

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة فرحات عباس - سطيف -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير  
قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة  
الماجستير في العلوم التجارية  
تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة

الموضوع

دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي العالمي  
(تجربة صناديق استثمار الثروات الخليجية)

إشراف الأستاذ  
الدكتور جبار محفوظ

إعداد الطالبة  
زرقاطة مريم

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة سطيف	أستاذ التعليم العالي	أ.د. ملياني حكيم
مشرفا ومقررا	جامعة سطيف	أستاذ التعليم العالي	أ.د. جبار محفوظ
مناقش	جامعة سطيف	أستاذ محاضر	د. حاج صحراوي حمودي
مناقشا	المدرسة العليا للتجارة الجزائر	أستاذ التعليم العالي	د. براق محمد

السنة الجامعية: 2010 – 2011

# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## كلمة شكر و عرفان

الحمد لله الذي أعاننا على إنجاز هذا العمل ونسأله سبحانه وتعالى أن يتقبل منا وأن يجعله في ميزان حسناتنا ومرجعاً لغيرنا فالحمد والشكر لك يا رب .

أتقدم بجزيل الشكر لكل من أعان أو أشار في إعداد هذا البحث ، وأخص بالشكر أستاذي الفاضل الدكتور جبار محفوظ الذي تفضل بقبول الإشراف على هذه الرسالة ، فقد وجدت منه التشجيع والحث الدائم على الاجتهاد والجد والتوجيه للبحث منذ الشروع في العمل إلى أن تكامل عقده ، فجزاه الله خيراً وبارك فيه وجعل ذلك في ميزان حسناته .

كما أتوجه بكل الشكر والامتنان والتقدير لكل من الأستاذ الدكتور ملياني حكيم ، والدكتور حاج صحراوي حمودي ، والأستاذ الدكتور براق محمد ، أساتذتي أعضاء لجنة المناقشة الذين سيساهمون في إثراء هذا الموضوع .

ولا يفوتني أن أشكر كل عمال كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير على ما تقدموا به من عون وجهد في سبيل نشر العلم بين الناس .

## إهداء

أولاً أحمد الله على توفيقى فى إنجاز هذا العمل المتواضع والذى أدين به إلى من شقت

لأجلى وتعبت لراحتى ، إلى التى تحملت مشقتى

أمى الحبيبة حفظها الله

وإلى روح أبى الطاهرة الطيبة التى ترك فراغاً يملؤه الحب والثبات رحمه الله

إلى من كانوا عوناً لى ونوراً يضىء دربى إخوتى الأعزاء كل باسمه

إلى جميع الأهل والأقارب

إلى رفقاء الجامعة وأصدقاء الحياة وإلى كل من يعرفنى من قريب أو بعيد

وكل باحث وطالب علم

## المقدمة

تعد الأزمة المالية التي خربت العالم سنة 2008 مختلفة عن الأزمات السابقة التي تعرض لها الاقتصاد العالمي سواء من حيث حدتها أو شموليتها ، حيث أثبتت أن النظام المالي العالمي بحاجة إلى مراجعة في الكثير من جوانبه التي كانت سببا رئيسا في اشتعال الأزمة وامتدادها لمعظم دول العالم . بالإضافة إلى أن الاقتصاد لاسيما في جانبه المالي بحاجة إلى المزيد من عمليات الإصلاح لأنه تعرض للعديد من الهزات ، غير أن هذه الإصلاحات تتطلب السرعة والمزيد من التعاون بين الدول .

كما لا يزال الاستقرار المالي هشاً في كثير من الدول خاصة المتضررة بشدة من أزمة الرهن العقاري ، وقد يحتاج صانعو السياسات في هذه الدول إلى الخروج في وقت مبكر من مرحلة السياسات الداعمة بغية احتواء المخاطر على الاستقرار المالي ، وعموماً يبقى الهدف المنشود من جميع البلدان يتمثل في الخروج من مرحلة التدخلات الحكومية الاستثنائية إلى مرحلة إيجاد نظام مالي أكثر أماناً ولكنه يحتفظ بالديناميكية اللازمة لدعم النمو القابل للاستقرار .

من جهة أخرى تعد أزمة الرهن العقاري فرصة ذهبية للقيام ببعض الإجراءات سواء على المستوى المحلي ( كل دولة على حده ) أو المستوى العالمي ، لاستعادة مجموعة من المعايير الأساسية كالثقة والنزاهة والمسؤولية الائتمانية التي كانت من الصعب القيام بها في فترات الرواج والاستقرار المالي . ويجدر التأكيد على ضرورة المطالبة بعلاج مواطن الخلل التي كانت سببا في الأزمة بالاتجاه أكثر نحو المؤسسات المالية والجهات الرقابية .

وترجح أن تتجح السياسات المشجعة لتطور الأسواق المالية على المدى المتوسط والطويل - بما يشمل ذلك من وجود نظام يخضع لمستوى جيد من التنظيم ، ودرجة أكبر من الشفافية وانتشار أوسع لجودة المؤسسات ، وإدارة أفضل للمخاطر التي تواجه المؤسسات المالية - في توفير حماية أفضل للنظام المالي من آثار التدفقات الرأسمالية الخارجة المفاجئة التي يحتمل أن تهب الاستقرار ، مقارنة بالحماية التي توفرها الحلول قصيرة الأجل .

ونظراً لما اكتسبته الصناديق السيادية من أهمية متزايدة في النظام النقدي والمالي الدولي ، لاسيما بعد نجاحها في ضخ رؤوس أموال كبيرة خلال العشرية الأخيرة في المصارف الأوروبية والأمريكية التي تكبدت خسائر فادحة نتيجة هذه الأزمة المالية ، أصبحت موضع اهتمام متزايد من محلي أسواق المال وصانعي السياسات والهيئات التشريعية الوطنية ووسائل الإعلام . إذ قام جدل دائم حولها ، حيث تساور الدول المتلقية مخاوف بشأن هذه الصناديق في ضوء تزايد أحجامها واتساع نشاطها وتنوع استراتيجياتها الاستثمارية ، في حين تشعر الدول المالكة لها بالقلق من ردود الأفعال المحتملة للدول المتلقية بسن تشريعات حمائية تفرض قيوداً على مثل هذه التدفقات بحجة حماية أمنها القومي وتقليل النفوذ السياسي لهذه الصناديق .



استطاعت الكثير من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء ، عطا على الدول المصدرة للسلع والخدمات والمواد الأولية خصوصا ، تجميع مبالغ مقتدرة من الاحتياطات الأجنبية والعملات الصعبة. وعليه كان للصناديق السيادية دورا مهما في إدارة وتوظيف تلك المبالغ المعتبرة . فارتفع عدد صناديق الثروات السيادية في العالم وازدادت موجوداتها وتوسعت استثماراتها على أثر تطور الاقتصاد العالمي منذ منتصف التسعينات من القرن المنصرم الذي شهد تأسيس منظمة التجارة العالمية وإبرام اتفاقات متعددة الأطراف ترمي إلى تحرير التجارة الخارجية وحركة رأس المال الأجنبي.

ظهرت صناديق استثمار الثروات السيادية في العالم في أوائل الخمسينيات من القرن الماضي، فيعد مركز أبي ظبي للاستثمار أكبر صندوق في العالم ، وصندوق الأجيال القادمة الكويتي أقدم صندوق سيادي ، وكانت الحكمة من تأسيسه هي تخصيص نسبة سنوية من إيرادات النفط الكويتي وتمييزها باستثمارها في أنشطة خارج الدولة .

وشهدت السنوات الأخيرة ارتفاعا ملحوظا في استثمارات الصناديق السيادية ، والتي يشار إلى امتلاكها موارد مالية ضخمة . ومع أن حجم هذه الاستثمارات يعتبر ضخما غير أن تأثيره على الاقتصاد العالمي وأسواق رأس المال محل تساؤل ، إذ أن مجموع استثمارات هذه الصناديق يشكل نسبة منخفضة من الناتج الإجمالي العالمي وإجمالي قيمة السندات والأسهم المدرجة في الأسواق المالية العالمية.

وقد يكون الهدف من وراء محاولة الدول العربية إنقاذ أكبر شركات العالم من الإفلاس ، ليس فقط لمساعدتها ، بل حتى لاستغلال الفرصة من وراء شرائها لأسهم هذه الأخيرة بسعر منخفض ، وعليه فإن مستقبل دول الخليج لم يعد يعتمد فقط على دخلها من الصادرات النفطية بل أيضا وبشكل متزايد على حسن إدارة هذه الدول لموجوداتها المالية واستثماراتها العالمية ، حيث تتحمل الحكومات مسؤولية تحقيق عوائد مجزية من أجل ضمان الدخل المطلوب للأجيال القادمة .

ومن جانبها يجب أن تهدف السياسة الاستثمارية للصناديق السيادية إلى تقديم صورة واضحة للعالم على الدور الإيجابي الذي تقوم به سواء في دعم رؤوس أموال الشركات التي تستثمر فيها أو في الحفاظ على الوظائف التي توفرها هذه الشركات ، كما عليها أيضا أن تظهر للعالم أنها عامل استقرار للأسواق المالية لأنها مستثمر طويل الأجل مستعد لتحمل الخسائر الدفترية .

### إشكالية البحث :

تسارعت معظم دول العالم خلال أزمة 2007-2008 إلى محاولة إنقاذ أكبر المؤسسات المتضررة من هذه الأزمة والبحث عن نظام مالي أكثر استقرارا من خلال اللجوء إلى صناديق الثروات السيادية ، والتي تجلى دورها في توفير السيولة اللازمة ، لاملاكها موارد مالية ضخمة .

وفي هذا السياق تتمحور إشكالية هذه الدراسة في :

ما هو دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في النظام المالي العالمي ؟

وللإجابة عن هذا التساؤل سوف نتطرق للتساؤلات الفرعية التالية :

1. ما معنى الاستقرار المالي ، مؤشرات وتحليله ؟
2. ما هي أسباب الأزمة المالية العالمية ؟
3. ما مدلول الصناديق السيادية ، أسباب نشأتها ، أنواعها وعوامل نموها ؟
4. ما أهمية ووزن الصناديق السيادية في استقرار النظام المالي العالمي ؟
5. ما موقع الصناديق السيادية الخليجية من أزمة الرهن العقاري ؟

ننطلق في هذا الإطار من الفرضيات التالية :

- تعتبر أزمة الرهن العقاري أزمة سيولة .
- الصناديق السيادية لها تأثير إيجابي على استقرار النظام المالي العالمي .
- الصناديق السيادية عامل قادر على تعزيز المناخ الاستثماري وتشجيع تدفق رؤوس الأموال حول العالم .
- يمكن لصناديق الثروة السيادية العربية أن تلعب دورا هاما في إنقاذ المؤسسات المالية الغربية من الإفلاس، أو الحد من ذلك .
- حققت صناديق الثروة السيادية الخليجية من وراء استثماراتها في البنوك و المؤسسات الغربية أرباحا هائلة، مما يبرر مخاوف الدول الغربية من الهيمنة على اقتصادياتها .

أهمية الموضوع وهدفه :

يستمد هذا الموضوع أهميته من الواقع الذي يعيشه العالم في هذه السنوات الأخيرة وهو عدم الاستقرار في النظام المالي خاصة والاقتصادي عامة ، الأمر الذي فرض على الدول التفكير بجد والبحث عن حلول سريعة لإنقاذ هذا الوضع وإعادةه إلى الاستقرار، حيث يرى البعض أن الصناديق السيادية قد تكون سبيلا مجديا لتحقيق التوازن والاستقرار المالي العالمي ، وحظيت هذه الظاهرة باهتمام كبير من قبل كثير من الباحثين الاقتصاديين ، لذلك كانت أهمية البحث تنبع من مجموعة من الأمور أهمها :

- خطورة الأزمة المالية و الاتجاه نحو تحولها إلى أزمة اقتصادية، و هو ما يدفعنا إلى البحث في الأسباب الحقيقية لها وإيجاد الحلول الجذرية لتلاشيها .
- التطور السريع لصناديق الثروة السيادية وظهورها كمنافس للمستثمرين المؤسسيين الآخرين مثل صناديق التقاعد، صناديق المضاربة، و هو ما يتطلب التعرف على هذه الصناديق و محاولة تقييم مساهمتها في إيجاد حل لأزمة الرهن العقاري .
- التأكيد على دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي .

- محاولة إسقاط الضوء على ما ورد في فصولنا النظرية وتخليطه على الصناديق الخليجية وتحديد موقعها من الأزمة المالية الراهنة .

كما يهدف هذا الموضوع إلى توضيح أهم الأسباب التي كانت وراء نشوب وتفاقم أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية ثم تحولها من أزمة سيولة إلى أزمة مالية اقتصادية عالمية في مرحلة أولى، ثم محاولة التعرف على أهم صناديق الثروة السيادية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة، وكذا إستراتيجيتها الاستثمارية خلال الأزمة المالية ومدى مساهمتها في إنقاذ المؤسسات الأمريكية المتأثرة بالأزمة بالدرجة الأولى.

### دوافع اختيار الموضوع :

- الأهمية الاستراتيجية المتزايدة التي يحظى بها موضوع الصناديق السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار المالي خاصة ومعظم دول العالم تعاني من أخطر أزمة مالية - أزمة الرهن العقاري - .
- توجه معظم الدول إلى إقامة صناديق ثروات سيادية ، نظرا للدور الإيجابي الذي تقوم به على المدى القصير والبعيد .
- أكبر صناديق الثروة السيادية الأولى في العالم هي صناديق تابعة للدول العربية .

### منهج البحث :

يعتمد هذا البحث على المنهج الاستنباطي ، من خلال دراسة النظام الاقتصادي وأركانه ، والأزمة المالية ، والاستقرار المالي عموما في مرحلة أولى ، ثم خصصنا الدراسة لصناديق استثمار الثروات السيادية ، وتأثرها بأزمة الرهن العقاري ، ودورها في تحقيق الاستقرار المالي العالمي في مرحلة أخرى ، هذا وقد تم الاعتماد على مصدرين أساسيين هما :

**المصادر الأولية :** نظرا لطبيعة الدراسة وتحقيقا لأهدافها سوف نستخدم مزيجا من المناهج المعتمدة في الدراسات الاقتصادية ، حيث سنستخدم المنهج الوصفي لتقديم صورة واضحة لكل جانب من جوانب الدراسة خاصة النظري منها ، ثم منهج تحليل المضمون من خلال تحليل المعطيات المتوفرة تحليلا علميا موضوعيا ومعبرا عن الحقيقة الواقعية كما هي للوصول إلى النتائج المنطقية التي يفرضها منطق تحليل الأسباب وربطها بمسبباتها ، معتمدين في ذلك على الإحصاءات المنشورة واللوائح التي لها صلة بالموضوع.

**المصادر الثانوية :** سيتم التركيز على جميع المصادر الممكنة ، من خلال الاطلاع على أحدث الكتب والدوريات العلمية، والدراسات المنشورة على شبكة الانترنت بالتركيز على مواقع المعاهد والجمعيات والجامعات ، وذلك لاستقاء أحدث المعلومات والإحصاءات والمشاكل الخاصة بصناديق الثروات السيادية.

### حدود البحث:

ترتكز محددات هذه الدراسة على :

- التعرض بالدراسة إلى النظام الاقتصادي عموما ، وتحليل الاستقرار المالي ، والأزمة المالية مع الإشارة إلى أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية .
- تتناول الدراسة دور صناديق الثروة السيادية وخاصة التابعة لدول مجلس التعاون الخليجي خلال أزمة الرهن العقاري .
- عند دراسة تقديرات أصول الصناديق السيادية ، قد تم تبني التقديرات العليا الواردة في دراسة صندوق النقد الدولي ، وذلك نظرا لاعتمادها من قبل معظم المصادر المعتمدة في إعداد البحث .
- فيما يخص الإطار الزمني للدراسة فقد تم الاعتماد على الإحصاءات الخاصة بتطور أصول الصناديق السيادية خلال الفترة الممتدة من سنة 2006 إلى سنة 2010 .

### مضمون البحث :

تماشيا ومنهجية البحث العلمي ، وجدنا من الضروري الانطلاق في الموضوع بتقديم مقدمة أبرزنا من خلالها أهم الجوانب المرتبطة بالموضوع محل الدراسة ، لننتقل فيما بعد؛ إلى محاولة تفصيلها من خلال إدراج ثلاثة فصول ، كل منها ينقسم إلى مباحث تليها مجموعة مطالب ، وصولا إلى خلاصة لكل فصل ، ثم خاتمة عامة توضح أهم ما استخلصه الباحث من نتائج اعتمادها كأسس لتقديم بعض الاقتراحات والتوصيات المجدية .

- جاء الفصل الأول بعنوان : تأثير الأزمات المالية على الاستقرار المالي والنظام الاقتصادي العالمي ، وانصب الاهتمام فيه على معرفة المنظور الاستراتيجي للنظام الاقتصادي العالمي ماهية الاستقرار المالي ، مؤشرات وتحليله ، وأهم الأزمات وأزمة الرهن العقاري التي مست النظام المالي العالمي ؛
- أما الفصل الثاني والذي يحمل عنوان : ظاهرة الصناديق السيادية وعوامل نموها، حيث تطرقنا إلى نظرة موجزة عن صناديق الاستثمار ومحافظها الاستثمارية في مبحث أول ، ثم مفهوم الصناديق السيادية ، أسباب نشأتها ، أنواعها وتصنيفاتها في مبحث ثان ، و استراتيجيات الصناديق السيادية خلال أزمة الرهن العقاري وموقف الدول الغربية من تحركاتها في مبحث ثالث.
- أخيرا يأتي الفصل الثالث ، وهو تجربة الصناديق السيادية الخليجية الرائدة في العالم ، حيث تطرقنا إلى الأسواق المالية والصناديق السيادية الخليجية من خلال تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق الخليجية وتأثر الصناديق السيادية الخليجية بآثارها ، وطرق مساهمتها في الحد من توسعها على المستوى المحلي والعالمي ، كما أخذنا بعض الصناديق السيادية لبعض الدول الخليجية كأبي ظبي والكويت وعمقنا دراستها من خلال التطرق لتاريخها ، أصولها ، استثماراتها ومدى مساهمتها في حل الأزمة المالية العالمية وتحقيق الاستقرار المالي العالمي .

## صعوبات الدراسة :

عند قيامنا بإعداد البحث وجمع المعلومات صادفتنا مجموعة من العوائق والصعوبات أبرزها :

- ندرة المراجع والبحوث الخاصة بالاستقرار المالي وصناديق الثروات السيادية ، وذلك كون هذا الموضوع لم يلق الاهتمام إلا خلال العشرية الأخيرة فقط .
- اختلاف التقديرات الخاصة بتقييم معظم أصول الصناديق السيادية ، نظرا لاعتماد هذه الأخيرة سياسات استثمارية غير واضحة وجد غامضة ، أي ابتعادها عن الشفافية والإفصاح .
- صعوبة الحصول على المعلومات الخاصة بالصناديق السيادية الخليجية ، والتقارير السنوية الخاصة بها .

# الفصل الأول

## الفصل الأول: تأثير الأزمات المالية على الاستقرار المالي والنظام الاقتصادي العالمي

اجتاز الاستقرار المالي العالمي اختباراً مهماً ، فقد انتهت فترة ازدهار الاقتصاد الرمزي المضاربي وما رافقها من انتعاش كبير للمؤسسات المالية وصناديق الاستثمار المرتبطة بقطاع العقارات ، وتفاقت أزمة القروض عالية المخاطر ، فأدت إلى اضطرابات كبيرة في أسواق المال والائتمان العالمية ، فمع منتصف شهر سبتمبر 2008 شهد الاقتصاد العالمي بصفة عامة ، والأسواق المالية الدولية والوطنية بصفة خاصة ، اضطرابات واختلالات لم يشهدها منذ الكساد العالمي الكبير الذي حدث في عام 1929 ، ولم تقتصر تلك الاضطرابات على أسواق النقد والمال فقط ولكن اقترنت بإفلاس وانهيار العديد من المؤسسات المصرفية والمالية ، وقد بدأت تلك الانهيارات في الولايات المتحدة الأمريكية ثم تبعتها بعض المؤسسات المالية في أوروبا ، كما طالت تداعياتها دولا وأسواقاً مالية ومؤسسات في أنحاء عديدة من العالم ، ووضعت النظام المالي والمصرفي العالمي تحت المحك ، بحيث جعلت مصداقية النظام الرأسمالي برمته موضع تساؤل حتى من أقرب المؤمنين به في أوروبا والعالم ، كما كشفت هذه الأزمة عن هشاشة المنظمات الدولية التي كانت مسؤولة عن مراقبة النظام المصرفي العالمي والتنبؤ بمشكلاته وعلاجها قبل استفحالها والتي تبين أنها كانت تراعي مصالح الدول الدائنة وتفرض شروطها القاسية على الدول النامية الفقيرة لاسترداد ديونها فقط ضاربة عرض الحائط كل الآثار الاجتماعية ، الاقتصادية والانسانية التي قد تنجم عن هذه الشروط من فقر وبطالة وتضخم .

