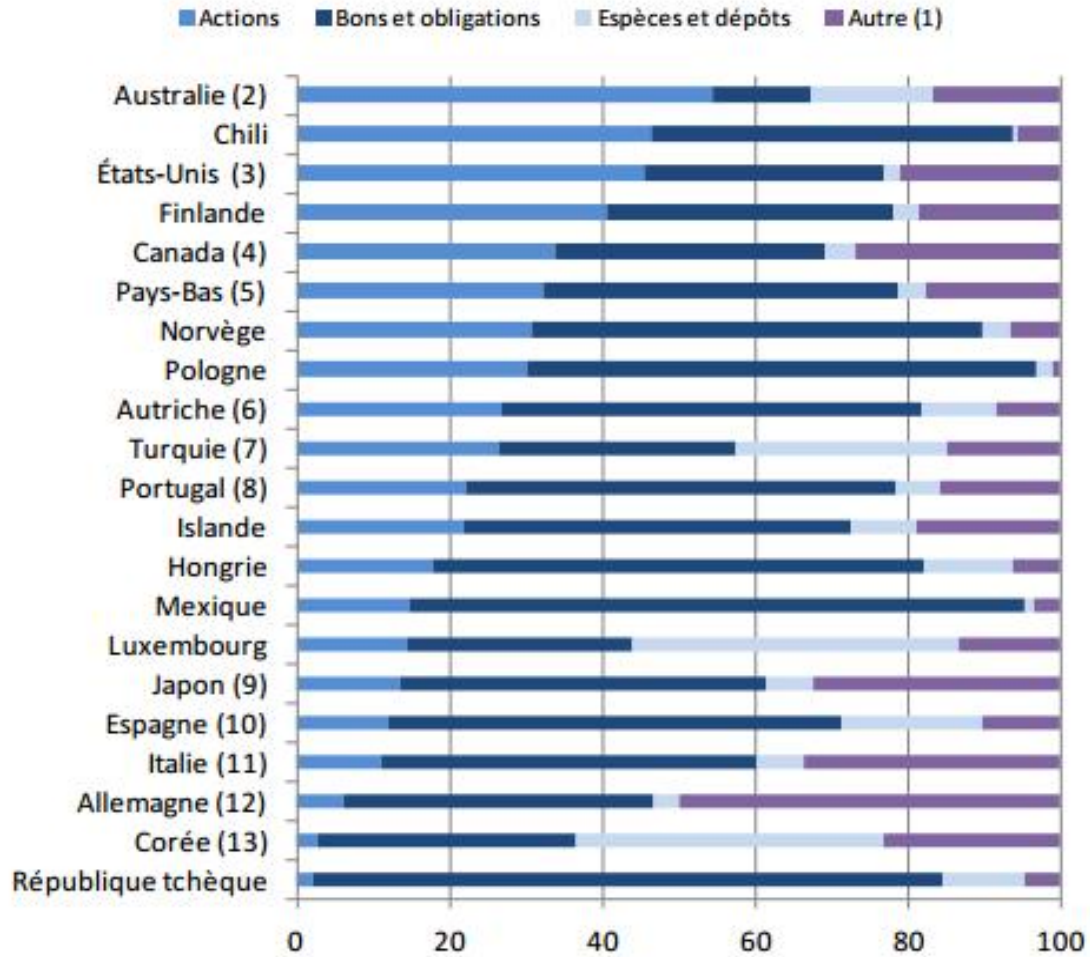
Classement	Nom du fonds	Marché	Région	Actifs
1.	Government Pension Investment	Japon	Asie-Pacifique	1 394 873 \$
2.	Government Pension Fund	Norvège	Europe	575 527 \$
3.	ABP	Pays-Bas	Europe	320 356 \$
4.	National Pension	Corée	Asie-Pacifique	313 981 \$
5.	Federal Retirement Thrift	États-Unis	Amérique du Nord	281 359 \$
6.	California Public Employees	États-Unis	Amérique du Nord	220 638 \$