ويحمل هذا الفصل في ثناياه ما يلي:

أولاً نظرة موجزة عن ماهية النظام الاقتصادي وتحولاته ومكوناته وخصائصه ، في حين يبين المبحث الموالي الأسواق المالية العالمية واستقرار النظام المالي العالمي ، أما المبحث الثالث فيحاول التطرق لماهية الأزمة وأسباب الأزمات عموماً والأزمة المالية (أسبابها ، تطوراتها ، حلولها) خصوصاً .

## المبحث الأول : المنظور الاستراتيجي للنظام الاقتصادي العالمي :

### 1. ماهية النظام الاقتصادي العالمي :

في أعقاب التحولات والتفاعلات الدولية يكثر الحديث عن ما يسمى بالنظام العالمي الجدي د، فنابليون تحدث عن النظام العالمي الجديد، وسمارك ، وكذلك الزعيم الألماني هتلر، وجورج بوش (الأب) تحدث عنه كذلك في أعقاب سقوط الاتحاد السوفياتي عام (1989-1991).

ومن خلال ذلك نحاول تناول النظام العالمي من جانبه الاقتصادي، والمحاولات التي قادتها حركة عدم الانحياز والأمم المتحدة للبحث عن نظام اقتصادي دولي جديد.

إن محاولة تحديد مفهوم "النظام الاقتصادي العالمي" في إطار ديناميكي هو الذي يمكن أن تضيف عليه صفة (الجديد) منذ أن بدأ هذا النظام يتكون مع نهاية الحرب العالمية الثانية وبالتحديد عام 1944 إلى وقتنا الحاضر. وفي هذا الإطار يمكن التعرف على مكوناته، وتتبع مراحل تطوره، فهذا النظام كان دائما ينطوي على مجموعة من العوامل والقوى الدافعة التي تجعله يتحدد ويتغير، ليطلق عليه النظام الاقتصادي العالمي "الجديد" ليشير إلى التغيرات الجذرية والجوهرية التي تعيد ترتيب الأوضاع الاقتصادية في العالم في كل مراحل التطورية .

### 1.1. مفهوم النظام الاقتصادي العالمي :

ومن خلال ما سبق يمكن أن نعرف النظام الاقتصادي العالمي كآتي:



يرى البعض أن النظام الاقتصادي العالمي هو المبادئ والقواعد القانونية التي تنظم التبادل الاقتصادي الدولي ويفترض وجوده نبذ الدول لسياسة العزلة والاكتفاء الذاتي وإحلال التعاون الدولي<sup>1</sup>.

ويرى "يستر ثورو" أن النظام الاقتصادي العالمي القوي هو الذي يقوم على أساس الدروس المستفادة من الكوارث الصغيرة التي حدثت في الماضي لاجتياز بسلام الأزمات الكبيرة التي سوف تحدث بلا شك في وقت مستقبلي غير معروف<sup>2</sup>.

وينظر إليه آخرون على أنه مجموعة الدول والمنظمات الاقتصادية الدولية والشركات متعددة الجنسيات وحتى المنظمات الإقليمية التي تعمل من خلال نظم معينة نقدية ومالية تجارية تضبط قواعد السلوك في العلاقات الاقتصادية بين الدول المختلفة<sup>3</sup>.

من خلال ما تقدم نجد أن هذه التعاريف تشترك في اعتبار النظام الاقتصادي العالمي مفهوم عنصري وظيفي يشير إلى الآليات التي تكفل اتساق التنظيم العالمي، ويشير إلى أن العالم هو وحدة الدراسة والتحليل الذي تتحدد بناء عليه القرارات بالإضافة إلى أنه يستخدم أدوات وأساليب جديدة لتعظيم غاياته ومصالحه تماشياً مع المرحلة التطورية التي بلغها والتغيرات العالمية التي حدثت والآليات الجديدة التي نشأت.

## 2.1. علاقة النظام الاقتصادي بالعولمة:

يرى العديد من الكتاب أن العولمة نظام اقتصادي جاء ليوجه النظام الاقتصادي العالمي، غير أنهم ذهبوا في اتجاهات متعددة<sup>4</sup>:

1. يرى البعض أن مفهوم العولمة ارتبط في بداية الأمر بالموضوعات المتعلقة بالمال، والتجارة والاقتصاد، إلا أنه تطور فشمّل التسويق، والمبادلات، والاتصال، والسياسة، والفكر، والايديولوجيا.

---

<sup>1</sup> نصار محمد عبد الستار كامل، دور القانون الدولي في النظام الاقتصادي العالمي الجديد، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ط 1، ص 17.

<sup>2</sup> ثورو يستر، ترجمة فائزة حكيم، النظام الاقتصادي العالمي الجديد جرأة ومخاطرة، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، القاهرة 2006، ص 29.

<sup>3</sup> عبد الحميد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص 18.

<sup>4</sup> سهيل حسين الفتلاوي، العولمة وآثارها في الوطن العربي، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ص 41.

2. وركز البعض الآخر على أن العولمة ترتبط بالرأسمالية، وهي حسبهم هيمنة نمط الإنتاج الرأسمالي وانتشاره بعمق لا بل هيمنة النمط الأمريكي لاسيما وهو يقر بأن الرأسمالية كنمط إنتاج متغير الأساليب في الاستغلال، كما أنه يربط بين نشأة العولمة وانتشار الشركات متعددة الجنسية.
3. وينظر إليها آخرون على أنها تفسح مجالاً واسعاً أمام أصحاب رؤوس الأموال لجمع المزيد من المال على حساب سياسة قديمة في الاقتصاد كانت تعتمد على الإنتاج الذي يؤدي إلى تحقيق الربح.
4. وهناك تعريف آخر يربط العولمة بالاقتصاد ويعرفها بأنها: "تعني إزالة الحدود الاقتصادية والعلمية والمعرفية بين الدول، ليكون العالم أشبه بسوق موحدة كبيرة تضم أسواقاً عدة ذات خصائص ومواصفات تعكس خصوصية أقاليمها".
5. ويعرفها الباحث "عبد المطلب عبد الحميد": "العولمة لا تخرج عن كونها السمة الرئيسية التي يتسم بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي بدأ يتشكل في العقد الأخير من القرن العشرين والقائم على تزايد درجة الاعتماد الاقتصادي المتبادل Interdependence بفعل اتفاقيات التجارة العالمية والتحول لآليات السوق وتعميق الثروة التكنولوجية والمعلوماتية التي حولت العالم إلى قرية عالمية متنافسة الأطراف<sup>1</sup>.
6. على صعيد آخر يرى البعض أن العولمة هي نتاج لمجموعة من الأساليب والعوامل، وكذا هي بلورة لمجموعة من الخصائص التي يتسم بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد، تتلخص فيما يلي<sup>2</sup>:
  - أ. انهيار نظام "بروتن وودز" (1971-1973) بإعلان الرئيس الأمريكي نيكسون (1971) وفق تحويل الدولار إلى ذهب بسبب نقص الاحتياطي الأمريكي.
  - ب. عولمة النشاط الإنتاجي.
  - ج. عولمة النشاط المالي واندماج أسواق المال.
  - د. تغير مركز القوى العالمية.
  - هـ. تغير هيكل الاقتصاد العالمي وسياسات التنمية.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد ، المنظور الاستراتيجي للتحويلات الاقتصادية للقرن الحادي والعشرين، مدخل الآليات تعامل القيادات الإدارية، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ، 2009 ، ص 37.

<sup>2</sup> خطيب شذا جمال ، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، عابدين ، مؤسسة طابا ، 2002 ، ص ص 13-14.

هذا وقد تعدد التعاريف الخاصة بالعملة، غير أننا نجد أن العملة وبصفة عامة هي تحول العالم بفضل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية وانخفاض تكاليف النقل، وتحويل التجارة الدولية إلى سوق واحدة تشتد فيها وطأة المنافسة ويتسع نطاقها، بحيث تمتد من سوق السلع إلى سوق العمل ورأس المال أيضا.

## 2. مكونات النظام الاقتصادي العالمي

تمثل الدول والمنظمات الاقتصادية الدولية والشركات متعددة الجنسيات، والتجمعات والتكتلات الاقتصادية الإقليمية النظام الاقتصادي العالمي الجديد، إلا أنه بإمعان النظر في تلك المكونات نجد أن المكون الخاص بالمنظمات الاقتصادية الدولية يمثل عصب النظام الاقتصادي العالمي الجديد، حيث إن لها آلياتها، وأنظمتها التي تؤدي بحق إلى التأثير على باقي المكونات الأخرى لهذا النظام، وتقوم بإدارة النظام الاقتصادي العالمي في ضوء مجموعة من السياسات النقدية والمالية والتجارية المؤثرة في السياسات الاقتصادية لمعظم دول العالم ومن هذا المدخل فإنه يمكن التمييز بين ثلاثة عناصر، أو أركان تكون النظام الاقتصادي العالمي هي:

### 1.2. الركن الأول: صندوق النقد والنظام النقدي العالمي:

هو ذلك النظام الذي يحكم ويضبط قواعد السلوك في كل ما يتعلق بأسعار الصرف وموازن المدفوعات ومصادر تمويل العجز وتوعية السياسات التصحيحية التي يجوز للدولة العضو إتباعها و تطبيقها لعلاج مثل هذا العجز، وعلى هذا النحو يكفل هذا النظام تحقيق الاستقرار النقدي العالمي في النظام الاقتصادي العالمي الجديد<sup>1</sup>.

ويشرف على مكونات النظام النقدي وآلياته صندوق النقد الدولي من خلال برامج الإصلاح الاقتصادي التي تتبناها مختلف الدول وأداته في تنفيذ هذه البرامج هي التسهيلات، وحقوق السحب التي يقدمها لأعضائه.

<sup>1</sup> عبد الحميد عبد المطلب ، 2003، مرجع سابق، ص 38.

أنشئ الصندوق بمقتضى الاتفاقية التي توصل إليها مؤتمر النقد والمال (بروتن وودز) في 1945/12/27، وأصبح حالياً مؤسسة عالمية، إذ يوجد تنوع كبير بين الأعضاء الذين يستخدمون مواردهم والذين يبلغ عددهم 184 منهم<sup>1</sup>:

- 23 عضواً مصنفيين كدول صناعية، ولم يستخدم أيها منهم موارد الصندوق منذ عام 1983 حتى 2004.

- 80 دولة منخفضة الدخل، وهذه الدول لها الحق في استخدام تسهيلات دعم النمو وتقليل الفقر.  
- 81 دولة نامية أخرى، ودول تمر بمرحلة تحول.

### أهداف ووظائف الصندوق:

من أهم الأهداف التي أنشئ من أجلها هي التي حددتها المادة الأولى من اتفاقية إنشاء الصندوق<sup>2</sup>:

أ. تشجيع التعاون النقدي الدولي بين الدول الأعضاء.

ب. العمل على تحقيق النمو المتوازن في التجارة الدولية ومنه المحافظة على مستويات الدخل والعمالة وتنمية الموارد الإنتاجية.

ج. العمل على ثبات واستقرار أسعار الصرف.

د. إيجاد نظام متعدد الأطراف للمدفوعات لتخفيض القيود النقدية التي تعوق التجارة الدولية بين الدول الأعضاء.

هـ. إتاحة تسهيلات وموارد مالية إلى الدول الأعضاء بهدف مواجهة العجز المؤقت لموازن المدفوعات.

و. زيادة الارتباط بين دول العالم الرأسمالي بسبب استيعاب قادة العالم حقيقة مفادها أن تشابك المصالح الاقتصادية كفيلاً بأن يبقى نار الحرب خامدة أطول مدة ممكنة ليسود السلام فيظل الترابط الاقتصادي والسلمي بين الشعوب<sup>3</sup>.

### موارد الصندوق:

---

<sup>1</sup> المهدي عادل، عولمة النظام الاقتصادي العالمي ومنظمة التجارة العالمية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2004، ص 88.

<sup>2</sup> نصار محمد عبد ستار كامل، مرجع سابق، ص ص 94-97.

<sup>3</sup> سهيل حسين الفتلاوي، مرجع سابق، ص 89.

تتكون موارد الصندوق من رأس المال المكون من حصص الدول الأعضاء إضافة إلى الموارد التي يمكن للصندوق الحصول عليها عن طريق الاقتراض من الدول الغنية ويلاحظ أن رأس مال الصندوق عند بداية إنشائه لم يكن يتجاوز 8 بليون دولار حيث تم تحديد أصول الصندوق بنحو 10 بليون دولار أمريكي، يتم دفع 8 بليون منها من المشاركين في مفاوضات "بروتن وودز" والباقي قدره 2 بليون دولار يتم دفعها من قبل الدول التي تطلب الانضمام إلى عضوية الصندوق بعد تكوينه.

## 2.2. الركن الثاني: البنك الدولي والنظام المالي العالمي:

هو ذلك النظام الذي يحكم قواعد السلوك سواء أعلق الأمر بالتحركات أو الانتقالات الدولية برؤوس الأموال (في صورة مساعدات أجنبية أو قروض خارجية) وسواء كانت رسمية أو تجارية أو في صورة استثمارات أجنبية مباشرة أو غير مباشرة، ويقوم البنك الدولي (WB) بمفهومه الشامل بدور قيادي في إدارة النظام المالي الدولي<sup>1</sup>.

أسفر المؤتمر المالي والنقدي الدولي بعد اتفاقية صندوق النقد الدولي IMF عن اتفاقية خاصة بإنشاء البنك الدولي وتم إقرار الاتفاقية رسمياً في 17/12/1945<sup>2</sup>، يعتبر البنك الدولي من أهم المؤسسات الدولية العاملة في مجال التمويل الدولي إذ يعد أول محاولة للتعاون الدولي، في مجال التعامل في منح القروض طويلة الأجل إلى كافة الدول، بحيث تنص بنود اتفاقية إنشائه على ارتباطه بالمعيار الاقتصادي، وعدم تأثره بأي متغيرات سياسية، كما لا يتدخل في الشؤون الداخلية للدول الأعضاء.

### أهداف البنك ووظائفه:

يعد إعادة تعمير أوروبا بعد الدمار الذي أصابها من جراء الحرب الهدف الأصلي من إنشاء البنك الدولي<sup>3</sup>، غير أن فتح عضويته أمام جميع دول العالم المتقدم والنامي على السواء كان بمثابة إضافة أهداف أخرى إلى الهدف الأصلي، والتي من أهمها مساعدة الدول النامية على تحقيق معدلات معقولة من النمو، ورفع مستوى المعيشة ومحاربة الفقر، فضلاً عن تدعيم نشاط الاستثمار الخاص.

<sup>1</sup> عبد الحميد عبد المطلب ، 2003، مرجع سابق، ص 38.

<sup>2</sup> نصار محمد عبد الستار كامل ، مرجع سابق ، ص 109.

<sup>3</sup> الزيارة في 2010/2/13 WWW. World Bank. Org

افتتح البنك نشاطه في تقديم قروض التعمير، إلا أنه اتسع فيما بعد وزاد تركيزه على تقديم قروضه للتنمية، ومحاربة الفقر والتحول الاقتصادي في الدول النامية وشهدت الفترة الأخيرة زيادة وتعقد نشاط البنك بصورة كبيرة وأصبح مجموعة شاملة تتضمن خمس مؤسسات تنموية وهي:

- البنك الدولي للتعمير والتنمية.

- مؤسسة التنمية الدولية.

- هيئة التمويل الدولية.

- وكالة ضمان الاستثمارات متعددة الأطراف.

- المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار.

**رأس مال البنك وقروضه:**

تتكون موارد البنك أساسا من رأس المال المدفوع من الدول الأعضاء، ومن الاقتراض من أسواق رأس المال الدولية بشروط تجارية، فضلا عن تسديدات القروض التي سبق منحها إلى الدول الأعضاء ويتم تدبير جانب من الموارد السابقة عن طريق إصدار سندات بالعملة الرئيسية، إما مباشرة أو عن طريق مجموعات مصرفية.

ويقرض البنك الدولي الأعضاء بأسعار فائدة تجارية ولفترة زمنية طويلة تمتد إلى عشرين عاما تقريبا، حيث إن أسعار فائدة الإقراض على العملات المختلفة تعكس نفقات اقتراض البنك من أسواق المال الدولية، كما تنص بنود اتفاقية إنشائه على عدم منح قروض إلى الدولة العضو إلا إذا تعذر الحصول على هذه القروض من المصادر الأخرى بهدف عدم المنافسة مع مصادر الإقراض الخاصة.

### **3.2.الركن الثالث: النظام التجاري الدولي:**

- يقصد بالنظام التجاري الدولي مجموعة القواعد Rules، والإجراءات Procrdure، والاتفاقات Agreement، والقرارات Decisions، والمؤتمرات Conferences، والمنظمات Organisations التي تحكم تدفقات السلع والخدمات بين الدول المختلفة، إضافة إلى توجيه وتقييم

السياسات التجارية لهذه الدول، وبما يكفل تحقيق استقرار مناسب ونمو مقبول لحجم التجارة الدولية<sup>1</sup>.

- النظام التجاري الدولي هو ذلك النظام الذي يحكم قواعد السلوك في كل ما يتعلق بتصدير واستيراد السلع، وتحديد ما يجوز من الإجراءات الحمائية أو إعانات التصدير، والعمل من خلال هذا النظام على تحرير التجارة العالمية لزيادة التبادل التجاري الدولي وترسيخ مبدأ اعتماد التبادل وتعظيم العائد من التجارة الدولية لكل أطراف الاقتصاد العالمي<sup>2</sup>.

مر النظام التجاري الدولي وعناصره بعدة تغيرات وتطورات، بدءاً بميثاق "هافانا" "فالجات" ثم الأكتاد UNCTAD وانتهاء بمنظمة التجارة العالمية.

تعتبر منظمة التجارة العالمية (WTO) هي العنصر الثالث والأساسي في النظام التجاري الدولي متعدد الأطراف، وهي الإطار الذي توصل إليه المجتمع الدولي، بعد مفاوضات شاقة استمرت نحو ثماني سنوات.

### وظائف المنظمة:

يمكن اختصار أهم وظائف المنظمة التي وردت في المادة الثالثة من اتفاقية إنشائها على النحو الآتي<sup>3</sup>:

1. توفير منتدى دولي للتفاوض بين الدول فيما يتعلق بالعلاقات التجارية المحددة في الاتفاقيات التي تدخل في نطاق اختصاصها.

2. الإشراف على تنفيذ وتفعيل وثيقة التفاهم الخاصة بإجراءات وقواعد تسوية النزاعات بين الدول الأعضاء في المنظمة Dispute Settlement Understanding DSU.

3. الإشراف على تنفيذ وتفعيل آلية مراجعة السياسة التجارية Trade Policy Review TPRM Mechanism .

4. التعاون مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للتعمير والتنمية بهدف تحقيق نوع من الانسجام والتناسق في وضع السياسات الاقتصادية العالمية.

أهداف المنظمة: من أهمها<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> المهدي عادل ، مرجع سابق ، ص 136.

<sup>2</sup> عبد الحميد عبد المطلب ، 2003، مرجع سابق ، ص 38.

<sup>3</sup> المهدي عادل ، مرجع سابق ، ص 191.

<sup>4</sup> نصار محمد عبد الستار كامل ، مرجع سابق ، ص ص 29-30.

- تحرير التبادل التجاري الدولي للسلع والخدمات

- رفع مستويات المعيشة للدول الأعضاء من خلال التشغيل الكامل، والاستخدام الأمثل للموارد.

- ضمان حصول الدول النامية على نصيب عادل في التجارة الدولية.

- إقامة نظام تجاري دولي دائم ومتكامل.