7.	Local Government Officials	Japon	Asie-Pacifique	199 549 \$
8.	Central Provident Fund	Singapour	Asie-Pacifique	159 789 \$
9.	Canada Pension	Canada	Amérique du Nord	158 669 \$
10.	Employees Provident Fund	Malaisie	Asie-Pacifique	153 890 \$
11.	PFZW	Pays-Bas	Europe	150 479 \$
12.	California State Teachers	États-Unis	Amérique du Nord	139 534 \$
13.	National Social Security	Chine	Asie-Pacifique	136 665 \$
14.	New York State Common	États-Unis	Amérique du Nord	133 833 \$

15.	New York City Retirement	États-Unis	Amérique du Nord	130 729 \$
16.	ATP	Danemark	Europe	121 625 \$
17.	Florida State Board	États-Unis	Amérique du Nord	120 841 \$
18.	Pension Fund Association	Japon	Asie-Pacifique	118 358 \$
19.	Ontario Teachers	Canada	Amérique du Nord	114 825 \$
20.	GEPF	Afrique du Sud	Autre	112 053 \$

Source: Marion Marchal, opcit.

الملحق رقم 04: توزيع أصول صناديق التقاعد في بعض الدول "OCDE"



Source: Stéphanie Payet et Clara Severinson, OPCIT, P6.

الملحق رقم 05: صناديق الثروة السيادية، نشأتها، ترتيبها، قيمة ومصادر أصولها

Country	Sovereign Wealth Fund Name	Assets \$ Billion	Inception	Origin
Norway	Government Pension Fund-Global	\$882	1990	Oil
UAE- Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	\$773	1976	Oil
China	China Investment Corporation	\$746,7	2007	Non-Commodity
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	\$671,8	n/a	Oil
Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$592	1953	Oil
China	SAFE Investment Company	\$547	1997	Non-Commodity
China-Hong kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$400,2	1993	Non-Commodity
Singapore	Government of Singapore investment Corporation	\$344	1981	Non-Commodity
Qatar	Qatar investment Authority	\$256	2005	Oil & Gas
China	National Social Security Fund	\$236	2000	Non-Commodity
Singapore	Temasek Holdings	\$193,6	1974	Non-Commodity
UAE-Dubai	Investment Corporation of Dubai	\$183	2006	Non-Commodity
UAE- Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	\$110	2007	Oil
Australia	Australian Future Fund	\$95	2006	Non-Commodity
Russia	Reserve Fund	\$88,9	2008	Oil
South Korea	Kuwait Investment Corporation	\$84,7	2005	Non-Commodity
Russia	National Welfare Fund	\$79,9	2008	Oil
Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	\$77,5	2008	Non-Commodity

Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	\$77	2000	Oil
UAE- Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	\$66,3	1984	Oil
UAE- Abu Dhabi	Mubadala Development Company	\$66,3	2002	Oil
Libya	Libyan Investment Authority	\$66	2006	Oil
Iran	National Development Fund of Iran	\$62	2011	Oil & Gas
US-Alaska	Alaska Permanent Fund	\$53,9	1976	Oil
Algeria	Revenue Regulation Fund	\$50	2000	Oil & Gas
Malaysia	Khazanah Nasional	\$41,6	1993	Non-Commodity
Brunei	Brunei Investment Agency	\$40	1983	Oil
US-Texas	Texas Permanent School Fund	\$37,7	1854	Oil & Other
Azerbaijan	State oil Fund	\$37,3	1999	Oil
Ireland	National Pensions Reserve Fund	\$27,4	2001	Non-Commodity
France	Strategic Investment Fund	\$25,5	2008	Non-Commodity
New Zeland	New Zeland Superannuation Fund	\$21,8	2003	Non-Commodity
US-New Mexico	New Mexico State Investment Council	\$19,8	1958	Oil & Gas
Iraq	Development Fund for Iraq	\$18	2003	Oil
Canada	Alberta's Heritage Fund	\$17,5	1976	Oil
US-Texas	Permanent university Fund	\$17,2	1876	Oil & Gas
East Timor	Timo-Leste Petroleum Fund	\$16,6	2005	Oil & Gas
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	\$15,2	2007	Copper
UAE-Federal	Emirates Investment	\$15	2007	Oil