### **3. خصائص النظام الاقتصادي العالمي ومعالمه الرئيسية:**

بمحاولة التأمل في مفهوم النظام الاقتصادي العالمي واستشراف المستقبل الذي سيكون عليه، نجد أن له من الخصائص والملامح ما يميزه عن المراحل السابقة وإن كانت بعضها قد استمدت جذورها من الماضي، حيث يتسم هذا النظام بالديناميكية والهرمية وينطوي على أنماط جديدة لتقسيم العمل ويتجه نحو الاعتماد المتبادل بشكل متزايد، وتزايد فيه التكتلات الاقتصادية وتتعاظم فيه أوزان الشركات المتعددة الجنسيات ويزداد فيه دور المؤسسات الاقتصادية الدولية.

يمكن التطرق لهذه الخصائص على النحو الآتي<sup>1</sup>:

### **1.3. النظام الاقتصادي العالمي الجديد يتسم بالديناميكية:**

تشير هذه الخاصية إلى أن النظام الاقتصادي العالمي الحالي في طور التشكيل والتكوين مقارنة بترتيبات الأوضاع الاقتصادية العالمية السابقة له، إذ يلاحظ أنه يستخدم أدوات وأساليب جديدة لتحقيق أهدافه، ومصالحه تماشياً مع المرحلة التطورية والآليات الجديدة التي نشأت بدليل احتمالات تبدل موازين القوى الاقتصادية القائم على أساسها في المستقبل.

### **2.3. سيطرة النظام الرأسمالي على الاقتصاد العالمي:**

مع انهيار القوى الشيوعية أصبح هناك نوع من الانفراد بالقمة القطبية الاقتصادية الواحدة أي سيادة نموذج اقتصاد وآليات السوق بانتصار المعسكر الرأسمالي، غير أن هذا الانفراد لا يعني عدم وجود صراع على تلك القمة من الدول المتقدمة الرأسمالية في حد ذاتها، في مقدمتها و.م.أ وأوروبا واليابان، ووفقاً لهذا السيناريو فالنظام الاقتصادي يأخذ الشكل الهرمي فيما يتعلق بترتيب مراكز القوى الاقتصادية حيث تقف و.م.أ منفردة على قمة الهرم وتليها كل من أوروبا واليابان.

### **3.3. الاتجاه نحو المزيد من الاعتماد الاقتصادي المتبادل:**

<sup>1</sup> عبد الحميد عبد المطلب ، 2003، مرجع سابق ، ص 44.



أدى تحرير التجارة الدولية وتزايد انتقال رؤوس الأموال الدولية، مع وجود الثورة التكنولوجية المعلوماتية إلى الترابط بين أجزاء العالم وتأكيد عالمية الأسواق وإسقاط حاجز المسافات بين الدول والقارات مع تزايد احتمالات التأثير والتأثر المتبادلين.

### 4.3. تكنولوجيا المعلومات والاتصالات:

من أهم معالم النظام الاقتصادي العالمي الجديد تلك الثورة التكنولوجية الحديثة التي بدأت تغير من المعطيات الاقتصادية للعالم، وتجهيزه للدخول في مرحلة التطور ومن أهم انعكاسات هذه الثورة نجد:

- تغير التركيب القطاعي للاقتصادات الصناعية لصالح قطاع الخدمات وخصوصا إنتاج المعرفة.
- تمايز الاقتصادات حسب مستويات التقدم التكنولوجي حيث تتربع على قمة الهرم البلدان الصناعية المتقدمة وتتوسطه الدول الصناعية الجديدة وتقع في قاعدته الدول النامية.
- ثورة في التسويق نتيجة لعجز الأسواق المحلية عن استيعاب إنتاج المشروعات العملاقة.

### 5.3. تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات:

الشركات متعددة الجنسيات والتي يطلق عليها مصطلح الشركات الدولية أو الشركات دولية النشاط<sup>1</sup>، وهي مجموعة من الشركات تتمتع بجنسيات دول مختلفة ويتعدى نشاطها حدود دولة واحدة، وتتمارس إحداهما وهي الشركة الأم سيطرتها ورقابتها على الشركات الأخرى التي تسمى بالشركات الوليدة أو التابعة والتي تخضع لإدارة الشركة الأم، يلاحظ أن هناك العديد من المؤشرات الدالة على تعاظم دور هذه الشركات في تشكيل وتكوين وأداء الاقتصاد العالمي الجديد من أهمها نجد<sup>2</sup>:

1. حوالي 80% من مبيعات العالم تتم من خلال الشركات المتعددة الجنسيات.
2. إنتاج أكبر 600 شركة متعددة الجنسيات وحدها يتراوح ما بين 20%-25% من القيمة المضافة المتولدة من إنتاج السلع عالميا.

<sup>1</sup> نصار محمد عبد الستار كامل ، مرجع سابق ، ص ص 48-49.

<sup>2</sup> عبد الحميد عبد المطلب ، 2003، مرجع سابق ، ص 53.

3. تجاوزت الأصول السائلة من الذهب والاحتياطات النقدية الدولية المتوافرة لدى هذه الشركات حوالي ضعفي الاحتياطي الدولي منها ويدل هذا المؤشر على مقدار تحكم هذه الشركات في السياسة النقدية الدولية والاستقرار النقدي العالمي.

4. تعد مسؤولة على نسبة كبيرة من الاكتشافات التكنولوجية التي يرجع معظمها بجهود البحث والتطوير التي قامت بها.

### 6.3. تزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية:

يعد قيام النظام الاقتصادي العالمي الجديد على تلك المؤسسات (WTO-WB-IMF) من أهم دعائمه، حيث أصبح هناك إطار مؤسسي متكامل.

### 4. النظام الاقتصادي العالمي والحاجة إلى نظام اقتصادي عربي جديد :

#### 1.4. الآثار الإيجابية والآثار السلبية للعولمة الاقتصادية على العالم العربي:

أصبحت ظاهرة التكيف الهيكلي مع النظام الاقتصادي العالمي، وحرية التجارة العالمية تثير انقساماً حاداً بين المفكرين والسياسيين في العالم، وفي المنطقة العربية أيضاً، فالبعض يعدها نعمة تجلب معها الثروات والنمو الاقتصادي، فيما يعدها آخرون نقمة تشكل تهديداً خطيراً للاستقرار الاجتماعي والمكاسب السياسية وقيم الديمقراطية والبيئة الطبيعية وانظم لهذا الانقسام المفكرون الاشتراكيون العرب.

وبين حدود النعمة والنقمة برزت مواقف فكرية توفيقية تحاول أن تجمع بين فضائل التعجل نحو السوق والانفتاح وحسنات البقاء تحت حماية الدولة ورأفتها والتوجه نحو الذات والتراث والأصول.

#### 1.1.4. الآثار الإيجابية للنظام الاقتصادي العالمي على الوطن العربي:

يرى بعض الباحثين إلى أن العولمة والنظام الاقتصادي العالمي الجديد فيه عدة آثار إيجابية في اقتصادات الوطن العربي وتحقق الكثير من المزايا منها<sup>1</sup>:

- خلق حرية التجارة والمال والاستثمار وخدمات الإنتاج وفتح الأسواق والمنافسة الحرة بين الدول الصناعية، حيث يتم ذلك من خلال التنافس بين الدول الصناعية الكبرى ، والذي من شأنه أن يسجل لصالح الدول النامية لأنها سوق لتصريف المنتجات من جهة ويفتح الأسواق العالمية لتقبل اليد العاملة العربية من جهة أخرى.

<sup>1</sup> سهيل حسين الفتلاوي ، مرجع سابق ، ص 140.

- يعمل النظام الاقتصادي العالمي الجديد على تطبيق القوانين التي تهدف إلى حماية الطبقة العاملة في مواجهة الشركات الكبرى بما يضمن لهم حياة مستقرة آمنة ومستقبلا معلوما دون أن يكونوا مهددين بالفصل أو التشريد من جانب هذه الكيانات دون ضابط أو رقيب.
- تنمي العولمة دور القطاع الخاص لكي يقوم بعملية التنمية الاقتصادية في كثير من الدول النامية، وعملت التنظيمات الدولية الاقتصادية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير على منح قروض إلى حكومات الدول الفقيرة لتتولى عملية تحديث وتنمية مجتمعا، وأنشئت مؤسسة التمويل الدولية لتشجيع القطاع الخاص بما يمنحه من قروض ومساعدات كي يتولى القيام بمشروعات التنمية في هذه الدول.
- يؤدي الخفض الجمركي وإلغاء القيود الجمركية فضلا عن التزام الدول العربية الأعضاء بتحرير إجراءات الاستثمار إلى تهيئة المناخ لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية إليها استفادة من الميزات النسبية المختلفة لهذه الدول، وما يصاحب هذه الاستثمارات بالتبعية من نقل التكنولوجيا التي هي بحاجة إليها.
- يرفع النظام الاقتصادي العالمي التدفقات الرأسمالية إلى الدول العربية وما يتبع ذلك من تعديل التشريعات الخاصة بالاستثمار في الدول العربية بصورة تؤمن رأس المال، سواء الأجنبي، أم العربي، أم الوطني بسبب حرية التدفق والحركة وسهولة إعادة تدوير رأس المال وتصديره.
- الاقتصاد الجديد ليس معني بنشر نمط ثقافي معين، أو فرض الوصاية لنظام اقتصادي محدد، أو ضمان سيطرة عقديّة أو فكرية أو اقتصادية لطرف دون آخر.
- يضمن المنافسة الحرة الحقيقية بين المشروعات المختلفة، عدم احتكار شركة معينة لإنتاج سلعة معينة، وتظهر أهمية الإسراع بخروج مشروعات وقوانين حماية المستهلك، وحماية المنافسة إلى النور كي تواجه هذه الشركات بما يضمن تحقيق استقرار في السوق الوطني بين المنتج والمستهلك، وخير مثال على ذلك هو مواجهة الحكومة الأمريكية لشركة "ميكروسوفت" لمنع احتكارها صناعة البرمجيات وإصرارها على تفتيت هذه الشركة من أجل إتاحة الفرصة للشركات الأخرى بما يكفل استقرار الأسواق الوطنية وحماية المستهلك.
- تسمح التقنية الحديثة للاستثمار (التجارة الإلكترونية) بمشاركة عدد من مستثمري دول العالم الثالث عبر القنوات المفتوحة خاصة إذا استحدثت قنوات آمنة للاستثمار من الناحية الشرعية في أسواق البورصات العالمية، ومن ذلك محاولة عدد من المتخصصين في الاقتصاد الإسلامي استحداث مؤشر إسلامي، كما يمكن للدول العربية وخاصة الغنية استحداث قنوات للاستثمار الدولي في أسواق بورصة في الوطن العربي.

#### 2.1.4. الآثار السلبية للنظام الاقتصادي العالمي الجديد على الوطن العربي:

بعد أن تطرقنا للجوانب الإيجابية للنظام الاقتصادي العالمي الجديد على الوطن العربي نجد أنفسنا مضطرين وملزمين بعرض الجانب الثاني لهذا النظام والذي أصبح يهدد الاقتصاد العربي ويحد من تطوره خاصة وأن الامتيازات التي تتمتع بها الدول العربية هي امتيازات وقتية وعليه ستعرض الدول العربية لأضرار اقتصادية وصناعية كبيرة، سنتناول البعض منها في الفقرات التالية:

أولاً: تأثر صادرات الدول العربية:

يعد النفط والبتروكيماويات من أهم صادرات الدول العربية، والمصدر الرئيس لمواردها من العملات الحرة، والذي يتم على أساس عوائد التخطيط لبرامج التنمية المستقبلية مما يجعل هذه البرامج تتأثر بشكل كبير بالتغيرات الطارئة على الأسعار العالمية للبترو، وعليه تبدو حاجة الدول العربية البترولية إلى التحول تدريجياً عن الاعتماد شبه الكلي على سلعة واحدة كمصدر رئيس للدخل القومي وخطط التنمية خاصة وأن هذه السلع لم تدخل ضمن السلع التي شملتها مفاوضات جولة "أوروغواي" ومن ثمة لم تخضع لأي خفض للتعريفات الجمركية<sup>1</sup>.

ثانياً: تنمية النزعة الاستهلاكية:

من الأخطار التي تواجهها الدول العربية جراء المنافسة بين الدول الصناعية هي إذكاء الثقافة الاستهلاكية الموجهة التي تقوم بها الدول الغربية لدفع الشعب العربي لاستهلاك المواد الصناعية والزراعية، ذلك أن المنافسة تؤدي إلى رخص الأسعار وسهولة إيصالها للمستهلك العربي ورواج تجارة المواد المستعملة من سيارات وأدواتها الاحتياطية والمواد الكهربائية والملابس وغيرها من المواد التي كانت تشكل عبئاً على الدول الصناعية، وتعمق هذه العملية يفقد الترابط بين قطاعات الاقتصاد ويزيد من البطالة وترتفع قيمة الغذاء المستورد ويسهم في انحصار مهمة الدولة<sup>2</sup>.

ثالثاً: سيطرة الشركات الأجنبية وإعاقة التنمية:

---

<sup>1</sup> سهيل حسين الفنلاوي ، مرجع سابق ، ص 153.

يرى بعض الباحثين أن نمو الأسواق المالية وتنوع النشاط الاقتصادي وزيادة الشركات متعددة الجنسيات سيتيح حرية التجارة العالمية إمكانية انتهاك مصالح البلدان النامية ومنها الدول العربية من خلال تهميش مصالحها لمصلحة فئة أو فئات ترتبط مصالحها الاقتصادية بهذه الشركات وبزيادة استثماراتها حيث تصبح هناك سيطرة واضحة هي الآلة الإنتاجية في الدول العربية، ومثل هذا التحكم سيؤدي إلى تشويه نمط التنمية بالدولة وأولوياتها في الاقتصاد النامي غير أن هذه الدول النامية سترهن مستقبلها ومستقبل اقتصادها حيث تجعل هذه الشركات تهيمن على مجريات الأمور الاقتصادية وبالتالي تعمق تبعية الاقتصاد إلى هذه الشركات.

**رابعاً: تبعية الاقتصاد العربي لمشاكل الاقتصاد العالمي:**

تؤدي حرية التجارة العالمية إلى انتقال مقومات السيادة الاقتصادية من سلطة الدولة الوطنية إلى سلطة القرار الاقتصادي العالمي الصادر عن الشركات متعددة الجنسيات والمؤسسات الاقتصادية العلمية، وسيؤدي انتقال هذه المقومات إلى جملة أمور من أبرزها تفكك قاعدة الدول الوطنية وسقوط منطق الجغرافية الاقتصادية وسقوط منطق الحواجز الاقتصادية من ثم سقوط الأمن الاقتصادي أمام الأمن الاقتصادي المعولم.

**خامساً: إضعاف العمل العربي الاقتصادي المشترك:**

يعاني الوطن العربي انقسامات وصراعات تغذيها الدول الأجنبية والمصالح الشخصية لرؤساء الدول ، وقد جاء النظام الاقتصادي العالمي الجديد ليزيد من شدتها ويخلق التناقضات بين الدول العربية من خلال تطبيق قرارات منظمة التجارة العالمية، كما أن من مبادئ هذا النظام الجديد إلغاء الخصوصيات التي تتمتع بها بعض الدول في العالم وإلغاء المنظمات الدولية الإقليمية التي منها جامعة الدول العربية وهذا يعني إلغاء الاتفاقات الاقتصادية التي عقدت في إطارها، مثل اتفاقية السوق العربية المشتركة واتفاقية الوحدة الاقتصادية والمناطق الاقتصادية الحرة وغيرها.

**سادساً: تزايد البطالة:**

تعمل العولمة على تزايد البطالة بجميع أشكالها لأن التحول إلى شكل ملكية وسائل الإنتاج لصالح الملكية الخاصة سيقبل من عرض قوة العمل.

**سابعاً: تلوث البيئة:**

يؤدي تصدير الصناعات الأكثر تلويثا للبيئة من المراكز إلى البلدان العربية يتطلب كثافة عالية في اليد العاملة بدلا من كثافة رأس المال خاصة أن الصناعات الملوثة تعالج ضغوطا قانونية وشعبية واسعة في الدول المتقدمة في حين غياب مثل هذه الضغوطات في الدول العربية.

**ثامنا: زيادة الديون العربية:**

بلغت الديون الخارجية للدول العربية عام 1995 (250 مليار دولار) وتتفاهم بما مقداره 50 ألف دولار في الدقيقة، ومما لا شك فيه أنه كلما ارتفعت وتيرة الديون كلما ترسخت التبعية ووجدت الذريعة للتدخل، وبسبب هذه الديون التي بدأت بتشجيع من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي أصبح اقتصاد معظم الدول العربية متخبطا<sup>1</sup>.

من خلال ما سبق نجد أن ردود الأفعال العربية أمام هذه التحديات التي تفرضها العولمة تتميز بالارتباك والتخبط بسبب عدم قدرتها على التكيف السريع لهياكل اقتصاداتها وحاجاتها الوظيفية ولذلك تجري خطوات كبيرة لتطبيق سياسات جديدة في ميدان الاقتصاد وحقوق الانسان ، وقد وقعت على اتفاقات عديدة غير أنها تبدو مليئة بالتغيرات ، ففي الميدان الاقتصادي أدت الخطوات التي اتخذتها الدول العربية إلى تطبيق برامج الإصلاح الهيكلي بحسب ما تمليه مؤسسات صندوق النقد والبنك الدوليين ، وأحيانا بحسب برامج مفروضة على الدول العربية.

ومن خلال دراسة التغيرات والتطورات التي حدثت في النظام الاقتصادي العالمي الجديد نجد أن لها انعكاسات وتأثيرات على الاقتصاد العربي في مجموعه، وهي تمثل عددا من التحديات التي ينبغي على النظام الاقتصادي العربي أن يجهز لها بالآليات المناسبة والعمل الاقتصادي العربي المشترك الأكثر فعالية وكفاءة ،والذي يستوعب هذه التغيرات ويتعامل معها بأسس جديدة تعمل على تكيف اقتصاداتها مع النظام العالمي الجديد بحيث تقتنص منه الفرص وتعظم العوائد ولا يكون ذلك إلا من خلال تكتل اقتصادي عربي، وفي إطار مؤسسي يعمل على إعادة هيكلة النظام الاقتصادي العربي بكل تنظيماته وأطره وهياكله<sup>1</sup>.

## **2.4. التحولات الواجبة لإقامة نظام اقتصادي عربي جديد:**

<sup>1</sup> عبد الحميد عبد المطلب، 2003، مرجع سابق، ص ص 255-257.

لعل الآثار والتأثيرات المختلفة للنظام الاقتصادي العالمي الجديد على الاقتصادات العربية تدعو أن ينظر إليها على أنها تحديات لا بد من مواجهتها والبحث في الآليات المناسبة للتعامل معها بنجاح، وبذلك يمكن تحديد معالم النظام الاقتصادي العربي الجديد وإعادة البناء من خلال:

### **1. إقامة منظمة تجارة حرة عربية شاملة:**

لتكون البداية لإعادة بناء السوق العربية المشتركة في ثوبها الجديد، وقد يتطلب في مرحلة تكوين "منطقة المتاجرة الحرة العربية الشاملة" إنشاء صندوق للتعويض عن أضرار التحول إلى منطقة التجارة الحرة، يستطيع أن يعرض أي دولة يصيبها الضرر، على غرار ما حدث في السوق الأوروبية المشتركة.

### **2. العمل على تبني إستراتيجية الإنتاج من أجل التصدير في المنطقة العربية :**

وتقوم هذه الإستراتيجية على تخصص كل دولة عربية في السلع والخدمات التي تمتلك فيها ميزة نسبية وميزة تنافسية حالية ومستقبلية، إذ تهدف هذه الإستراتيجية إلى إنجاح عملية إعادة هيكلة الاقتصادات العربية وتحولها إلى اقتصادات تكاملية وليست تنافسية ، بل أن تكون على درجة عالية من التنافسية مع العالم الخارجي.

### **3. إعادة توطین الأنشطة الاقتصادية وتعميق الاتجاه نحو التخصصية:**

إذ يؤدي ذلك إلى إعادة هيكلة القطاعات العربية لتكون تكاملية وليست تنافسية ولعل تحقق ذلك يتطلب الإسراع بالتخصصية وتشجيع القطاع الخاص من جهة، وإعادة توطین الأنشطة الاقتصادية العربية على أساس مبدأ الميزة النسبية والتنافسية من جهة أخرى.

### **4. تقوية الآلية التمويلية العربية بإنشاء بنك التنمية العربية :**

بحيث يكون هذا البنك على غرار البنك الدولي، إذ يمكن تدبير أمواله بسهولة من داخل المنطقة العربية ليساند عملية الهيكلة وإقامة المشروعات وتقوية قاعدة البحث العلمي العربية.