	Authority			
Russia	Russian Direct Investment Fund	\$13	2011	Non-Commodity
Oman	State General Reserve Fund	\$13	1980	Oil & Gas
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	\$10,5	2006	Non-Commodity
Peru	Fiscal Stabilization Fund	\$9,2	1999	Non-Commodity
Chile	Pension Reserve Fund	\$7,9	2006	Copper
Mexico	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	\$6	2000	Oil
Oman	Oman Investment Fund	\$6	2006	Oil
Italy	Italian Strategic Fund	\$6	2011	Non-Commodity
Botswana	Pula Fund	\$5,7	1994	Diamonds & Minerals
US-Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	\$5,6	1974	Minerals
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	\$5,5	2000	Oil
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	\$5,3	2008	Non-Commodity
Saudi Arabia	Public Investment Fund	\$5,3	2008	Oil
China	China-Africa Development Fund	\$5	2007	Non-Commodity
Angola	Fundo Soberano de Angola	\$5	2012	Oil
US-North Dakota	North Dakota Legacy Fund	\$3,2	2011	Oil & Gas
US-Alabama	Alabama Trust Fund	\$2,5	1985	Oil & Gas
Kazakhstan	National Investment Corporation	\$2	2012	Oil
Nigeria-Bayelsa	Bayelsa Development and Investment Corporation	\$1,5	2012	Non-Commodity
Nigeria	Nigerian Sovereign investment Authority	\$1,4	2012	Oil
US-Louisiana	Louisiana Education	\$1,3	1986	Oil & Gas

	Quality Trust Fund			
Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	\$1,2	2012	Non-Commodity
UAE-Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	\$1,2	2005	Oil
Bolivia	FINPRO	\$1,2	2012	Non-Commodity
Senegal	Senegal FONSIS	\$1	2012	Non-Commodity
Palestine	Palestine Investment Fund	\$0,8	2003	Non-Commodity
Venezuela	FEM	\$0,8	1998	Oil
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	\$0,6	1956	Phosphates
Vietnam	State Capital Investment Corporation	\$0,5	2006	Non-Commodity
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	\$0,5	1998	Oil
Ghana	Ghana Petroleum Funds	\$0,45	2011	Oil
Indonesia	Government investment unit	\$0,3	2006	Non-Commodity
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	\$0,3	2006	Oil & Gas
Australia	Western Australian Future Fund	\$0,3	2012	Minerals
Mongolia	Fiscal Stability Fund	\$0,3	2011	Minerals
Equatorial Guinea	Fund for Future Generations	\$0,08	2002	Oil
Papua New Guinea	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	n/a	2011	Gas
Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	n/a	2008	Oil & Gas
US-West Virginia	West Virginia Future Fund	n/a	2014	Oil & Gas
Mexico	Fondo Mexicano del Petroleo	n/a	2014	Oil & Gas
	Total Oil & Gas Related	\$ 4 168,6		
	Total Otheir	\$ 3 115,1		

	TOTAL	\$ 7 283,7		
--	-------	------------	--	--

Source: sovereign wealth fund rankings, 12-08-2015.
<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>
/

الملحق رقم 06 : تصنيف أهم صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر ترومان (%)

Pays	Nom des fonds	Structure	Gouvernance et transparence	Responsa- bilisation	Comportement	Total*
Fonds « non retraite »						
États-Unis (Alaska)	Alaska Permanent Fund	100	80	100	83	94
Norvège	Government Pension Fund-Global	94	100	100	67	92
États-Unis (Wyoming)	Permanent Mineral Trust Fund	100	90	82	100	91
États-Unis (Nouveau Mexique)	Severance Tax Permanent Fund	100	50	86	100	86
Timor-Leste	Petroleum Fund for Timor-Leste	100	40	96	50	80
Azerbaïdjan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	88	60	89	50	77
Canada (Alberta)	Alberta Heritage Savings Trust Fund	94	60	79	50	74
Chili	Economic and Social Stabilization Fund	94	60	82	17	70
Hong Kong	Exchange Fund	88	40	79	33	67
Kazakhstan	National Fund for the Republic of Kazakhstan	88	60	64	33	64
Botswana	Pula Fund	69	60	54	33	55
Trinidad et Tobago	Heritage and Stabilization Fund	100	60	46	0	53
Corée	Korea Investment Corporation	75	60	45	25	51
Russie	Reserve Fund and National Welfare Fund	72	40	50	33	51
São Tomé et Príncipe	National Oil Account	100	60	29	17	48
Koweït	Kuwait Investment Authority	75	80	41	0	48
Mexique	Oil Income Stabilization Fund	69	20	43	50	47
Singapour	Temasek Holdings	50	50	61	0	45
Singapour	Government of Singapore Investment Corporation	63	40	39	17	41
Malaysie	Khazanah Nasional	44	50	46	0	38
Chine	China Investment Corporation	50	50	14	17	29
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	69	60	7	0	29
Algérie	Revenue Régulation Fund	56	40	11	17	27
Nigeria	Excess Crude Account	50	30	14	17	26

Pays	Noms des fonds	Structure	Gouvernance et transparence	Responsa- bilisation	Comportement	Total*
Iran	Oil Stabilization Fund	50	20	18	0	23
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	50	0	18	17	23
Venezuela	National Development Fund	38	0	27	0	20
Oman	State General Reserve Fund	50	0	18	0	20
Soudan	Oil Revenue Stabilization Account	56	0	14	0	20
Brunei Darussalam	Brunei Investment Agency	31	0	25	0	18
Émirats Arabes Unis (Abu Dhabi)	Mubadala Development Company	44	10	7	0	15
Émirats Arabes Unis (Dubai)	Istithmar World	38	10	7	0	14
Qatar	Qatar Investment Authority	34	0	2	0	9
Émirats Arabes Unis (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Authority and Council	25	0	4	8	9
Sous-Total		68	41	44	25	46
Fonds de pension						
Canada	Canada Pension Plan	100	100	96	83	95
Nouvelle Zélande	Superannuation Fund	100	100	100	75	95
Canada (Québec)	Caisse de dépôt et placement du Québec	100	100	89	83	92
France	Fonds de réserve pour les retraites	100	100	89	83	92
États-Unis (Californie)	California Public Employees' Retirement System	100	100	96	67	92
Japon	Government Pension Investment Fund	100	90	80	83	87
Irlande	National Pensions Reserve Fund	100	100	86	58	86
Pays-Bas	Stichting Pensioenfond ABP	100	100	86	50	85
Australie	Future Fund	100	60	68	83	77
Chine	National Social Security Fund	100	40	68	33	65
Sous-total		100	89	86	70	87
Total		75	52	54	35	55

Source: Edwin .M. Truman, opcit, pp' 472-473.

الملحق رقم 07 : تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر " لينبرغ ومادول " اكتوبر 2009

Country	Fund Name	Index
Azerbaijan	State Oil Fund	10
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	10
Ireland	National Pensions Reserve Fund	10
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	10
Norway	Government Pension Fund – Global	10
Singapore	Temasek Holdings	10
UAE - Abu Dhabi	Mubadala Development Company	10
US - Alaska	Alaska Permanent Fund	10
Australia	Australian Future Fund	9
Canada	Alberta's Heritage Fund	9
South Korea	Korea Investment Corporation	9
US - New Mexico	New Mexico State Investment Office Trust	9
US - Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	9
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	8
China - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	8
China	China Investment Corporation	6
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	6
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	6
Kuwait	Kuwait Investment Authority	6
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	6
China	National Social Security Fund	5
Malaysia	Malaysia Development Berhad	5
Qatar	Qatar Investment Authority	5
Russia	National Welfare Fund	5
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	5
China	China-Africa Development Fund	4
Malaysia	Khazanah Nasional	4
UAE - Dubai	Investment Corporation of Dubai	4