### **5. تحسين مناخ الاستثمار العربي ليعمل على تدفق الاستثمارات العربية :**

يتطلب ذلك التركيز على تصحيح السياسات الاقتصادية العربية، وإصلاح قوانين وتشريعات الاستثمار، وتهيئة النظم الاقتصادية والسياسية والبيئية والمعلوماتية لكي تشجع تدفق الاستثمارات العربية داخل المنطقة العربية.

### **6. وضع إستراتيجية عربية ملائمة للتعامل مع الشركات متعددة الجنسيات :**

ويتم ذلك من خلال ألا تهمل الاقتصاديات العربية أهمية دور هذه الشركات والمطالبة بالعمل على تعميق علاقات التعاون معها بما يحقق المصلحة الاقتصادية العربية القومية من خلال استخدام كافة الإمكانيات والأساليب التي تملكها الاقتصاديات العربية عند التفاوض مع هذه الشركات للحصول على التكنولوجيا التي تلائم تحقيق التنمية الاقتصادية العربية.

#### **7. بناء قاعدة تكنولوجية عربية لتواكب الثورة التكنولوجية العلمية :**

وهي تتطلب تعاون مراكز البحوث العلمية والتكنولوجية العربية في ضرورة العمل على ترسيخ وتكوين هذه القاعدة على درجة عالية من التنسيق والتماسك، بحيث تؤدي إلى الوصول إلى اختراعات عربية مشتركة، تخدم المصالح الاقتصادية العربية العليا.

#### **8. وضع إستراتيجية عربية محددة للتعامل مع النظام الاقتصادي العالمي الجديد :**

إن هذه الإستراتيجية تتطلب نوعاً من التنسيق بين كل الأطراف العربية لتحقيق أهدافها وآليات تحقيقها عند التعامل مع الأطراف والمنظمات المختلفة للنظام الاقتصادي العالمي الجديد.

#### **9. وضع برامج عمل للتنفيذ والمتابعة:**

إذ يتجلى دور هذه البرامج في تحقيق الأهداف الموضوعية بدقة للعمل الاقتصادي العربي المشترك سواء في الأجل القصير أو الطويل.

في ضوء التحليل السابق نجد أن النظام الاقتصادي العالمي الجديد وفي شكله الديناميكي يحتاج إلى إصلاحات دائمة في آلياته وطريقته عمل مؤسساته وذلك تماشياً والتغيرات التي تحدث في العالم، فضلاً على الحاجة لوجود نظام للإنذار المبكر للتعامل بكفاءة مع الأزمات قبل وقوعها حتى يكون هذا النظام أكثر وضوحاً وأكثر رسوخاً وموضوعية وعدالة ليحظى برضا دول العالم النامي والمتقدم على السواء ولينطلق بالبشرية إلى آفاق أرحب من التنمية والتقدم.



## المبحث الثاني : استقرار النظام المالي العالمي :

شهد حفل التمويل والاستثمار تطورات سريعة في السنوات الأخيرة، تمثل باستحداث أساليب جديدة للتمويل، وأدوات جديدة لتمويل منشآت الأعمال، وتوسعا عالميا يلغي كل الفواصل المكانية المعرقة لانتقالات رأس المال، فضلا عن ذلك أخذ الاستثمار المالي عمقا نظريا وتطبيقيا، وأصبح محفزا للاستثمار العيني وموازيا له، لذلك لم تعد الإدارة المالية لمنظمات الأعمال مهمة بتوفير التمويل اللازم لأنشطة المنشأة وإدارتها وحسب، بل بتعظيم عائد استثمارها المالي أيضا، وهذا ما جعل القرارات ذات أهمية قصوى.

تكاد تمثل الأسواق المالية بمؤسساتها جوهر النظام المالي الذي تتخذ في كنفه منشآت الأعمال المختلفة قراراتها التمويلية والاستثمارية، ولذلك فتسليط الضوء على الأسواق المالية يتطلب مدخلا مركبا يجمع بين مفردات الإدارة المالية والمحاسبية، والتمويل والأساليب الكمية، فضلا عن التحليل النقدي والمالي إطارا نظريا للإقناع والتبرير.

كما يعد قيام النشاط الاقتصادي وتوسعه رهينا بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة وفي مقدمتها عنصر رأس المال، لذلك فإن الحاجة إلى التمويل يقف وراءها نشوء وتطور الأسواق المالية، إذ إنها لا تختلف عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث كونها موقعا لالتقاء تيارى الطلب والعرض باتجاه تحديد مستويات الربح والخسارة لأطراف السوق، إلا أن ما يميز الأسواق المالية هي طبيعة ما يجري من

تعامل فيها، إلا أنها سوق للتمويل ، وهي تتضمن عرض وطلب لرؤوس الأموال، وما يتبع ذلك من طبيعة خاصة للأطراف المؤثرة في مستويات التوازن<sup>1</sup>.

### 1.1. مفهوم السوق المالية وأهميتها:

- البورصة سوق تقوم على تبادل منتج (سلعة/ خدمة/ فكرة) ما بين بائع ومشتري كل منهم لديه الرغبة والقدرة على إتمام عملية التبادل وفق القواعد والشروط المتفق عليها<sup>2</sup>.

- بورصة الأوراق المالية هي سوق منظمة يلتزم المتعاملون بها مراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل بها وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على مراعاة هذه القوانين واللوائح<sup>3</sup>.

من خلال التعاريف السابقة تظهر الأهمية الكبرى للأسواق المالية في تنمية الاستثمار الضروري للتنمية الاقتصادية، كما وتزداد حيوية البورصات وأهميتها في الاقتصاد القومي فكلما زاد عدد الشركات المسجلة فيها كلما ازداد عدد الأوراق المطروحة للتداول وعدد المتعاملين والراغبين في التعامل وتزداد تبعاً لذلك عدد العمليات، وحركية البورصة وقدرتها على مواجهة متطلبات المتعاملين واحتياجاتهم المتنوعة والمتزايدة، خاصة مع اتساع وتنوع النشاط الاقتصادي وتكاثفه.

### أهمية البورصة:

لقد ساهمت البورصة بفاعلية في عملية تعبئة وتحريك الفائض الاقتصادي وتوفير الحافز على الادخار والاستثمار، وعلى تشجيع الأفراد على الدخول في الاكتتابات في الأوراق المالية المختلفة والمساهمة في رؤوس الأموال للمشروعات والشركات، كما توفر التمويل اللازم لها من خلال طرح وإعادة طرح الأوراق المالية، وكلما كانت البورصة فعالة كلما تحققت رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وللنظام الاقتصادي القائم فيها وذلك من خلال ما تساهم به في<sup>4</sup>:

- تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة وحماية طرفي المبادلة (البائع/ المشتري) بتوفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين.

<sup>1</sup> محمود محمد الدافر ، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق ، عمان ، 2005 ، ص 19.

<sup>2</sup> محسن أحمد الخضيرى ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، إيتراك للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 1996 ، ص 9.

<sup>3</sup> عبد الرزاق موري ، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومة ، الجزائر ، 1999 ، ص 19.

<sup>4</sup> محسن أحمد الخضيرى ، مرجع سابق ، ص 11.

- القدرة على توفير وفتح وإعادة فتح وتشغيل كم مناسب من الأموال لكي تعمل على تحقيق السيولة للمجتمع وعلى تفعيل توازنات استثماره.
- العمل على جذب وتوجيه المدخرات والأموال المتاحة في المجتمع إلى مجالات الاستثمار الحقيقية التي تساهم في الارتقاء بالنمو الاقتصادي للمجتمع.
- زيادة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في البورصة من خلال اجتذاب صغار المدخرين وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية ، ويمكن ذلك في حالة إذا لم تجد الحكومات الأموال الكافية للإنفاق على خطط التنمية، فتلجأ إلى طرح أوراق مالية حكومية في السوق، وبذلك تنشأ الكثير من المشروعات التي تعود بالنفع على المجتمع<sup>1</sup>.
- تقوية الائتمان الداخلي والخارجي من خلال عمليات البيع والشراء في البورصة التي تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي وزيادة هذا الائتمان بحيث الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية يؤدي إلى إمكانية قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية المختلفة.
- توفير الشفافية من خلال إلزام الشركات المقيمة في البورصة بالإفصاح عن جميع السياسات الخاصة بها أمام جمهور المستثمرين بما يعكس الواقع الاقتصادي العام للدولة ويشجع المزيد من رؤوس الأموال على الاستثمار.
- قيادة النشاط الاستثماري والتوظيفي ليس فقط للأفراد ولكن المؤسسات والمشروعات أيضا.
- من خلال ما تقدم يظهر أن السوق المالية قلب النظام الاقتصادي المعاصر وأداة الوصل بين قطاعاتها الرئيسية، إذ إنها تضمن أن الأموال القابلة للاستثمار تتدفق إلى أفضل الاستخدامات، وتجعل اقتصاد بلد ما أكثر تكيفا، وذلك بتسهيل نمو الصناعات الجديدة وغلق أبواب الصناعات المتدهورة<sup>2</sup>.

## 2.1. تقسيمات الأسواق المالية

تلقى تقسيمات الأصول المختلفة بظلمها في تحديد نوع السوق، فتداول الأصول الحقيقية Real Assets مثل العقارات والمزارع والمخزون، يضيفي صفة أسواق الأصول الحقيقية، بينما تداول الأصول

<sup>1</sup> حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي ، دمشق ، 2006 ، ص 18.

<sup>2</sup> توهين ماثيير ، ترجمة الخزامي عبد الحكم أحمد ، الأسواق والمؤسسات المالية، الفرص والمخاطر، دار الفجر ، القاهرة ، دون سنة نشر ، ص 15.

المالية Financial Assets (العملات، الودائع المصرفية، الأسهم، السندات) تعطي صفة أسواق الأصول المالية ولقد تم تقييم الأسواق المالية وفق الأسس الآتية<sup>1</sup>:

- سوق رأس المال (متوسطة وطويلة الأجل) وسوق النقد (قصير الأجل) Capital & Money Market .

سوق فورية (حاضرة) وسوق آجلة (مستقبلية) Spot & Future Market .

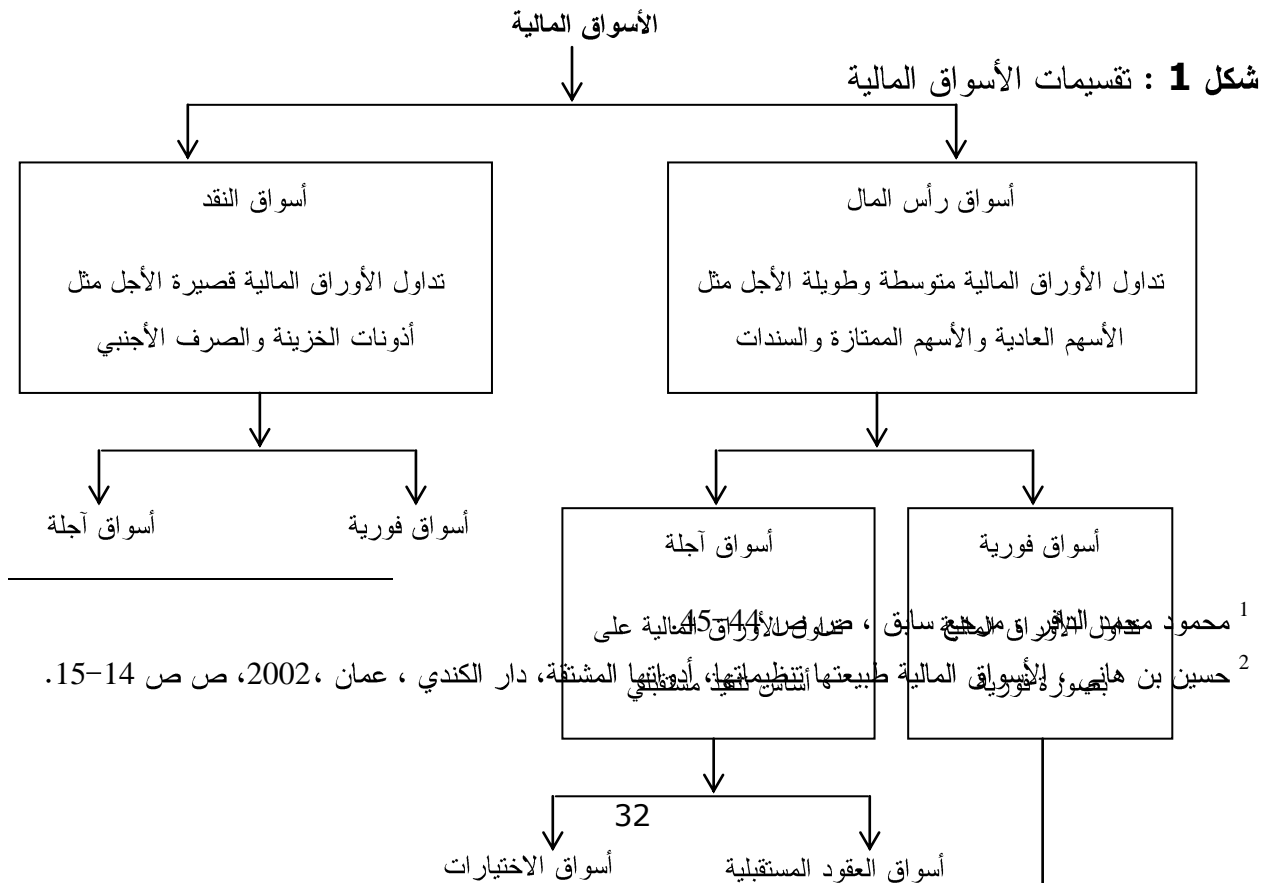
- سوق أولية (إصدار) وسوق ثانوية (تداول) Primary & Secondary Market .

- سوق منظمة (البورصة) وسوق غير منظمة Organized & Non Organized Market .

- سوق الأوراق المالية (دين ملكية) سوق الصرف الأجنبي Securities & Currency Market .

وفي هذا الجزء سنركز دراستنا على أسواق رأس المال والتي يطلق عليها البعض اسم "السوق المالي للاستثمارات طويلة الأجل" والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا.

ومن الخصائص المميزة لهذا النوع أن هذا السوق أقل اتساعا من السوق النقدي، لكنه أكثر تنظيما، حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة أما المؤسسات المالية التي تتعامل فيه فنجد بنوك التنمية الصناعية، البنوك العقارية، وبنوك الاستثمار والأعمال، وصناديق الادخار والتأمين<sup>2</sup>.



**المصدر :** محمود محمد الدافر ، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق ، عمان ،  
2005 ، ص 46 .

يقصد بالسوق الحاضرة أو الفورية، الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم،  
سندات) والتي يتم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع لهذا النوع من الأسواق هو أسواق  
الأوراق المالية Securities Market، وبدورها تنقسم هذه الأسواق إلى أسواق منظمة وغير منظمة،

والأسواق المنظمة تنقسم إلى السوق الأولية Primary Market والسوق الثانوية Secondary Market، وكذلك السوق غير المنظمة تنقسم إلى السوق الثالث Third Market والسوق الرابع Fourth Market.

وفما يلي توضيح لمفهوم كل نوع<sup>1</sup>:

**السوق الأولية:** وهي السوق التي تشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية والتي تتم بهدف الحصول على رأس مال الشركة الأساسي للشركات تحت التأسيس، أو بهدف زيادة رأس المال لشركات قائمة بالفعل، أي بمعنى آخر هي سوق الإصدارات الجديدة.

**السوق الثانوية (سوق التداول):** وهي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وأهم ميزة لهذه السوق أنها توفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية عنصر السيولة، وعليه فالسوق الأولية تستمد فاعليتها من السوق الثانية.

وكلتا السوقين منظمة يجري التعامل بها في أماكن محددة وبأسلوب المزاد العلني أي تعرض فيها كافة أوامر البيع والشراء على كافة المتعاملين في السوق في وقت واحد.

**السوق الثالثة:** هي سوق غير منظمة يجري التعامل فيها بأوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة والهدف من هذه الأسواق هي اجتياز الصعوبات التي غالبا ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية وبسبب تلك الصعوبات قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها على بعض الأوراق المالية بموجب جداول أسعار السوق الرسمية وأهم المؤسسات التي تتعامل في هذا النوع من السوق في المؤسسات الاستثمارية كبيرة الحجم مثل: صناديق المعاشات، حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

**السوق الرابعة:** وهي سوق غير منظمة أيضا يجري التعامل فيها بأوراق مالية غير مقيدة في البورصة، ولا مجال للوساطة في هذا النوع، والسبب في قيامها هو حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة (Blokcs) وهي الكميات التي تبلغ 10000 سهم فأكثر وبأقل تكلفة ممكنة والمتعاملون في هذه السوق هم المؤسسات المالية الكبيرة والأفراد الأغنياء، يتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط

<sup>1</sup> حسين بن هاني، مرجع سابق، ص ص 16-18.

يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة فورية من أجهزة الهاتف، وعليه فالوسيط في هذا النوع من الأسواق لا يقوم بدور السمسار، الأمر الذي يجعل أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسار، هذا بالإضافة إلى أن إبرام الصفقات يتم بسرعة أكبر وبأسعار مرضية.

والسوق الثالثة والرابعة أسواق غير منظمة يجري التعامل فيها في أماكن غير محدودة وغير مركزية ويقوم بعمليات البيع والشراء تجار أفراد يعمل كل منهم في مقر عمله أو وسطاء غير أعضاء في البورصة.

### **3.1. طريقة العمل في البورصة:**

يتم التعامل في البورصة بين طرفين هما البائع والمشتري على أساس العرض والطلب، حيث يتم التعامل بينهما من خلال الوسطاء أو شركات السمسرة، وقد يكون أحد الطرفين محترفا وقد لا يكون.

والشخص المحترف عموما هو ذلك الشخص الذي يكتسب صفة أساسية من عمله في البورصة، ونظرا لخبرته الكبيرة ودرايته الواسعة بأسس التجارة في البورصة، مما تمكنه من اختيار الوقت المناسب سواء للبيع أو للشراء، أو حتى الانسحاب من السوق.

تتأثر الأسعار في البورصة بشكل مباشر بحجم الطلب والعرض وبمقابلتهما ينشأ ما يسمى بسعر التوازن، والذي قد يتغير بالنسبة للسهم الواحد عدة مرات في الدقيقة، وعندما يكون العرض أكبر من الطلب يتجه السعر نحو الانخفاض.

وفي معظم البورصات العالمية لا يتم التعامل على الأوراق المالية إلا من خلال شركات السمسرة، ولا يتم تداول الأوراق المالية إلا بعد قيدها في البورصة بالنسبة للشركات وذلك بعد استيفاء جملة من الشروط التي تضمن سلامة مركزها المالي والمحافظة على سلامة أداء السوق بوجه عام، ويسمى التداول في هذه الحالة "التداول داخل المقصورة"<sup>1</sup>، أما التداول على الأوراق المالية غير المقيدة في البورصة فيعرف بالتداول خارج المقصورة.

**أولا : مراحل تداول الأوراق المالية:**

<sup>1</sup> حسن حمدي ، مرجع سابق، ص 23.

يتضمن هذا العنصر أوامر السوق وتكلفة التعاملات بعد أن يتعاقد العميل أو المستثمر مع إحدى شركات السمسرة يقوم بإصدار أمر بيع أو شراء إلى شركات السمسرة، وعادة ما يكون الأمر واحدا من الأنواع التالية<sup>1</sup>:

### 1. أمر شراء أو بيع بسعر السوق: Market Order

يدل هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق Market Buy Order فإنه يعني الشراء بأقل سعر، أما أمر السوق بالبيع Sell Order بمعنى البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، وهذا النوع من الأوامر يحدث في حالة الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة لا تحدث تغيرا ملموسا في السعر المتعامل به في السوق.

### 2. الأوامر المحددة السعر: Limit Orders

يعتبر هذا النوع من الأوامر الأكثر شيوعا ويعني أن المستثمر يحدد السعر الذي يتم به الشراء أو البيع للسهم أو السند بمعنى آخر يجب على السمسار أن ينفذ الأمر بأفضل سعر ممكن على ألا يتجاوز بهذا السعر الممكن حدا معيناً قررته العميل، والمقصود بأفضل سعر في هذه الحالة يكون الأمر ساري المفعول طوال يوم عمل واحد وينتهي مفعوله مع إقفال التعامل في هذا اليوم. وتنقسم الأوامر المحددة إلى:

#### أ. أوامر يومية: Day Order

إذ يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل بالبورصة.

#### ب. أوامر مفتوحة: Open Order

فيتم التعامل بها طالما لم يتم إلغاؤها، وقد يحدد لمثل هذا النوع فترة زمنية، وفقا لذلك يتم شراء الأسهم بالسعر المحدد إلى أن ينفذ أو يلغى من طرف العميل.

#### ج. البيع على المكشوف: Short Selling

يقوم هذا النوع على قاعدة وجود فترة زمنية بين عملية بيع سهم معين ثم إعادة شراء هذا السهم وذلك على أساس توقعات المستثمر بالاتجاه النزولي للسعر.

#### ثانيا: تكلفة التعاملات: Cost of Trading

<sup>1</sup> محمود عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة، أسهم، سندات، أوراق مالية، ص 65-66.



ترتبط عملية بيع وشراء الأوراق المالية بعدة أنواع من النفقات أهمها العمولة Commissions، والنوع الثاني هو الضرائب على الشراء والبيع (Bid & Ask Price) وتسمى بالضرائب على صناع السوق The Market Makers، والنوع الثالث خاص بمصاريف التنازل ونقل ملكية الأوراق المالية وتظهر أكثر في الصفقات الكبيرة<sup>1</sup>.

### مراقبة السوق:

تقوم إدارة خاصة بمراقبة السوق وعمليات التداول طوال أيام العمل في البورصة وخلال مدة جلسة التداول، بالتأكد من أن جميع العمليات تتم وفقا لقواعد التداول وشروطه، في حالة اكتشاف أي تلاعب أو مخالفة يحق لإدارة المراقبة إلغاء العملية وذلك بعد موافقة رئيس البورصة. وبعد انتهاء جلسة التداول اليومية، تقوم إدارة المراقبة بتحليل بيانات التداول، وفي حالة الاشتباه بوجود أي تلاعب تقوم بإخطار هيئة سوق المال أو الجهة الرسمية الأعلى المختصة بإلغاء العمليات بعد انتهاء التداول.

### تسوية العمليات:

معنى ذلك إعطاء كل طرف من طرفي التداول حقه، إذ تقوم البورصة أثناء جلسة التداول بإرسال جميع العمليات إلكترونيا (عن طريق شبكات خاصة) إلى شركة المقاصة والتسوية والحفظ المركزي المختصة لتقوم بإضافة الأوراق المالية المشتراة إلى شركة السمسرة المشتريّة، وبخصم قيمة هذه الأوراق وسدادها لشركة السمسرة البائعة، وبدورها تقوم شركة السمسرة بتسليم الأوراق المالية للعملاء المشتريين وسداد النقدية المستحقة للعملاء البائعين، ويشترك في هذه العملية ثلاثة أطراف رئيسة هي:

-شركة السمسرة التي تنفذ التداول.

-شركة المقاصة والتسوية والحفظ المركزي.

-شركة إدارة السجلات.

وفي الغالب تستغرق العملية ثلاثة أيام بعد يوم التداول في حالة الأسهم ويوما واحدا بالنسبة للسندات الحكومية.

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد ، مرجع سابق، ص 68.

## - إثبات ملكية العميل للأوراق المالية:

بعد نهاية العمليات السابقة يتم تسجيل ملكية العميل للأوراق التي قام بشرائها في سجلات الحفظ المركزي، حتى تصبح ملكا قانونيا له يحق التصرف فيه بالبيع بعد ذلك<sup>1</sup>.

## - كيفية التعامل الجيد في البورصة:

هناك العديد من الصفات والتفاصيل التي تؤهل الشخص ليصبح متعاملا جيدا في البورصة ويستطيع وضع نظام للتعامل، ويتجسد ذلك من خلال<sup>2</sup>:

- السمات المميزة للمتعاملين في البورصة.

- الاستعداد للتعامل في البورصة.

- نظام التعامل في البورصة.

### 1. السمات المميزة للمتعاملين في البورصة:

- المضاربة في مقابل المقامرة: يعد التعامل في الأوراق المالية مضاربة، الأمر الذي يعني المخاطرة برأس المال، وعادة ما يكون الخاسرون هم المقامرون الذين يراهنون بأموالهم أملا في تحقيق الأرباح، حيث إن معظم المتعاملين غير المحترفين يحبون المقامرة، ويتعامل أولئك الأشخاص نظرا لجو الإثارة، والجدير بالذكر أن هذا الاتجاه محكوم عليه بالفشل في النهاية، حيث إن التعامل في البورصة يعد أحد الأعمال التجارية الجادة وأي شخص يرى الأمور بجدية يتعامل معه على هذا المحمل، حتى وإن كان مؤقتا.

- السمات المكتسبة: يرى "ستيوارت واتسون" الذي يدير شركة "ريندير كابيتال" أن أي شخص يمكنه أن يتعامل في الأسهم وأنه يمكن أن يكتسب هذه المهارات تدريجيا، وقد أثبت "رينشارد دينيس" متعامل أمريكي محترف في البورصة، صحة هذه النظرية من خلال إنشائه مدرسة للأشخاص الذين يرغبون بالتعامل في البورصة وليس لديهم أية خبرة، وقد صار أولئك الأشخاص بالفعل متعاملين محترفين، من خلال الآراء السابقة نجد أنها تتفق في أن التعامل في البورصة يصبح أنجح وأفضل مع اكتساب الخبرات والمهارات.

<sup>1</sup> حسن حمدي ، مرجع سابق، ص ص 25-26.

<sup>2</sup> ديفيدسون ألكسندر ، المضاربة في البورصة التعاملات التجارية التحليل الفني على الفروق المالية، دار الفاروق ، القاهرة ، ص ص 42-43.

- الفئات الزمنية للتعامل: ينقسم التعامل في البورصة إلى ثلاث فئات زمنية كبيرة وهي التعامل اليومي والتعامل قصير وطويل الأجل، والتعامل في كل أو أي هذه الفئات يكون وفقا للقدرات العقلية.

**التعامل اليومي:** في هذا النوع يقوم المتعامل بتسوية مركزه في البورصة يوميا مما ينتج عنه تجنب مخاطر الاحتفاظ بالأسهم لليلة واحدة من جهة ويتوافر للمتعامل وقت محدود لتعويض الأموال التي خسرها.

**التعامل قصير الأجل:** في هذا النوع يكون الاحتفاظ بالأسهم لوقت قصير يتراوح بين يومين إلى خمسة أيام، الأمر الذي يجعل التعامل أكثر مرونة.

**التعامل طويل الأجل:** يتيح هذا النوع من التعامل الاحتفاظ بالأسهم لفترة طويلة من شهر إلى شهرين.

## 2. الاستعداد للتعامل في البورصة:

-عملية التأهيل والإعداد: حتى يكون التعامل جديا في البورصة لا بد من التعامل مع مكتب متخصص يشتمل على أجهزة كمبيوتر وتليفونات أو إنشاء بعض العلاقات مع متعاملين آخرين في البورصة عبر الانترنت.

-الحرص على رأس المال: على الشخص المتعامل في البورصة أن يحرص كل الحرص على رأس ماله فقبل أن يحقق أرباحا، يحتاج إلى تغطية كل تكاليف التعامل بما في ذلك الفرق بين سعري البيع والشراء.

-تنظيم الوقت وتحقيق التوازن: يكون التركيز الكامل في العمل العامل الأساسي في نجاح التعامل في البورصة، فبمجرد الشعور بضعف مستوى التركيز- يجب التوقف مباشرة عن إجراء أي تعاملات، لأن الإخفاق في الالتزام بهذا الشعور قد يؤثر سلبا على العمل في البورصة.

## 3. نظام التعامل في البورصة:

يتطلب التعامل الناجح في البورصة، إلى إنشاء نظام للتعامل بحيث يعد حجر الأساس الذي تبنى عليه الأرباح المستقبلية، ويجب أن يقوم هذا النظام على القواعد التي يتبعها المتعاملون الناجحون كافة من جهة وأن يكون له طابع خاص يميزه عن غيره من جهة أخرى، كما يجب أن يتماشى هذا النظام مع أحوال السوق ويغطي كل الاحتمالات، مع إدخال بعض التعديلات عليه باستمرار إذا اقتضت الحاجة.

وبالإضافة إلى تلك الإرشادات نجد<sup>1</sup>:

- عدم التعامل في البورصة لأغراض التعامل فحسب ولكن محاولة إيجاد سببا يدفع لتحقيق النجاح.
- يجب وضع أهداف للتعاملات على المدى القصير والمتوسط الأجل.
- الاحتفاظ بسجلات التعاملات التجارية وكذلك مفكرة يومية بتفاصيلها.
- عدم المبالغة في الاهتمام في تنويع الأسهم، لكن محاولة اختيار تلك التي ممكن أن تحقق أرباحا.
- تجنب الاستجابة إلى التحركات المؤقتة لأسعار الأسهم التي يقوم بها صانعو السوق لتعزيز عملية البيع والشراء.

#### 4.1. كفاءة الأسواق المالية:

أولا: خصائص السوق المالي الجيد:

يتطلب قيام سوق مالي نظامي وقومي يعمل على توفير السيولة المطلوبة لتحقيق النمو الاقتصادي المرغوب مجموعة من الخصائص والعوامل الضرورية، أهمها<sup>2</sup>:

1. وجود كل العناصر التي تقوم بإصلاح أي خلل في التسعير إن وجد مثل أدوات ضبط حركة الأسعار كوجود متخصصون، كما ويجب أن تكون تكاليف المعاملات معقولة (بيعا وشراء) على كل صفقة.
  2. أن تكون أسعار الأوراق المالية مبنية على أساس المعلومات الاقتصادية أو السياسية وليس على أساس الشائعات.
  3. أن يكون عدد المتعاملين في السوق المالي كبير حتى لا تتأثر الأسعار بقوى داخل السوق، أي أن يكون المتعاملون متلقين للسعر وليس فراضين له.
- هذا ويضيف البعض العوامل التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> ديفيدسون ألكسندر ، مرجع سابق ، ص 51.

<sup>2</sup> السعودي جمال الزيدانين ، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان ، 1999 ، ص 227.

<sup>3</sup> حسين بن هاني ، مرجع سابق، ص 35.

- وجود نظام معلومات يتسم بالشمولية والشفافية.
- الاستقرار السياسي والاقتصادي للدولة.
- توفر بنية هيكلية مالية، واستقرار السياسة المالية للدولة.
- وجود وسطاء ماليين يتمتعون بخبرة وكفاءة.
- استقرار وعدالة النظام الضريبي.
- توفر القنوات الاستثمارية المناسبة للموجودات الرأسمالية.

## 2. الاستقرار المالي العالمي ومؤشراته

اجتاز الاستقرار المالي العالمي اختبارا مهما ، فقد ازدادت مخاطر الائتمان والسوق وأصبحت هذه الأخيرة أكثر تقلبا ، وبدأت الأسواق تدرك مدى تدهور الانضباط الائتماني في السنوات الأخيرة ، ولا سيما في السوق الأمريكية للقروض العقارية منخفضة الجودة وسوق القروض التمويلية ، حيث شهدت الأسواق المالية تغيرا جذريا وتوسعا سريعا ، مدفوعا برفع القيود التنظيمية والتحرير والعملة فضلا عن التقدم المحرز في تكنولوجيا المعلومات والكمبيوتر ، فقد استحدثت الأسواق أدوات مالية جديدة متطورة ، وازدادت سهولة وسرعة تنفيذ المعاملات المالية زيادة بالغة .

وعلى الرغم من أن هذه التغيرات كانت مفيدة في المجل ، حيث أدت إلى زيادة الكفاءة في توزيع رؤوس الأموال ، فقد اقترنت باضطرابات مالية متكررة تمثلت في الأزمات والانهيئات التي لم تهدد فقط الاقتصادات الوطنية والاقليمية ، بل مست الاقتصاد العالمي أيضا ، والتي منها أزمة 1987 الخاصة بالتحركات الحادة في أسعار أسواق الأسهم الأمريكية ، وأزمة 1997 وغيرها من الأزمات التي سيتم التطرق إليها في المبحث الموالي ، الأمر الذي أبرز أهمية استهداف الاستقرار المالي بحد ذاته كأحد أهداف السياسات الاقتصادية.

### 1.2 ماهية الاستقرار المالي وأهميته :

أبسط وأقصر تعريف للاستقرار المالي هو تجنب وقوع الأزمات ، وبالتالي يجب التركيز على مفهوم الأزمة المالية ، والتي من بين تعاريفها هي فقدان الثقة في عملة البلد ، أو أحد أصولها المالية الأخرى ، مما يتسبب في سحب المستثمرين الأجانب لرؤوس أموالهم من البلد<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> international economics glossary , on Sep 30,2010.

كما يرى البعض أن الاستقرار المالي هو حالة يكون فيها النظام المالي الذي يضم الوسطاء الماليين والأسواق والبنى التحتية في الأسواق قادرا على تحمل الصدمات وكشف الاختلالات المالية في عملية الوساطة المالية<sup>1</sup>

كما يرد في تعريف آخر للاستقرار أنه : العمل على التأكد من قوة وسلاسة عمل جميع مكونات النظام المالي ، مما ينضوي على التشنجات والتوترات في هذا الجهاز بما ينعكس سلبا على الاقتصاد<sup>2</sup> .  
من خلال هذا التعريف يمكن فهم الاستقرار المالي من خلال :

- استقرار جميع مكونات النظام المالي .

- استقرار أسواق المال والأنشطة المرتبطة بها .

ومن أهم المؤسسات التي تستوجب عناية خاصة هي المصارف التجارية لأهميتها وحساسيتها ولتاريخها المرتبط بالأزمات حين وقوعها، سواء كانت هي مبعث تلك الأزمات أو غيرها.

### الإمكانات اللازمة لاستقرار النظام المالي :

تتمثل الإمكانات اللازمة لاستقرار النظام المالي في<sup>3</sup> :

- تيسير كفاءة توزيع الموارد الاقتصادية حسب المناطق الجغرافية ومع مرور الوقت، إلى جانب العمليات المالية والاقتصادية الأخرى ( الادخار والاستثمار، الإقراض والاقتراض، خلق السيولة وتوزيعها، تحديد أسعار الأصول، تراكم الثروة ونمو الناتج ) .
- تقييم المخاطر المالية وتسعييرها وتحديدها وإدارتها .
- استمرار القدرة على أداء هذه الوظائف الأساسية حتى مع التعرض للصدمات الخارجية أو في حال تراكم الاختلالات .

---

[www.personal.umich.edu/alandear/glossary/f.html](http://www.personal.umich.edu/alandear/glossary/f.html)

<sup>1</sup> Lucas Papademos, financial stability and macro prudential supervision objectives, instruments and the role of the ECB at the conference “the ECB and its watchers x1, Frankfurt,4-09-2009” www.ecb.int/press/key/date/2009/html-le 5.10.2010.

<sup>2</sup> أحمد مهدي بالوافي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي- تحليل تجريبي- مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة صندوق النقد الدولي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2008-1429

<sup>3</sup> Aerd Houben, Jan Kakes and Garry Schinasi, toward a framework for safeguarding financial stability, international monetary fund, june 2004, p11.

إن حدوث الاضطراب في أحد عناصر النظام المالي \_ المتمثلة في البنية التحتية ( النظم القانونية، نظم المدفوعات، نظم التسوية والنظم المحاسبية )، والمؤسسات ( البنوك، شركات الأوراق المالية، المؤسسات الاستثمارية ) والأسواق ( الأسهم، السندات، النقد، والمشتقات ) \_ من شأنه أن يضعف الاستقرار في النظام بأكمله ، غير أنه في حالة كفاءة النظام على نحو يسمح له بأداء وظائفه التيسيرية الأساسية، فإن أي مشاكل تصيب أحد عناصره لن تؤثر بالضرورة على الاستقرار الكلي، لأن النظام المالي المستقر هو النظام القادر على الحد من الإختلالات وتسويتها بعدة سبل منها آليات التصحيح الذاتي قبل أن تسفر عن وقوع أزمة، كما يعد النظام المالي مستقرا إذا لم يتوقع تأثر النشاط الاقتصادي باختلالات .

### أهمية الاستقرار المالي :

يمكن إدراك أهمية الاستقرار المالي من خلال :

- أن الإضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي، فقد أشار تقرير منتدى "الاقتصاد العالمي" ، الذي صدر في جانفي 2008 تحت عنوان "المخاطر العالمية 2008" إلى أن النظم المالية المضطربة ، وخاصة أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت في أمريكا في 2007، تمثل تحديا كبيرا يؤثر على استقرار الاقتصاد العالمي، وعليه فقد طالب التقرير بزيادة التدخل في الأسواق للتقليل من حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر.
- غياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي، حيث نجد أن صندوق النقد الدولي<sup>1</sup> قد أعاد النظر في توقعاته بشأن النمو الاقتصادي لعام 2008-2009 ، ففي مراجعاته الصادرة في أبريل 2008 ذكر الصندوق أنه كلما زادت حدة الأزمات المالية وطالت فترة بقائها كلما قلت معدلات النمو الاقتصادي. كما جاء في مذكرة بعثت إلى نواب وزراء المالية في مجموعة العشرين أنه بينما كان النمو خلال النصف الأول من العام 2010 أقوى من المتوقع، إلا أنه من المتوقع الآن أن تتراجع وتيرته حتى نهاية العام والنصف الأول من العام القادم 2011، كما حذر الصندوق من مخاطر كبيرة على تعافي الاقتصاد العالمي من تبعات الأزمة المالية

<sup>1</sup> صندوق النقد يحذر من تراجع النمو الاقتصادي العالمي، على الموقع الإلكتروني بتاريخ 4-10-2010 :

<http://aldefaa3.com/almogtarbeen.mvc.aspx/show/240/3/12>

- انتشار الاضطرابات المالية على نطاق واسع على مستوى الاقتصاد المحلي والعالمي، فالاهتزازات المالية تحدث تأثيرا متزايدا على كل من قنوات الائتمان المصرفية وغير المصرفية في الاقتصادات المتقدمة<sup>1</sup>، وخير دليل على ذلك أزمة الرهن العقاري الأمريكية حيث يلاحظ تشديد معايير الاقراض المصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا الغربية، وتراجع حركة إصدار الأوراق المالية المهيكلة، وشدة اتساع فروق العائد على سندات دين الشركات، كما أثر التوتر الذي أصاب الأسواق المالية على أسواق النقد الأجنبي، فقد زاد انخفاض سعر الصرف الحقيقي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه في 2007 في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية في السندات والأسهم الأمريكية، والذي أحدثه انخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها .

- نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة، الاقتصادية، السياسية والاجتماعية.  
- يؤدي الاضطراب وعدم الاستقرار في النظام المالي إلى التأثير على تنفيذ وفعالية السياسة النقدية، في حين أن استقرار الاقتصاد الكلي يساعد في تقليل المخاطر التي يتعرض لها النظام المالي<sup>2</sup> .

## 2.2. المبادرات الخاصة بتحقيق الاستقرار المالي:

لقد أصبح أمر تحقيق الاستقرار المالي يحتل الصدارة ضمن الاهتمامات الرئيسية التي تشغل بال أعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي، حيث لا يكاد يخلو بنك مركزي من وحدة خاصة ينصب عملها على الاستقرار المالي بإصدار التقارير والدراسات وتوجيه التحذيرات والتنبيهات والمبادرات التي يمكن ذكرها:

- إنشاء معهد خاص بالاستقرار المالي من قبل بنك التسويات الدولية ولجنة "بازل" عام 1999 على إثر أزمة جنوب شرق آسيا بهدف مساعدة هيئات الرقابة المالية على مستوى العالم على تقوية وتمتين أنظمتها المالية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، ملخص وافي على البيئة الاقتصادية العالمية، ص 20

<sup>2</sup> durmus yilmaz governor, financial security and stability, central bank of the republic of Turkey Istanbul ,june2007 for mor information see [www.oecd.org/data\\_oecd/27/49/38797677.pdf](http://www.oecd.org/data_oecd/27/49/38797677.pdf)



- إنشاء منتدى خاص بالاستقرار المالي في أبريل 1999 من قبل ست وعشرين سلطة مالية محلية وعالمية من دول متقدمة ، بغرض المساهمة في الاستقرار المالي العالمي، من خلال تبادل المعلومات والتعاون في مجالي الإشراف والمراقبة من قبل الجهات المختصة<sup>2</sup> .
- إستحداث خارطة من قبل صندوق النقد الدولي يحاول من خلالها التنبؤ بالأزمات قبل حدوثها ، كما أن الصندوق أصبح يصدر تقريراً دورياً مرتين في السنة يحاول من خلاله رصد التوترات المالية احتوائها والحد من انتشارها.