Vietnam	State Capital Investment Corporation	4
Saudi Arabia	Public Investment Fund	3
UAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	3
UAE - Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	3
China	SAFE Investment Company	2
Libya	Libyan Investment Authority	2
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	2
UAE - Federal	Emirates Investment Authority	2
Algeria	Revenue Regulation Fund	1
Botswana	Pula Fund	1
Brunei	Brunei Investment Agency	1
Iran	Oil Stabilization Fund	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	1
Nigeria	Excess Crude Account	1
Oman	State General Reserve Fund	1
Venezuela	FIEM	1

Source: Stella Tsani, Ingilab Ahmadov and Kenan Aslanli, Governance, transparency and accountability in Sovereign Wealth Funds: Remarks on the assessment, rankings and benchmarks to date, report of Public Finance Monitoring Center, 20-1-2013, pp13-14.

http://www.pfmc.az/attachments/373_SWF%2020Governance%2026.03.pdf

الملحق رقم 08: تصنيف شفافية الصناديق السيادية حسب دراسة ترومان و لينبرغ و مادل

pays	Truman	Linaburg/ Maduell	Moyenne
Nouvelle-zelande	95	100	98
Etats-unis-alaska	94	100	97
Norvege -GPFG	92	100	96
irlande	86	100	93
Etats-unis- nouvelle mexique	86	90	88
Etats-unis - wyoming	91	80	86
Australie	80	90	85
Azerbaidjan	77	90	84
Canada-alberta	74	90	82
Chili	71	70	71
Corée du sud- KIC	51	90	71
Hong kong	67	70	69
Singapour-temasek	45	80	63
Bahrein		60	60
Koweit -KIA	48	60	54
Singapour-GIC	41	60	51
Russie	51	50	51
Mexique	47		47

Chine-CIC	29	60	45
Kazakhstan	64	20	42
Abu Dhabi-mubadala	15	70	42
Dubai- investment corporation		40	40
Malaisie –khazanah	38	40	39
Botswana	55	10	33
Qatar-QIA	9	50	30
Abu Dhabi- ADIA	9	30	20
Arabie saoudite - SAMA		20	20
Chine-SAFE		20	20
Libye		20	20
Soudan	20		20
Brunei	18	20	19
Algerie	27	10	19
Nigeria	26	10	18
Iran	23	10	17
Venezuela	22	10	16
Oman	20	10	15
Dubai-istithmar	14		14
Taiwan		10	10