### 3.2. تحليل الاستقرار المالي ومؤشراته:

لا يزال تحليل الاستقرار المالي حديث العهد مقارنة بتحليل الاستقرار النقدي والاقتصادي الكلي، ويدرك كل من يحاول تعريف الاستقرار المالي أنه ما من نموذج أو إطار تحليلي مقبول على نطاق واسع لتقييم الاستقرار المالي أو قياسه، فقد بدأ مؤخراً فقط إعداد المؤشرات المالية التي يمكنها إنذار صناع السياسات بالمشاكل المحتملة في الاقتصاد الحقيقي

يرى "غازي الشينازي" أن تحليل الاستقرار المالي يتوافق، إلى حد ما، مع تحليل السلامة المالية الكلية المتعارف عليه فهو يعتمد على مؤشرات قياسية (مؤشرات الحيطة الكلية)، مثل بيانات الميزانيات العمومية التي تشكل انعكاساً للمراكز المالية حسب القطاع (الأسر المعيشية والشركات)، والنسب بين صافي الدين والدخل، ومقاييس مخاطر الطرف الآخر (مثل فروق العائد)، والسيولة وجودة الأصول (مثل القروض المتعثرة)، والمراكز المفتوحة بالعملة الأجنبية، ومستوى التعرض للمخاطر حسب القطاع ، مع توجيه اهتمام خاص لمقاييس تركيز المخاطر، وجميع هذه المؤشرات هي في الغالب مؤشرات للسلامة المالية الكلية مجمعة على مستوى الاقتصاد الكلي، ولتقييم مدى استقرار النظام المالي بأكمله يتعين الاستعانة بمجموعة أكبر من المؤشرات التي ترصد الأوضاع في الأسواق المهمة، بما في ذلك أسواق النقد المتداول بين البنوك، وإعادة الشراء، والسندات والأسهم والمشتقات، وتتضمن المؤشرات الأخرى ذات الصلة مقاييس حجم السيولة في الأسواق (مثل الفرق بين سعري الشراء والبيع)، ومستويات عدم اليقين والمخاطر في الأسواق<sup>3</sup> .

وقبل أن نتطرق لهذه المؤشرات علينا أن نشير باختصار للنقاط التالية:

<sup>1</sup> يوم الزيارة 2010-10-05 . [www.bis.org/fsi/aboutfsi.htm](http://www.bis.org/fsi/aboutfsi.htm) , The financial stability institute

<sup>2</sup> يوم الزيارة: 2010-10-05 . [www.fsforum.org/home/home.html](http://www.fsforum.org/home/home.html)

<sup>3</sup> غازي الشينازي، الحفاظ على الاستقرار المالي، صندوق النقد الدولي، 2005، ص 8.

- تعريف مؤشرات الحيطة الكلية وأهميتها.

- كيف يمكن استخدام هذه المؤشرات.

- كيفية قياس مؤشرات الحيطة الكلية.

## 1. تعريف مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي:

مؤشرات الحيطة الكلية هي مؤشرات تدل على مدى سلامة واستقرار النظام المالي، وتساعد على تقييم مدى قابلية القطاع المالي للتأثر بالأزمات المالية والاقتصادية، وهي أيضا تعمل كأداة للإنذار المبكر (EWS) Early Warning System في حالات تعرض الجهاز المصرفي المالي للخطر<sup>1</sup>.

### أهميتها:

- تسمح بأن يكون تقييم سلامة النظام المالي مبنيا على مقاييس كمية موضوعية.

- تساعد على تكريس مبدأ الشفافية والافصاح وإتاحة كافة المعلومات لعملاء السوق والجمهور.

- تسمح بمقارنة الأوضاع عبر الدول.

- تعمل على معيارية النظم المحاسبية والاحصائية من خلال استخدام نفس المؤشرات التي تسهل المقارنة وطنيا وعالميا.

- تعمل على كشف مخاطر انتقال عدوى الأزمات المالية والعمل على التقليل من حدتها أو التنبؤ بها قبل حدوثها ، حتى يستطيع صانع السياسة التعامل معها بشكل سليم وبسرعة.

## I. كيف يمكن استخدام مؤشرات الحيطة الكلية:

يتم استخدامها بالطريقة التالية:

- إن التقييم الشامل لمدى كفاءة الأطر المؤسسية والتنظيمية للقطاع المالي أمر مهم، وهذه الأطر تشمل هيكل النظام المالي والأسواق والمعايير المحاسبية ومتطلبات الإفصاح ودرجة الشفافية وطريقة تصنيف القروض ونسب الاحتياطي القانوني والاختياري (الاحتياطي الفائض) ودرجة

<sup>1</sup> أحمد طلفاح، مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي ، المعهد العربي للتخطيط، أبريل 2005، ص 1.

الرقابة المصرفية المستخدمة ونوعيتها والبنية الأساسية القانونية(خصوصا فيما يتعلق بإجراءات الإفلاس وحجز الاحتياطي)، كما يدخل أيضا في تقييم المستوى العام للأجور في الدولة وشبكات الأمان الاجتماعي.

- عن طريق الجمع بين مؤشرات الحيطة الكلية (هي في الأساس متغيرات كمية) ومؤشرات كفاءة الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية للقطاع المالي، تكتمل الصورة عن مدى سلامة القطاع المالي.

وبوصف أن أهمية كل مؤشر قد تختلف من بلد لآخر حسب الأوضاع التي يمر بها البلد المعني، فإن مؤشرات الحيطة الكلية ينبغي أن لا تستخدم بطريقة آلية ، ويجب أن يستند التقييم إلى مجموعة شاملة من المؤشرات مع مراعاة البنيان الكلي والوضع الاقتصادي للبلد المعني ونظامه المالي<sup>1</sup> .

### كيفية قياس مؤشرات الحيطة الكلية:

- على المستوى الفردي للمصارف، من المهم توفر المعلومات عن الميزانية وحساب الأرباح والخسائر في وقت مناسب وبصورة شفافة تضمن حد أدنى من الإفصاح.

- أن تقوم السلطات النقدية بنشر دقيق منهجي ومتسق عبر الزمن للإحصاءات النقدية والمصرفية التجميعية بما في ذلك تدفق الأموال أو الميزانيات التجميعية للقطاع المصرفي والمالي.

- بيانات المسح النقدي التي يستخدمها وينشرها صندوق النقد الدولي هي أحد المصادر الهامة لمقارنة الدولة وهي قد تمثل حجر الزاوية في بناء قاعدة بيانات نقدية دولية تستخدم لتكوين مؤشرات الحيطة الكلية.

وقد أعد صندوق النقد الدولي بيانا أساسيا يشتمل على هذه المتغيرات ضمن المجموعة الأساسية والمحبذة لمؤشرات السلامة المالية، والجدول التالي يوضح ذلك :

### جدول رقم 1 : مؤشرات السلامة المالية

<sup>1</sup> أحمد طلفاح، 2005 ، مرجع سابق، ص 2.

<p>-نسبة رأس المال المقررة من الأجهزة الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر.</p> <p>نسبة رأس المال الأساسي المقرر من الأجهزة الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر</p>	<p>المؤشرات الأساسية</p> <p>شركات تلقي الودائع</p> <p>كفاية رأس المال</p>
<p>نسبة القروض المتعثرة ناقص المخصصات إلى رأس المال .</p> <p>-نسبة القروض المتعثرة إلى مجموع القروض الإجمالية</p> <p>نسبة التوزيع القطاعي للقروض إلى مجموع القروض</p> <p>-العائد على الأصول</p> <p>العائد على أسهم رأس المال</p>	<p>جودة الأصول</p> <p>الإيرادات والربحية</p>
<p>نسبة هامش الفائدة إلى إجمالي الدخل</p> <p>نسبة المصروفات غير الفوائد إلى إجمالي الدخل</p> <p>-نسبة الأصول السائلة إلى مجموع الأصول</p> <p>نسبة الأصول السائلة إلى الخصوم قصيرة الأجل</p> <p>-نسبة صافي المركز المفتوح بالعملة الأجنبية إلى رأس المال</p>	<p>السيولة</p> <p>الحساسية لمخاطر السوق</p>

--	--

## المؤشرات المحبذة

شركات تلقي الودائع

-نسبة رأس المال إلى الأصول

نسبة الانكشافات الكبيرة إلى رأس المال

نسبة التوزيع الجغرافي للقروض إلى مجموع القروض

نسبة مركز الأصول الإجمالية في المشتقات المالية إلى رأس المال

نسبة مركز الخصوم الإجمالية في المشتقات المالية إلى رأس المال

نسبة مكاسب (خسائر) تداول النقد الأجنبي إلى مجموع الدخل

نسبة المصروفات على العاملين إلى المصروفات غير الفوائد

الفرق بين سعر الفائدة المرجعي على القروض وعلى الودائع

الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر للفائدة بين البنوك

نسبة ودائع العملاء إلى مجموع القروض (غير القروض بين البنوك)

نسبة القروض المقومة بالعملات الأجنبية إلى مجموع القروض

نسبة الخصوم المقومة بالعملات الأجنبية إلى مجموع الخصوم

نسبة صافي المركز المفتوح في أسهم رأس المال إلى رأس المال

-نسبة الأصول إلى مجموع أصول النظام المالي

نسبة الأصول إلى إجمالي الناتج المحلي

-نسبة مجموع الدين إلى أسهم رأس المال

العائد على أسهم رأس المال

الشركات المالية

الأخرى

الشركات غير

المالية

نسبة الإيرادات إلى مصروفات الفائدة وأصل الدين	
نسبة معاملات العملات الأجنبية إلى أسهم رأس المال	
عدد طلبات الحماية من الدائنين	
-نسبة دين الأسر إلى إجمالي الناتج المحلي	الأسر المعيشية
نسبة مدفوعات خدمة الدين والأصل في قطاع الأسر إلى الدخل	
-متوسط الفرق بين سعري الشراء والبيع في سوق الأوراق المالية لنسبة المتوسط	حجم السيولة في السوق
لحجم التعاملات اليومية في سوق الأوراق المالية	
-أسعار العقارات	سوق العقارات
نسبة قروض العقارات السكنية إلى مجموع القروض	
نسبة قروض العقارات التجارية إلى مجموع القروض	

المصدر : غاري الشينازي، الحفاظ على الاستقرار المالي، صندوق النقد الدولي، 2005 ، ص9 .

## المبحث الثالث : دراسة الأزمات المالية :

يعد حقل إدارة الأزمات من الحقول الإدارية الحديثة، وقد نمت أسس هذا الحقل ومفاهيمه ومحاوره المتعددة بصورة بارزة خلال السنوات الأخيرة، وقد يرجع السبب لكثرة الأزمات التي تعصف وتواجه المنظمات، وعلى الرغم من حجم التطور الذي شهده مجال إدارة الأزمات، إلا أنه لم يكتمل بعد فهو يبحث دائما عن الجديد الذي يتعلق بالأزمات ذات الطبيعة المتجددة والتي لا تنتهي، ولا يزال الباحثون في هذا الحقل يبحثون بصورة مستمرة عن الأسس والأساليب والسياسات والإجراءات التي تجعل من حقل إدارة الأزمات علما وفنا قادرا على مواجهة الأزمات بأشكالها المختلفة وفي مجالاتها المتباينة في ظل عالم سريع التطور والتغير، وبما يجعله أيضا قادرا على الخروج من الأزمات بنجاح مع تحقيق البقاء للمنظمات بدلا من الانكسار والهزيمة أمام أعراض الأزمات ونتائجها.

ويجب أن نعترف بأنه ليس معنى النجاح في تجاوز الأزمة والقضاء عليها ضمان بعدم حدوثها مرة أخرى فالأزمات لا تمنح المناعة للمنظمات أو المجتمع الذي حدثت فيه لأنها من الصعب أن تأتي بنفس الأسلوب والحجم والآثار والأسباب ، ولكنها تأتي متطورة بما يتناسب مع ما تركته الأزمة السابقة من آثار ومع ما حدث من تغيير القوى المتصارعة التي يمكن أن يمثل احتكاكها مع بعضها مرة أخرى بداية صناعة أزمة جديدة.

لكل أزمة سلوك تسير عليه ومسارات تتخذها بعضها يمكن التنبؤ به والبعض الآخر يصعب تحديده أو توقع اتجاهاته ، ومن خلال أداء الأزمة وإفرازات نتائجها وتتبعات أحداثها وتراكم معالمها يتضح التأثير الأدائي الذي أحدثته داخل المجال الذي حدثت به سواء كان منظمة أو مجتمع، والأزمة موقف يحتاج إلى جهود كبيرة للتعرف على متغيراته وتفسير ظواهره ومحاولة السيطرة على أحداثه وتجنب مخاطره ، والتعامل مع هذا الموقف يستلزم توافر رؤية متعمقة للأحداث السابقة لمعرفة أسباب الأزمة والظروف والتربة الخصبة التي أتاحت لها الوجود ، كما يستلزم ذهننا متفتحا لإدراك جميع الأبعاد المحيطة بالأزمة وأخيرا رؤية مستقبلية لتوقع ما سيحدث من تطورات.

### 1. مدخل للأزمات

تعددت المداخل لدراسة الأزمات ، لذلك نجد أن كل علم يتناولها من زاوية مختلفة، فمثلا تتحدد الأزمة من وجهة نظر "الاقتصاديين" من خلال معايير مختلفة مثل التضخم والبطالة والركود... الخ، بينما يرجع علماء "الاجتماع" الأزمات إلى عدم المساواة الاجتماعية ونقص الدوافع والحوافز أو انهيار نظام الأسرة



وتدهور المجتمع، أما علماء "النفس" فيرجعون الأزمة بمثابة انهيار لكيان الأفراد وشعورهم بانعدام أهميتهم ويرجعون ذلك إلى دوافع غريزية أو تأثير قوى اجتماعية غير واعية<sup>1</sup>.

ومصطلح الأزمة مشتق من الكلمة اليونانية Krisis والتي تعني "لحظة القرار" Moment of Decision، وفي التراجم الإغريقية القديمة فإن الأزمات هي مواقف تحتاج إلى صناعة القرار، والأزمات تشكل نقاط تحول تاريخية حيث تكون القرارات والخيارات الإنسانية قادرة على إحداث تغييرات أساسية وجوهرية في المستقبل<sup>2</sup>.

والأزمة مصطلح قديم ترجع أصوله التاريخية إلى الطب الإغريقي -نقطة تحول- بمعنى أنها لحظة قرار حاسمة في حياة المريض وهي تطلق للدلالة على حدوث تغيير جوهري ومفاجئ في جسم الإنسان، وقد تم اقتباس هذا المصطلح في القرن السابع عشر للدلالة على ارتفاع درجة التوتر في العلاقات بين الدولة والكنيسة وبحلول القرن التاسع عشر تواتر استخدامها للدلالة على ظهور مشكلات خطيرة أو لحظات تحول فاصلة في تطور العلاقات السياسية والاقتصادية والاجتماعية.

وفي عام 1937م عرفت دائرة معارف العلوم الاجتماعية الأزمة بأنها: "حدث خلل خطير ومفاجئ في العلاقة بين العرض والطلب في السلع والخدمات ورؤوس الأموال"<sup>3</sup>، وقد تعددت تعريفات الأزمة، فاختلقت في بعض الجوانب، واتفقت في جوانب أخرى، ومن بين هذه التعريفات نجد:

- يقول "Steve Albert"<sup>4</sup> عن الأزمة بأنها: "تلك الحدث السلبي الذي لا يمكن تجنبه أي كانت درجة استعداد المنظمة." (موقف الأزمة).

- ويعرفها "أوران يونج" -كاتب سياسي-: "الأزمة هي تداع سريع للأحداث يؤدي إلى تنشيط عناصر عدم الاستقرار في النظام الدولي أو في نسقه الفرعية على نحو غير مألوف يزيد من احتمالات اللجوء إلى العنف"<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> عبد المجيد قدرى علي ، اتصال الأزمة وإدارة الأزمات، الدار الجامعية الجديدة ، مصر ، 2008 ، ص 62.

<sup>2</sup> يوسف أحمد ، إدارة الأزمات، مدخل متكامل، أبو قارة أثير للنشر ، عمان ، 2009 ، ص 22.

<sup>3</sup> محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر ، عمان ، 2007 ، ص 8.

<sup>4</sup> درمان سليمان صادق ، دور التفكير الإبداعي في معالجة الأزمات التسويقية ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة دهوك ،

العراق ، دون سنة ، ص6 ، على الموقع الإلكتروني بتاريخ 2011-4-16 :

[www.dr-al-adakee.com/sound/.../aln3esa-1216470336.doc](http://www.dr-al-adakee.com/sound/.../aln3esa-1216470336.doc)

<sup>5</sup> إدارة الأزمات والكوارث المدرسية على الموقع الإلكتروني بتاريخ 2011-4-16 :

<http://www.7eda.com/vb/t25179.html>

- ويعرفها "كورال بيل": "الأزمة هي وصول عناصر الصراع في علاقة ما إلى المرحلة التي تهدد بحدوث تحول جذري في طبيعة هذه العلاقات مثل التحول من السلم إلى الحرب في العلاقات الطبيعية بين الدول".

- كما يرى آ "صلاح عباس" خبير استشاري دولي في الإدارة: "أن الأزمة هي تأثيرات حدث معين تخطت حدود الحادث لتؤثر على النظام ككل وتشكل تهديدا لمستقبل المنظمة وتهدد الخطط الرئيسية التي تقوم عليها"<sup>1</sup>

- ومن بين أهم التعريفات نجد تعريف " Mitroff & Pauchomt " -1992- باعتبارها حالة تمزق تؤثر على النظام كله وتهدد افتراضاته الأساسية ومعتقداته الداخلية وجوهر وجوده <sup>2</sup>. (موقف الأزمة وما يتضمنه من تهديد وخطر).

- ويعرفها "Pauchomt & Dourlle" -1993- بأنها مواقف مربكة تواجه المنظمة أو النظام كله وتتحدى الافتراضات الأساسية المتعارف عليها ومستحدثه وتؤدي فيما بعد لاستجاب دقيق للنظام والافتراضات الأساسية بواسطة أعضاء هذا النظام.

- ويرى بعض الباحثين أن الأزمة هي مدة التغيير المفاجئ التي تتشكل وتتكون خلالها منظومة جديدة بصورة كلية، والأزمة لا تشمل فقط المخاطر Risks والتهديدات Threats والصراع Conflict والحوادث Accidents وعدم الاستقرار Instability، بل أن الأزمة تشمل أيضا الفرص<sup>3</sup> Oppotumtes.

من خلال كل التعريفات السابقة نجد أن الباحثين قد اختلفوا في تعريفهم للأزمة، فمنهم من اعتمد على موقف الأزمة وما يتضمنه من تهديد أو خطر في تعريفه لها، ومنهم من ركز على نتائج الأزمة وجوانبها، ومنهم من تطرق لها من خلال جوانبها الإيجابية والسلبية ، ومنهم من اعتمد على الاستجابة المطلوبة لمواجهةها، غير أن هذه التعاريف تشترك في اعتبار الأزمة موقفا يواجه صناع القرار في المنظمة بحيث تتلاحق فيه الأحداث وتتشابك الأسباب بالنتائج ويزداد الأمر سوءا إذا ضاعت وضعفت قدرة صناع القرار في السيطرة والتحكم على ذلك الموقف وعلى اتجاهاته المستقبلية.

### خصائص الأزمة Characteristics of Crisis

<sup>1</sup> صلاح عباس ، إدارة الأزمات في المنشآت التجارية، مؤسسات شباب الجامعة ، الاسكندرية ، 2007 ، ص 30.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدرى علي ، مرجع سابق، ص 64.

<sup>3</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق، ص 24.