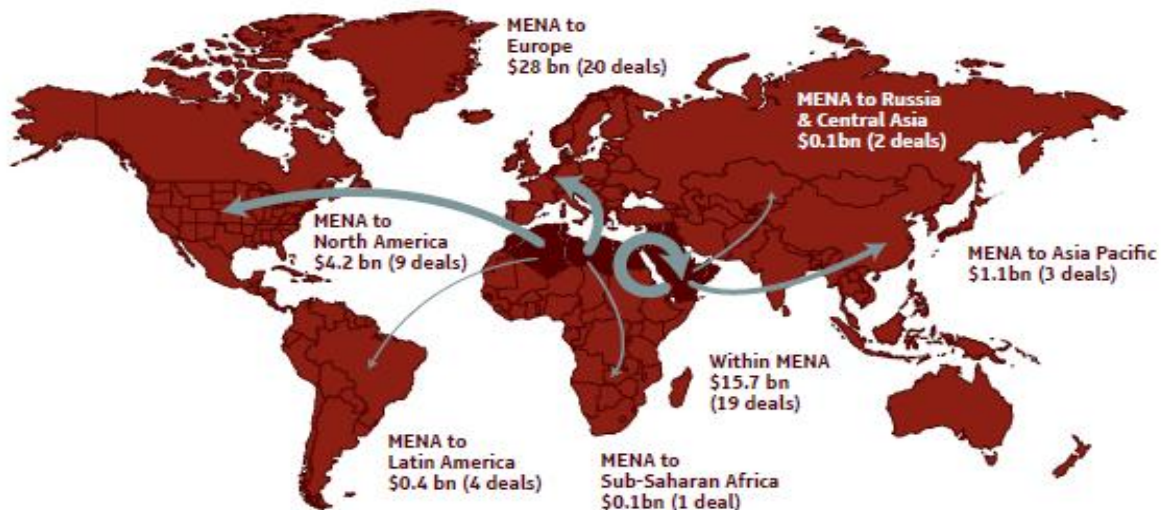
Source: Caroline Bertin Delacour, opcit, pp'102-103.

الملحق رقم 09: التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصناديق السيادية الآسيوية لسنة 2009



Source; William Miracky et Bernardo Bortolotti, Back on Course *SOVEREIGN WEALTH FUND ACTIVITY IN 2009*, monitor, SWF Annual Report 2009, p25.

الملحق رقم 10: التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصناديق السيادية للشرق الاوسط لسنة 2009



Source; William Miracky et Bernardo Bortolotti, Back on Course *SOVEREIGN WEALTH FUND ACTIVITY IN 2009*, opcit, p26.

الملحق رقم 11: تطور وضعية صندوق ضبط الموارد خلال الفترة 2000-2009.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الموارد										
رصيد السنة السابقة	0	232,137	171,534	27,534	320,892	712,688	1842,686	2931,045	3215,531	4280,072
فائض قيمة,,, البترولية ⁽¹⁾	453,237	123,864	26,504	448,914	623,499	1368,836	1798	1738,848	2288,159	400,675
تسبيلت بنك الجزائر	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
مجموع الموارد	453,237	356,001	198,038	476,448	944,391	2081,524	3640,686	4669,893	5503,69	4680,747
الإستخدامات										
سداد الدين العمومي	221,1	184,467	170,06	156	222,703	247,838	618,111	314,455	465,437	0
تمويل عجز الخزينة العمومية	0	0	0	0	0	0	91,53	531,952	758,18	364,282
سداد تسبيلت بنك الجزائر	0	0	0	0	0	0	0	607,956	0	0
مجموع الإستخدامات	221,1	184,467	170,06	156	222,703	247,838	709,641	1454,363	1223,617	364,282
رصيد الصندوق في نهاية السنة	232,137	171,534	27,978	320,448	721,688	1833,686	2931,045	3215,53	4280,073	4316,465

المصدر: بوفليخ نبيل، صناديق السيادية، تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع في 2009-2000.

الملحق رقم 12: تطور عمليات الخزينة العمومية خلال الفترة 2000-2009.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
إيرادات عامة	1124,9	1389,7	1576,7	1525,6	1606,4	1714	1841,9	1949,1	2902,4	3272,2
جباية بترولية ⁽¹⁾	720	840,6	916,4	836,1	862,2	899	916	973	1715,4	1927
جباية عادية	404,9	549,1	660,3	689,5	744,2	815	925,9	976,1	1187	1345,2
نفقات عامة	1178,1	1321	1550,6	1690,2	1891,8	2052	2453	3108,5	4191,1	4214,4
نفقات التسيير	856,2	963,6	1097,7	1122,8	1251,1	1245,1	1437,9	1673,9	2217,8	2293,5
نفقات التجهيز	321,9	357,4	452,9	567,4	640,7	806,9	1015,1	1434,6	1973,3	1920,9
رصيد الموازن العامة	-53,2	68,7	26,1	-164,6	-285,4	-338	-611,1	-1159,4	-1288,7	-942,2
رصيد الحسابات الخاصة	-0,7	-20	-11,2	186,9	109,9	-129	-4,1	18,9	31,2	7,3
تدخلات الخزينة	-0,5	6,5	-30,9	-32,6	-11,8	-5,2	-32,1	-141,3	-123,8	-134,6
الرصيد الإجمالي للخزينة العمومية	-54,4	55,2	-16	-10,3	-187,3	-472,2	-647,3	-1281,8	-1381,3	-1069,5
التمويل										
تمويل بنكي	-175,3	-137	26	31,2	-287,5	118,7	-76,2	-275,4	-346,4	95,9
تمويل غير بنكي	105,7	85,3	32,8	-86	57,7	221,3	172,6	213,7	508,1	608,8
اقتراض خارجي صافي	-97,1	-110,6	-74,9	-90,9	53,2	-115,7	-158,7	-110,7	-4,2	0,7

المصدر: بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 229.

الملحق رقم 13: تطور الدين العمومي الداخلي والخارجي خلال الفترة 2000-2009.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005
الدين العمومي الداخلي "مليار دج"	1022,9	999,4	980,5	982,2	1000	1094,3
الدين العمومي الخارجي "مليار دولار أ"	20,39	18,1	14,6	14,89	13,49	11,57
تحويلات صندوق ضبط الموارد الموجهة لسداد الدين العمومي "مليار دج"	221,1	184,46	170,06	156	222,83	247,83

المصدر: بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 232.

الملحق رقم 14: ميزان الحساب الجاري للدول الآسيوية (مليون دولار)

1998	1997	1996	1995	1994	1993	
14241	3024-	14691-	13554-	8085-	6364-	تايلندا
3972	4889-	7663-	6431-	2792-	2106-	أندونيسيا
40552	8167-	23006-	8507	3867	990	كوريا
9200	4792-	4596-	8469-	4520-	2991-	الجزيرة
1287	4351-	3953-	1980-	2950-	3016-	الفلبين

المصدر : إحصائيات المالية الدولية ، جانفي 2000.

الملحق رقم 15: سعر الصرف بعض الدول الآسيوية
العملة الوطنية مقابل الدولار (١٠٠٠ ١٠٠٠ ١٠٠٠)

1998	1997	1996	1995	1994	1993	
41.360	31.360	25.340	24.920	25.150	25.320	تايلندا
10013.600	2909.400	2342.300	2248.600	2160.800	2087.100	أندونيسيا
1401.440	951.290	804.450	771.270	803.450	802.670	كوريا
3.924	2.813	2.516	2.504	2.624	2.574	ماليزيا
40.893	29.471	26.216	25.714	26.417	27.120	الفلبين

المصدر : صندوق النقد الدولي، الإحصائيات المالية الدولية ، ٢٠٠٠.

الملحق رقم 16: الترتيب التسلسلي الجديد للبنوك العالمية من حيث حجم رأسمالها

المرتبة	التغير بالنسبة للسنة السابقة	الاسم	البلد	حجم رأسمال (مليار دولار في 30 سبتمبر 2008)
1	0	ICBC	الصين	208,398
2	1+	HSBC	بريطانيا	193,602
3	4+	JP Morgan Chase	الولايات المتحدة	160,510
4	1+	Bank of America	الولايات المتحدة	159,604
5	3-	China Construction Bank	الصين	152,066
6	5+	Wells Fargo & Co	الولايات المتحدة	124,185
7	3-	Bank Of China	الصين	123,914
8	2-	Citigroup	الولايات المتحدة	111,685
9	1-	Banco Santander	اسبانيا	92,238
10	0	Mitsubichi UFJ Financial Group	اليابان	91,731
11	1+	BNP Paribas	فرنسا	84,625
12	2+	Intesa Sanpaolo	ايطاليا	63,993
13	14+	Royal Bank of Canada	كندا	63,567
14	22+	Us Bancorp	الولايات المتحدة	62,749
15	0	BBVA	اسبانيا	60,329
16	1+	Royal Bank Of Scotland	بريطانيا	52,794
17	8+	Société Générale	فرنسا	51,443
18	4+	Crédit Suisse	سويسرا	50,470
19	0	Goldman Sachs	الولايات المتحدة	50,407
20	10+	Banco Itau	بريزيل	49,597
21	21+	Toronto-Dominion Bank	كندا	48,729