لا يخلو شيء من صفات وخصائص تميزه عن غيره ومن بين الكتابات في خصائص الأزمة نجد أن Steve Albert في كتابه -إدارة الأزمات- صنفها إلى ست خصائص هي<sup>1</sup>:

1. المفاجأة: أي أن الأزمة تحدث بشكل مفاجئ وبدون سابق إنذار، بحيث تسبب حالة عالية من التوتر العصبي والتشتت الذهني، وتستحوذ على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والافراد<sup>2</sup>.
2. نقص المعلومات: وجود نقص واضح في المعلومات والبيانات اللازمة في أثناء وقوع الأزمة، بما ينعكس في صورة من عدم وضوح الرؤية لدى صناع القرار مما يؤدي إلى عدم القدرة على تحديد الاتجاهات السليمة لصناعة القرارات الفاعلة<sup>3</sup>.
3. تصاعد الأحداث: يؤدي توالي الأحداث بسرعة إلى تضيق الخناق على من يمر بالأزمة، وعلى صاحب القرار، كما يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة هذه الأحداث.
4. فقدان السيطرة: إذ إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة صاحب القرار وتوقعاته عن الأمور العادية.
5. حالة الذعر: وهذا ناجم عن عدم القدرة على تقدير ما يحمله المستقبل للمنظمة إذ إن هناك احتمالات وتوقعات سلبية كثيرة قد تعصف بها مستقبلاً، مثل تأثر سمعتها (سلبياً)، وفقدان بعض المديرين الجيدين لمواقع إدارية مهمة وزيادة حدة الصراع بين الأطراف في المنظمة، والخسارة المالية والسوقية، وربما وقوع انهيار كامل للمنظمة.
6. غياب الحل الجذري السريع: فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى حل جذري، فضلاً عن غياب هذا الحل أصلاً، بل تهدد بتدمير سمعة المؤسسة، وهنا لا بد من المفاضلة بين عدد محدود من الحلول المكلفة واختيار أقلها ضرراً.

فضلاً عن هذه الخصائص ذكر باحثون آخرون بعض الصفات الأخرى منها:

- تتسم الأزمة بدرجة عالية من التعقيد والتداخل في العناصر والمسببات، ودرجة عالية من التناقض بين أصحاب المصالح Stakeholders وهذا يؤدي إلى تغييرات جوهرية في طبيعة العلاقات القائمة وإلى حدوث علاقات جديدة.

<sup>1</sup> محمود جاد الله ، مرجع سابق، ص 20.

<sup>2</sup> سيد عليوة ، إدارة الأزمات والكوارث، دار الأمين للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2004 ، ص 14.

<sup>3</sup> يوسف أحمد ، إدارة الأزمات، مدخل متكامل، مرجع سابق، ص 27.

- محدودية المدة الزمنية اللازمة وهي من الأمور المختلف عليها بين الباحثين فهناك من يرى أن هذه المدة لا تتجاوز ثماني ساعات، وآخرون يحددونها بثلاثة أيام، والبعض يقدرها بأسبوع أو أسابيع، ويعتمد طول هذه المدة -وفقا لآراء الباحثين- على حجم المنظمة وطبيعة أعمالها.

- تمثل الأزمة نقطة تحول جوهري تنطوي على درجة من الغموض وعدم التأكد والمخاطرة، وتتطلب الأزمة معالجة خاصة، وإمكانات ضخمة.

وبإمعان النظر في هذه الخصائص نجد أن القدرة الإدارية لمواجهة الأزمة يجب أن تكون على درجة عالية من الشجاعة والحلم والنظر الثاقب فيما يجب فعله حسب الأولويات بما يساهم في حل الأزمة والخروج منها بأقل الخسائر وأحسن النتائج.

### المناخ المناسب لحدوث الأزمات:

تركز الأزمات عند حدوثها على منظمات تمتاز بمميزات هي<sup>1</sup>:

1. التنظيمات التي تدار بنظام البيروقراطية.
2. ضعف الاتصال بين الإدارات ومواقع العمل.
3. إهمال دراسة السوق والمنافسين.
4. عدم وضوح الأهداف الإستراتيجية بعيدة المدى.
5. ضعف روح الانتماء والالتزام للعمل.
6. ذهاب الحماس وسيادة اللامبالاة.

### 2.1. أسباب، مراحل وأنواع الأزمات :

#### 1.2.1. أسباب الأزمة ودوافعها:

إن أسباب الأزمة تتفاوت من حيث درجة ظهورها، ولذلك فلا يمكن لأي منظمة أن تتجح في إدارة أي أزمة والتعاطي معها بفاعلية إذا لم تتجح في معرفة أسباب نشوء هذه الأزمة، إذ إن ذلك يمكنها من الاستفادة من نقاط الضعف في الأزمة وتحويل سلبياتها إلى إيجابيات في جوانب متعددة.

وقد اختلف الباحثون في تقسيم أسباب الأزمة فهناك من يقسمها إلى<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> محمود جاد الله ، مرجع سابق، ص 24.

<sup>2</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 86.

## أولاً: أسباب بيئية Environmental Causes :

وهي العناصر التي لا يكون للمنظمة سيطرة عليها أو تكون سيطرتها محدودة جداً وتؤدي هذه الأسباب إلى وقوع أزمات لا يمكن تجنبها في الغالب، إلا أنه يمكن تقليل حدتها ومخاطرها، بوضع خطط وتنظيم برامج تدريبية لتحسين قدرات المنظمة في التعامل مع هذا النوع من الأزمات، وأهم هذه العناصر البيئية:

- عناصر سياسية مثل الظروف السياسية Political Factors.
- عناصر قانونية Legal Factors مثل سياسات الحكومة تجاه منظمات الأعمال.
- عناصر اقتصادية ومالية Economic & Financial Factors مثل الفشل في تحقيق التشغيل الاقتصادي السليم، التضخم، انخفاض معدلات الربحية، انهيار أسعار الأسهم...
- عناصر اجتماعية Social Factors مثل انتشار الشائعات السلبية حول المنظمة، تفشي مظاهر التخلف، الصراعات الاجتماعية، ظروف السوق غير المستقرة.
- عناصر طبيعية Natural Factors مثل العناصر المتعلقة بتوقعات المستفيدين وعناصر تنافسية مثل تراجع قوة الزبائن، وعناصر تكنولوجية مثل التقادم التكنولوجي.

## ثانياً: أسباب تنظيمية Organizational Causes :

هذه العناصر يمكن للمنظمة أن تسيطر عليها Direct Control ومنها:

- إدارة المنظمة Management.
- أسلوب ونمط الإدارة Management Style.
- إدارة الموارد Resource Management.
- المعلومات الخاطئة التي تتسرب عبر الشائعات Grapevine، بحيث يؤدي ذلك إلى الاستنتاج الخاطئ والتقييم غير الصحيح من جهة، كما تعمل الإشاعة على تحطيم القوى والإرادة النفسية وتعمل على توقيف فكر الإنسان من جهة، ويرى بعض الباحثين أن أزمة فرع شركة "كوكب

هوليود الدولية المحدودة" بجنوب إفريقيا للوجبات السريعة من أمثلة الأزمات التي سببتها الشائعات في يناير 1993<sup>1</sup>.

- سوء التعامل مع المشكلات والتقييم والتقدير الخاطئ لها، وذلك يؤدي إلى إصدار قرارات خاطئة لا تتماشى وحقيقة المشكلة الأساسية.

- عدم وجود نظم كافية للتغذية العكسية.

- عدم الاستخدام الكافي لتطبيقات إدارة الخطر.

- نقص الثقة بين أعضاء المنظمة.

- الإضرابات Strikes وترك مدير مهم للمنظمة.

- عدم وجود نظم معلومات كافية Inadequate IS.

- انخفاض الروح المعنوية لدى العاملين، ومن الأسباب المؤدية لذلك:

سوء الاتصال، عدم التفاهم بين العاملين، ضغوط العمل Stress، استخدام منهج إداري دكتاتوري، عدم كفاءة المديرين، عدم تشجيع العاملين على الإبداع والابتكار والأداء المتميز، عدم استقرار أهداف المنظمة، تراكم المشاكل.

**ثالثاً: أسباب مشتركة (بيئية وتنظيمية) :**

وهي أسباب ناجمة عن التفاعل بين العناصر البيئية والتنظيمية.

### **2.2.1. مراحل الأزمة:**

إن تحليل الأزمات المختلفة يفترض وجود تشابه بينها وبين النموذج البيولوجي والذي يمر من خلاله

الكائن الحي بمراحل الميلاد، النمو، النضج والفاء، ولذلك فإنه من الممكن استخدام دورة حياة الأزمة

للتنبؤ بالنتائج المتوقعة لكل مرحلة من مراحل تلك الدورة وربما لا تصل الأزمة إلى مرحلة النمو والنضج

عند التدخل في الوقت المناسب وبالفاعلية المطلوبة<sup>2</sup>.

في نظر بعض الكتاب، أن مراحل نشأة الأزمة أربعة هي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> عبد المجيد قدرى علي ، مرجع سابق ، ص 99.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدرى علي ، مرجع سابق ، ص 111.

<sup>3</sup> محمود جاد الله ، مرجع سابق ، ص 30.

1. مرحلة التكون والكمون.

2. مرحلة الاكتمال والظهور.

3. مرحلة التصاعد والاستفحال.

4. مرحلة التصادم والانتشار.

بينما يرى آخرون أن مراحل الأزمة هي<sup>1</sup>:

1. مرحلة التحذير من الأزمة والتخطيط لمواجهتها.

2. مرحلة الأزمة الخطرة والحاسمة.

3. مرحلة استعادة الثقة.

4. مرحلة العودة إلى انتظام العمل.

ويذهب رأي ثالث إلى أن المراحل الرئيسية اللازمة هي<sup>2</sup>:

1. مرحلة بداية الأزمة.

2. إيجاد المناخ المناسب.

3. استخدام العوامل المساعدة.

4. عدم الإحساس والتغاضي عن بوادر قوى الأزمة.

5. سيادة مظاهر القلق والتوتر.

6. حدوث العامل المرتقب.

7. انفجار الأزمة.

كما هناك مجموعة تقسم مراحل الأزمة إلى:

1. مرحلة الأزمة التحذيرية.

2. مرحلة الأزمة الحادة.

3. مرحلة الأزمة المزمنة.

---

<sup>1</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق، ص 34.

<sup>2</sup> محمود جاد الله ، مرجع سابق ، ص 31 .

#### 4. مرحلة تسوية الأزمة.

وأيا كان وجه الاختلاف بين وجهات النظر السالفة في تحديد مراحل الأزمة، فإنه لا خلاف في المضمون، وفي المراحل الأساسية التي تمر بها الأزمة، وتحدد هذه المراحل في الآتي:

#### أولاً: مرحلة الميلاد:

ويسمىها بعض الباحثين بمرحلة نشوء وتراكم الأزمة، ومن مميزاتها<sup>1</sup>:

- تكون أخطارها غير معروفة بعد وغير محددة المعالم تماما وغير واضحة الاتجاه.
- غياب وعدم توفر المعلومات والبيانات الكافية عن الأزمة فيما يتعلق بتطورها وتوقيت انفجارها، أو المجالات التي ستخضع لها<sup>2</sup>.
- وتتطلب هذه المرحلة من إدارة المنظمة جهودا مبكرة للتصدي للأزمة وتداعياتها والتي يمكن تلخيصها في<sup>3</sup>:

- العمل على امتصاص قوة الدفع التي تحرك الأزمة والتركيز على تفتيت هذه الأزمة إلى أجزاء صغيرة يسهل التعاطي معها والقضاء على آثارها.
- معرفة أين تكمن عواملها والتعامل معها بالعلاج الناجح بالقضاء على أسباب التوتر الذي أنشأ الأزمة.
- تعميق التفاؤل والشعور بالثقة والأمل بمستقبل المنظمة.
- إيجاد مجالات اهتمام جديدة تغطي على الأزمة المرتقبة وتحولها إلى حالة ثانوية.
- البحث ومحاولة الحصول على المعلومات والبيانات المتعلقة بالأزمة، حيث تعد هذه الأخيرة عنصرا هاما وحيويا في هذه المرحلة في تخطي حاجز المفاجأة، ذلك أن تهيئة الظروف المناسبة لتسهيل التعامل مع الحدث، ويقصد بالبيانات والمعلومات في هذه المرحلة تلك التي تحدد نوع وطبيعة الأزمة ووقت ومكان حدوثها وذلك في إطارها العام.

#### ثانياً: مرحلة النمو أو الاتساع:

<sup>1</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 35.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدرى علي ، مرجع سابق ، ص 113.

<sup>3</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 36.



تنمو الأزمة في حالة حدوث سوء فهم لدى متخذ القرار في المرحلة الأولى حيث تتطور نتيجة مجموعة من العوامل منها المحفزات الذاتية والخارجية التي استقطبتها الأزمة وتفاعلت معها فأضافت للأزمة قدرات جديدة للنمو والتوسع والتسارع<sup>1</sup>.

وفي هذه يتزايد الإحساس بالأزمة ولم تعد الإدارة قادرة على إنكارها أو تجاهلها كما كان يمكن في المرحلة السابقة لأن ذلك يؤثر سلبا على المنظمة ويبرز دور اتصالات العلاقات العامة في هذه المرحلة في تهيئة الظروف الملائمة للإدارة العليا للتعامل مع الأزمة وذلك من حيث الاتصال بوسائل الإعلام وال جماهير الداخلية للحصول على فهم الرأي العام للمؤسسة وموقفها.

وفي هذه المرحلة يكون مطلوبا من إدارة المنظمة التدخل والتركيز على علاج الأزمة وتجميد نموها من خلال تصحيح عناصر الخلل وعوامل القصور التي قادت إلى نشوئها.

### ثالثا: مرحلة النضوج:

وتعد من أخطر المراحل، إذ تتطور الأزمة من حيث الحدة والجسامة لتبلغ ذروة قوتها نتيجة سوء التخطيط أو ما تتسم به خطط المواجهة من تصور أو إخفاق عندما يكون متخذ القرار على درجة كبيرة من اللامبالاة<sup>2</sup>، مما يؤدي إلى إحداث تغييرات جوهرية وكبيرة في المديرين (الإدارة العليا، والوسطى والإشرافية)، وإلى إحداث تغييرات كبيرة هيكلية في تصميم المنظمة، وفي هذه المرحلة قد تستسلم إدارة المنظمة للأزمة ولما نجم عنها، أو قد تتعاطى معها بذكاء شديد ومكر كبير إلى أن تتمكن من تخفيف حدتها إلى أن تؤول إلى الانحسار والتراجع<sup>3</sup>.

### رابعا: مرحلة النقل والانحسار:

وقد تسمى هذه المرحلة أحيانا "بالأزمة المزمنة" لأن آثارها وعواقبها قد تبقى لعدة سنوات فقد تستمر محاسبة المؤسسة قضائيا وتستمر الملاحقة القانونية والمتابعة الإعلامية للمؤسسة لعدة سنوات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمود جاد الله ، مرجع سابق ، ص 32.

<sup>2</sup> محمود جاد الله ، مرجع سابق ، ص 32.

<sup>3</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 37.

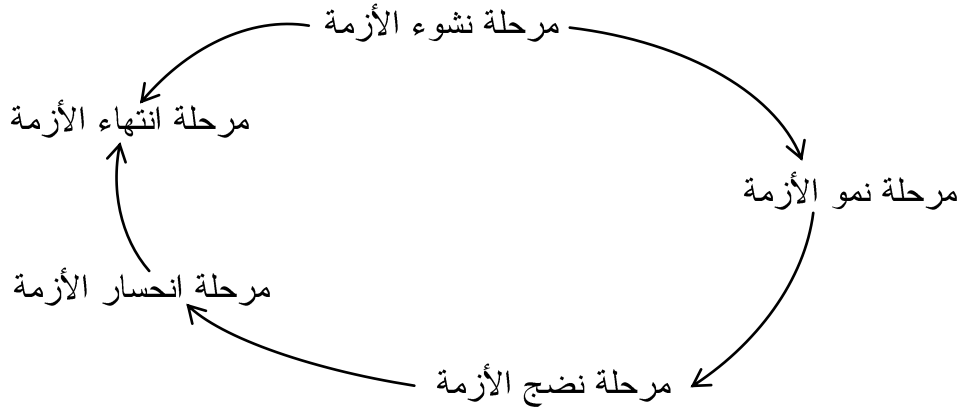
<sup>4</sup> عبد المجيد قدرى علي ، مرجع سابق ، ص 118.

وفي هذه المرحلة تبدأ الأزمة بالتقلص بعد أن يقع الصدام العنيف الذي يفك الأزمة ويفقدها جزءا كبيرا من قوتها وطاقتها، ومن الأمور التي تجعل الأزمة تتراجع هو القيام بإحداث التغييرات المطلوبة التي تكفل إنهاءها<sup>1</sup>.

### خامسا: مرحلة الاختفاء:

تدخل الأزمة هذه المرحلة عندما تفقد بصورة كاملة أو شبه كاملة كل قوى الدفع المحركة لها وتتلاشى مكوناتها وينتهي الاهتمام بها، والمطلوب هنا هو إعادة البناء وليس التكيف مع الواقع الجديد بعد الأزمة لأن ذلك يؤدي إلى الإبقاء على آثار الأزمة ونتائجها بعد تلاشيها، بينما تقود إعادة البناء إلى علاج الآثار واسترجاع الكفاءة للمنظمة وإكسابها خبرات وقدرات عالية في إدارة أسباب هذا النوع من الأزمات ونتائجها.

بالتنمغن ففما سفق نفف أن مرافل الأفرة فف ففابفا وافصالفا ففكل حلقات ففصفف فصلفا أو ففأورفا، وفف نفس الوقت ففصفف ففففنقفة فففاة ونفاة لكل مرحلة ففقد ففشأ أزمة فففاة فف مرحلة علاج المرحلة الأفخرة لأزمة سفقفها، والشكل الفال ففوضف المرافل اللأزمة<sup>2</sup>.



### 3.2.1. أنواع الأزمات:

من خلال الشكل السابق فمكن ففففنق ففلك الأنواع ففقا للففففف الفال:

الأزمات ففقا لمصدرها: فمكن ففففنقفا إلى نوعفن<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> فوسف أففم ، مرجع سابق ، ص 38.

<sup>2</sup> عبف المففف فففرف فف فف مرجع سابق ، ص 120.

<sup>3</sup> عبف المففف فففرف فف فف مرجع سابق ، ص 104.

- أزمات تقع بفعل الإنسان: وهي تلك الناتجة عن نشاط إنساني مثل التهديد والغزو العسكري وتلوث البيئة والحرائق الكبرى وغيرها.

- أزمات تقع بفعل الطبيعة: وهي التي لا دخل للنشاط الإنساني فيها مثل الزلازل والأعاصير والبراكين وهذا التقسيم يتصف بالعمومية وهو من أبسط التقسيمات الخاصة بأنواع الأزمات.

- أزمات ناجمة عن سلوك غير معلوم المصدر: ومن أهم مظاهرها:

\_ انتشار الحرائق في مناطق دون معرفة سببها.

\_ ظهور أجسام غريبة يعتقد البعض أنها قادمة من الفضاء الخارجي.

الأزمات وفقا لنمط الأزمنة والمدى الزمني لها: وتنقسم إلى ثلاثة أنواع:

- الأزمات المفاجئة: (Abrupt (Immediate Crises)

كثير من الأزمات قد تقع بصورة مفاجئة، تحدث نتيجة تأثير مفاجئ ناجم عن اضطرابات داخلية Internal Disturbances، أو اضطرابات خارجية External Disturbances، وهذه الاضطرابات غالبا تكون عامة General أكثر مما هي محدودة Specific ويكون التنبؤ بوقوعها صعب<sup>1</sup>.

- أزمات طارئة ذات مقدمات محسوسة: Emerging Crises وهي تلك التي لها مقدمات يمكن التعرف عليها مسبقا مما يسمح بإجراء البحوث للتحقق من صدقها ومن أمثلة ذلك اضطراب العاملين، التغييرات في القواعد والقوانين المؤثرة على المنظمة بارتفاع نسب الغياب والتباطؤ عن العمل<sup>2</sup>.

- الأزمات المستمرة أو المزمنة: Sustained Crises

وهي تلك التي تستمر لعدة شهور وربما لسنوات على الرغم من بذل أفضل الجهود لإيجاد حلول لها من جانب الإدارة، كما تخرج عن سيطرة العلاقات العامة مثل الشائعات أزمات المصادقية بين المؤسسة و جماهيرها.

كما حاول بعض الباحثين تقسيم هذا النوع إلى:

<sup>1</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 122.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدرى علي ، مرجع سابق ، ص 106.

متكررة وهي التي تحدث بشكل دوري مثل الأزمات الاقتصادية، أزمات غير متكررة لعدم ارتباطها بأسباب دورية كالأزمات الناشئة عن سوء الأحوال الجوية، وبعض الأزمات السياسية<sup>1</sup>.