48,713	بريطانيا	Barklays	4+	22
48,688	ايطاليا	Unicredit	14-	23
48,279	سويسرا	UBS	11-	24
46,825	اليابان	Sumitomo Mitsui Financial Group	6+	25
46,520	اليابان	Mizuho Financial Group	12+	26
46,025	برازيل	Banco Bradesco	1+	27
44,690	كندا	Bank of Nova Scotia	15+	28
44,584	استراليا	Commonwealth Bank of Australia	5-	29
43,227	الصين	Bank of Communications	12-	30

Source; Artus Patrick, a quoi vent servir les banques d'investissement?, op cit, p20

الملحق رقم 17 : تقديرات حجم أصول صناديق الثروة السيادية خلال السنتين 2008-2009

اسم الصندوق	تقديرات خلال سنة 2008	تقديرات خلال سنة 2009	الفرق بالمليار دولار	التغير %
Abu-dhabi investment authority	875.4	627	-248	-28%
Sama Holding foreign	365.2	431	65.8	18%
Government pension fund	396.5	396.5		
Safa Investment company	311.6	347.1	35.5	10%
China investment company	200	288.6	88.6	44%
Government of singapour investment	330	247.5	-82.5	-25%
Koweit Investment authority	264.4	202.8	-61.6	-23%
Hong Kong Monetary Fund	173	193.4	20.4	11%
National weefare fund	162.5	178.5	16	9%
Temasek Holding	134	122	-12	-9%
National Social security fund	74	82.4	8.4	6%
Investment corporation of dubai	82	82		
Lybian investment authority	50	65	15	30%
Qatar investment authority	60	65	5	8%
Australian futur fund	64.2	49.3	-14.9	-23%
Algeria Revenue regulation fund	47	47		
Kazakstan national fund	38	38		
Brunei investment agency	30	30		
Korea investment fund	30	27	-3	-10%
Alaska permanent fund	39.8	26.7	-13.1	-32%
Khazanah national fund	25.7	23.3	-2.6	-10%
National pension reserve fund	30.8	22.8	-8	-25%
Social and economic Stabilisation fund	15.5	21.8	6.3	40%
Mubadala developement company	10	14.7	4.7	47%
Oil stabilisation fund	12.9	12.9		
State fund oil	10.2	11.9	1.7	16%
New Mexico state office investment	16	11.7	-4.3	-26%
Alberta's heritage fund	16.1	11.1	-5	-33%
Excess crude account	11	2.4	-1.6	-14%
Muntalakat holding company	14	14		
New zeland super annuation,fund	14.7	8.6	-6.1	-41%

310%	6.2	8.2	2	State general reserve fund
		6.9	6.9	Pula fund
		5.3	5.3	Public investment fund
		5	5	China africa development fund
40%	1.2	4.2	3	Timor leste petroleum fund
-7%	-0.3	3.6	3.9	Permanent wyoming mineral trust
		3.1	3.1	Alabama trust fund
480%	2.4	2.9	0.5	Heritage and stabilisation fund
		1.2	1.2	Rak investment authority al khaimah
		0.8	0.8	F.I.E.M
-81%	-2.2	0.5	2.7	State capital investment corporation
		0.4	0.4	Revenue equalisation reserve fund
		0.3	0.3	National fund for hydrocarbon reserve
	-188	3751.2	3939.2	TOTAL

Source; Henri-loius védie, opcit, p10.