### 3. أزمات وفقا لدرجة خطورتها وطريقة وقوعها: وتنقسم إلى:

- أزمات عادية: أو خفيفة وهي تلك التي يكون تأثيرها محدودا وخفيفا، ويكون من السهل إدارته والتعاطي معه وعلاجه بصورة سريعة وفورية بعد التعرف على الأسباب الحقيقية للأزمة، ويمثل هذا النوع أزمات عابرة تحدث نتيجة لظروف لحظية وأنية، ولا تترك بصمات واضحة على المنظمة<sup>2</sup>.

- أزمات مباغطة: وهي التي تحدث بشكل فجائي دون مقدمات أو إحياء أو توقعات.

- أزمات حادة أو عنيفة: وهي التي تتم بمقدمات وإن كان توقيتها غير متوقع كما أن درجة خطورتها يكون من الصعب التنبؤ بها<sup>3</sup>، كما يكون تأثيرها عنيفا على جميع مكونات المنظمة بمستوياتها المختلفة ويتم إدارة هذا النوع والنجاح في ذلك من خلال التركيز على إفقاد الأزمة لقوة الدفع الخاصة بها والعمل على تجزئتها والتعامل مع كل جزء بالتكتيكات والإجراءات التي تناسبه.

### 4. أزمات وفقا لمقدار عمقها: وتنقسم إلى:

- أزمات سطحية: وهي الأزمات التي لا تشكل خطورة شديدة وليس لها جذور عميقة كالأزمات الناتجة عن الإشاعات (مثل الأزمات التموينية المفتعلة لإحداث تكالب على سلعة راکدة، ذلك أن الأزمة تنتهي بمجرد معرفة الحقيقة)<sup>4</sup>.

- أزمات عميقة: وهي أخطر أنواع الأزمات لارتباطها ببنیان الكيان الذي حدثت به ولذلك فإن أداء هذا الكيان سوف يتأثر بشدة حدوثها<sup>5</sup>.

### 5. أزمات وفقا للمستوى: وتنقسم إلى ثلاثة أنواع هي:

<sup>1</sup> الإبداع يخلق الأزمة، مرجع سابق ، ص 25.

<sup>2</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 104.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدرى علي ، مرجع سابق ، ص 106.

<sup>4</sup> الإبداع يخلق الأزمة، مرجع سابق ، ص 26.

<sup>5</sup> عبد المجيد قدرى علي مرجع سابق ، ص ص 107، 108 .

- أزمات على المستوى المحلي: Micro Crises

وهي تحدث على مستوى الشركات والمشروعات ولذلك فحجمها وتأثيرها محدود، إلا أنها قد يمتد تأثيرها إلى شركات أخرى تكون لها صلة مع الشركات المتأزمة.

- أزمات على المستوى القومي: Macro Crises

وهذا النوع يصيب الدولة بأكملها ويتأثر به المجتمع لكونه متصلاً بأدائه وهي أزمات شاملة وعامة سواء في أسبابها أو في نتائجها أو في متطلبات العلاج الخاص بها.

- أزمات على المستوى الدولي:

وهي تلك التي تحدث على المستوى الدولي ويكون لها تأثير سلبي على كثير من دول العالم، كأزمة 2008-2009.

## 6. أزمات وفقاً لمدّة حدوثها: تنقسم إلى 3 أنواع هي:

1. أزمة قصيرة وتستمر من يوم إلى ستة أيام.

2. أزمة متوسطة وتستمر من سبعة أيام إلى ستة أشهر.

3. أزمة طويلة وتستمر أكثر من ستة أشهر.

## 7. أزمات وفقاً لدرجة تأثيرها: وتنقسم إلى نوعين<sup>1</sup>:

- أزمات ذات تأثير جوهري: وهي التي تؤدي إلى إحداث تأثيرات جوهريّة في هيكلية المنظمة، وتؤثر بصورة واضحة في وظائفها الأساسية، وقد تؤدي إلى تأثيرات تهدد وجود المنظمة واستمرارها، ومن أمثلتها: أزمة انقطاع التيار الكهربائي في أوقات دورة الإنتاج، أزمة انقطاع إمدادات خطوط الإنتاج من المواد الخام مما يؤثر على التزامات المنظمة للسوق وتلبية العقود الموقعة.

- أزمات ذات تأثيرات هامشية: وتتميز بكونها عابرة وتقع دون أن تؤدي إلى آثار مدمرة مثل: أزمة انقطاع إنتاج سلعة ثم إيجاد بديل لها بصورة سريعة، أزمة ارتفاع سعر أحد عوامل الإنتاج والنجاح سريعاً في إيجاد بديل مناسب عن هذا العامل.

<sup>1</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 111.

### 3.1. مناهج تشخيص الأزمات والتنبؤ بآثارها:

إن جوهر النجاح في إدارة الأزمات يكمن في القدرة على التشخيص السليم لها بحيث يعد المفتاح السهل للتعامل معها، ولتحقق ذلك لا بد من مراعاة مجموعة من الأسس التي من أهمها<sup>1</sup>:

- وفرة المعلومات والمعرفة الكافية في الوقت والمكان المناسبين.
  - الإدراك الصحيح.
  - الممارسة العملية في حقل إدارة الأزمات.
  - التركيز على معرفة الأسباب الحقيقية للأزمة وبواعث نشوئها.
  - التركيز على معرفة العوامل التي دعمت الأزمة وساعدت على نموها وتطورها.
  - تحديد كيفية المعالجة وتوقيتها ومكانها.
  - تحديد طبيعة الاتصالات وأدوات المساندة المطلوبة لإدارة الأزمة بنجاح.
  - معرفة ما تحتاجه الأزمة من سيناريوهات أساسية وبديلة للتعامل مع الأحداث التي سببتها الأزمة، ووقف تصاعدها ونموها واحتوائها وامتصاص ضغطها...الخ.
- تعد الأزمة بمثابة مرض فجائي أصاب إنسانا معيناً ويهدد حياته فيحتاج إلى معالجة سريعة وحاسمة حتى يشفى المريض.
- ولن يتحقق ذلك دون تشخيص لحالة المريض، ليس فقط لمعرفة ما هو المرض وإنما يتعدى ذلك لمعرفة مدى قدرة المريض على تحمل العلاج، والبدائل المناسبة للتعامل مع الحالة المرضية على أقصى درجة من السرعة والدقة والكفاءة<sup>2</sup>، هناك مجموعة من المناهج التي تستخدم في تشخيص الأزمات ومن أهمها:
- أولاً: المنهج التاريخي:**

يقوم هذا المنهج على أساس أن الأزمة لا تحدث فجأة وإنما هي نتيجة تفاعل مجموعة من العوامل التي تمت قبل وقوع الأزمة، ووفقاً لذلك يقوم هذا المنهج على المعرفة الواضحة والكاملة والمتكاملة للماضي التاريخي المتعلق بهذه الأزمة وتطورها التاريخي خلال المدة التي سبقت ظهورها، كما أن مفتاح

<sup>1</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 127.

<sup>2</sup> محمود جاد الله ، مرجع سابق ، ص 17.

النجاح في إدارتها يكمن في إرجاع الأزمة إلى جذورها التاريخية من خلال تقسيمها إلى المراحل التاريخية والعمل على تشخيص جميع العوامل والعناصر التي أثرت فيها وتأثرت بها<sup>1</sup>.

### ثانيا: منهج النظم:

وفقا لهذا المنهج فإن الأزمة هي نظام متكامل، وهو يتكون من العناصر التالية:

- 1. مدخلات الأزمة:** كما هو معروف لكل نظام مدخلات تؤثر فيه وتؤدي إلى بنائه وتعزيزه، وبذلك فكل إدارة تعتمد مدخل النظم في تشخيص الأزمة، يجب أن تحدد جميع مدخلات النظام التي وقعت فيها هذه الأخيرة، وهذا يساعدها في تحديد نقاط القوة والضعف المرتبطة بهذه المدخلات التي تقود إلى تعزيز النجاح المنظمي<sup>2</sup>.
- 2. العمليات التشغيلية للأزمة:** ويقصد بها تلك العمليات التي تحدث تفاعلات محددة بين مجموعة من المدخلات بصورة تؤدي إلى تعزيز الأزمة وزيادة قوتها وحدتها، وتعد العمليات التشغيلية المحرك الأساسي الذي يحقق الأزمة ويطورها، في حين أن المدخلات لوحدها لا يمكن أن تحقق ذلك.
- 3. مخرجات الأزمة:** تتجسد هذه المخرجات فيما نجم عن العمليات التشغيلية للأزمة التي جرت على المدخلات، وتكون هذه المخرجات في صورة:
  - نتائج الأزمة وآثارها الملموسة لأفراد المنظمة والبيئة الخارجية، وتكون ملموسة بصورة واضحة.
  - نتائج وآثار لا يلمسها الجميع، بل يدركها ويشعر بها أطراف محددة فقط مثل: الإدارة العليا للمنظمة.
- 4. التغذية العكسية:** يساعد النظام الفرعي (التغذية العكسية) لهذا المدخل إدارة المنظمة في تحديد وتشخيص الفرص البيئية التي ترافق الأزمة ويمكن الاستفادة منها في إدارة هذه الأخيرة بنجاح، كما أنه يحدد ويشخص التهديدات البيئية التي ترافق وقوع الأزمة في المنظمة، ويضع الخطط التي تكفل عدم تفاقمها.

### ثالثا: المنهج الوصفي التحليلي:

<sup>1</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 128.

<sup>2</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 130.

يقوم هذا المنهج على تحديد مظاهر الأزمة وملاحمها العامة والنتائج التي أفرزتها وتأثيرها على الوضع العام في الدولة، وينتهي هذا المنهج بتوصيف الأزمة وعرض أبعادها وجوانبها والمرحلة التي وصلت إليها والتداعيات التي قد تصل إليها<sup>1</sup>.

كما أن استخدام هذا المنهج يتطلب توافر قدرات متميزة في مجالات تشخيص الأزمات والظواهر غير الطبيعية والتنبؤ بالمستقبل، والقدرة على إجراء عمليات التحليل البيئي (البيئة الداخلية والخارجية) رابعاً: **منهج دراسة حالة:**

تكمن فلسفة هذا المنهج في دراسة كل أزمة على حد على أساس أن كل أزمة هي حالة متقلة لها خصوصياتها التي تميزها مثل الموضوع، الزمان، المكان، والأطراف المؤثرة في الأزمة، وفي هذا المنهج مجموعة محاور يجري التركيز عليها عند الدراسة هي:

- البيئة المحيطة بالأزمة منذ بدايتها.

- حجم الأزمة من حيث الشدة والحدة.

- الأسباب والبواعث الحقيقية لها.

- النتائج التي نجمت عنها.

ويؤدي دراسة الأزمة كحالة إلى تسهيل إدارتها والتعاطي معها بفاعلية عالية، إلا أن ذلك يصعب إمكانية تعميم العبر المستخلصة من هذه الأزمة على الأزمات الأخرى.

#### **خامساً: المنهج البيئي:**

يقوم هذا المنهج على أساس أن أي أزمة هي وليدة بيئتها، ووفقاً لهذا المنهج فإنه يتم تحليل قوى البيئة المختلفة التي ساعدت على نشوء هذه الأزمة وعززت وجودها وفي هذا الصدد يمكن تقسيم عناصر البيئة إلى عناصر بيئية قابلة للسيطرة، وأخرى غير قابلة للتحكم، لكن يمكن أحياناً النجاح في التخفيف من شدة تأثيراتها وانعكاساتها على الأزمة.

سادساً: **منهج الدراسات المقارنة لتشخيص الأزمات:**

---

<sup>1</sup> محمود جاد الله ، مرجع سابق، ص 17.



يعتمد هذا المنهج في تشخيصه على الدراسات التي تمت في الماضي ويقارنها موضوعيا بالأزمات التي نواجهها في الحاضر، ومن خلال المقارنة يتضح أوجه الاتفاق والاختلاف، ومن ثم يتم تجربة استخدام العلاج فيما اتفق ونجح في الماضي واستحداث علاج فيما وصل إليه في الحاضر، وأساس المقارنة في هذا المنهج قد يكون أحد الأسس التالية:

- مقارنة زمانية تاريخية.

- مقارنة مكانية جغرافية.

- مقارنة نشاطية يتصل بالنشاط الذي حدثت به الأزمة.

- مقارنة من حيث الحجم الذي بلغته الأزمة أو الشدة التي وصلت إليها<sup>1</sup>.

**سابعاً: المنهج المتكامل لتشخيص الأزمات:**

يتسم هذا المنهج بأنه الأكثر فاعلية في إدارة الأزمات، بحيث يحاول أن يلم ويستخدم بعض أو كل المناهج في تشخيص الأزمة، فهو يشخص الأزمة كحالة، ويتتبع المراحل التاريخية لها ويركز على العوامل البيئية المختلفة ويقوم بالمقارنات اللازمة بما يكفل الوصول إلى الإدارة الكفأة والفاعلة، ويتميز هذا المنهج ب:

- الشمولية في الدراسة والتحليل.

- التوازن والاتساق في التشخيص باستخدام الأدوات المناسبة.

- العمق في الدراسة<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> محمود جاد الله ، مرجع سابق، ص 18.

<sup>2</sup> يوسف أحمد ، مرجع سابق ، ص 135.

## 2. الأزمة المالية

شكل تكرار الأزمات المالية في الدول النامية خلال التسعينات ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام ، وترجع أسباب ذلك إلى أن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة ، هددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية ، إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول ، ولاندماجها في المنظمة العالمية للتجارة ، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه خلال الفترة 1980\_1999 تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية حادة ، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالمياً ، فشملت دول شرق آسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين والمكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية ، وأكدت تقارير مختلفة للصندوق أن أكثر من 50% من تلك الأزمات حدثت في الدول النامية والدول ذات الأسواق الناشئة على الخصوص ، مما يؤكد الحاجة إلى تحسين مستوى الرقابة المصرفية في تلك الدول .

وعليه يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف، وهذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها.<sup>1</sup>

كما يمكن تعريفها على أنها الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول. والأصول إما رأس مالي مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والمباني، وإما أصول مالية كحقوق ملكية رأس المال المادي أو المخزون السلعي، مثل الأسهم والسندات وحسابات الادخار، أو أنها حقوق ملكية الأصول المالية أي بمعنى آخر المشتقات المالية، ومنها العقود المستقبلية.<sup>2</sup>

ويمكن تقسيم الأزمات المالية إلى ثلاثة أنواع:<sup>3</sup>

1. انهيار أسواق رأس المال (انهيار أسعار الأسهم في البورصات).
2. الأزمات المصرفية، أي تعرض البنوك لصعوبات مالية تهددها بالإفلاس نتيجة القروض المتعثرة.
3. أزمات العملة أو النقد، إذ تحدث هذه الأزمات عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطاته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.
4. أزمة الديون، وتحدث هذه الأخيرة عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يتوقع المقرضون أو التوقف في السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام).

#### أسباب حدوث الأزمات

قد تحدث الأزمات لأسباب عديدة يمكن التنبؤ ببعضها، والبعض الآخر يصعب قياسه بدقة، وتفيد الخبرات المتراكمة في تقدير الاتجاهات البورصية وقد ترجع أسباب الأزمات إلى:<sup>4</sup>

- التغيرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الاقتصادية والحروب التجارية.

<sup>1</sup> Barthalon Eric, Crises financières, Revue problèmes économiques, N°2595, 1998.

<sup>2</sup> عبد القادر بريش، محمد طرشي، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، أزمة الرهن العقاري، بحث مقدم في ملتقى النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، 5، 6 ماي 2009، ص9.

<sup>3</sup> كريستيان ملدر، "عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل". مجلة التمويل و التنمية، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر 2002، ص6.

<sup>4</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 1998-1999، ص207.

- المتغيرات المحلية في معدل التضخم، وأسعار الصرف، وأسعار الأسهم وأسعار الفائدة.
- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات، وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الاستثمار.
- الإشاعات والمعلومات غير الحقيقية.
- المضاربة غير المحسوبة.

ويترتب على الأزمات تدهور في الأسعار والتداول في البورصة، لذا يفيد الإفصاح المالي في الكشف عن حقيقة التغيرات في البورصات ويمكن مواجهة الأزمات البورصية بالانتظار أو الانسحاب، أو بتطبيق التخطيط الاستراتيجي الفعال كما هو موضح في الشكل، بحيث يوضح أساليب التعامل مع الأزمات وتشغيل آليات البورصة، سواء من حيث الأفراد بالقرارات أو التشاور، أو تحقيق درجة عالية من قبول العاملين والمتعاملين في البورصة، أو عدم تحقيق ذلك.

## جدول 2 : أساليب التعامل مع الأزمات وتشغيل آليات البورصة

أسباب الأزمة نتائج الأزمة	المتغيرات الدولية الكوارث والحروب	المتغيرات المحلية الاقتصادية والسياسية	التغيرات التكنولوجية ودورات الأعمال	الإشاعات والمعلومات الملوثة	المضاربة والمعلومات المحسوبة
" تدهور الأسعار " انخفاض التداول " البيع بأقل الأسعار " الشراء بأسعار غير واقعية " توقف المعاملات " خسائر فادحة " فقدان الثقة في					

					السوق
السياسات	أسلوب الصدمات	أسلوب الانسحاب	أسلوب التراجع	التكيف والتأقلم	أسلوب الصدمات

المصدر: فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 1998-1999،

ص208.

### لماذا تبدو بعض الأزمات معدية :

يود المحللون وصناع السياسة في الولايات المتحدة الأمريكية بوجه خاص، الوقوف على معرفة السبب في أن بعض الأزمات تبدو معدية، وكذا معرفة السبب في أن بعض أسواق المال المشتركة والبارزة تبدو عرضة للعدوى في حين لا تتعرض أسواق أخرى لهذه العدوى.

فيما يلي جدول يقدم أربع نماذج للعدوى المالية ويلخص تضامنها في إمكانية التنبؤ بالأزمات وكيفية منعها أو الوقاية منها.<sup>1</sup>

### جدول 3 : نماذج العدوى المالية

آليات التحول في الأزمات المعدية	إمكانية التنبؤ بالأزمة	إمكانية منع وقوع الأزمة
-نموذج الروابط الاقتصادية تؤثر الأزمة في الدولة الأولى على الأساسيات في الدول الأخرى.	جيد	ضعيف
-نموذج الوعي المتزايد تكشف الأزمة في الدولة الأولى الأساسيات الضعيفة في الدول الأخرى.	معتدل	جيد

<sup>1</sup> عبد الحليم مصطفى الشراقوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر 2003، ص ص 35-36.

ضعيف	جيد	-نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية تقوي الأزمة في الدولة الأولى وحدة النقد الأساسية للمستثمر
معتدل	ضعيف	-نموذج سلوك القطيع الأزمة في الدولة الأولى تسبب سلوك القطيع بواسطة المستثمرين

**المصدر:** عبد الحليم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2003 .

1. وطبقا لنموذج الروابط الاقتصادية Economic - Linkages فإن الأزمة التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصادات منكمشة تجاريا أو غير متقدمة والمثال على ذلك تخفيض قيمة العملة إجباري الذي يؤثر على شروط التجارة بين الدول. وبمجرد حدوث الأزمة الأولية يصبح ممكنا التنبؤ بسهولة الأزمات التي ستحدث في الدول ذات المستوى الاقتصادي الأدنى لأن نماذج التجارة معروفة جيدا أو بطيئة التغير إلى حد ما، في نفس الوقت ليس هناك وضوح في موقف الدول المتأثرة بالأزمات وما يجب فعله لمنع وقوعها.
2. أما النموذج الثاني زيادة الوعي Heghtened - Awareness يفترض أن البيانات وتحليل الأسواق الفردية التي برزت حديثا إما هي بيانات وتحليلات ضعيفة المستوى أو رفيعة المستوى يمكن استغلالها والاستفادة منها من جانب المستثمرين، ولأنها أسواق لا يمكنها أن تجمع البيانات ذات الصلة بجميع الدول، فإن المستثمرين على اختلاف قدراتهم يركزون على القليل من هذه الأسواق، كما أن التحليل الجيد للبيانات وكذا الإبلاغ عنها بشكل سليم قد يقلل من التعرض للإصابة بالعدوى وذلك بخفض تكلفة المعلومات.
3. وفي نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية Portfolio - Adjustment نجد أن مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة في حاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تجديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة الأصلية، وهنا يجد هؤلاء أنفسهم يقومون ببيع أصول الدول الأخرى الداخلة في الأوراق المالية، وهذا بدوره يتسبب في خلق مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول.
4. وأخيرا في نموذج سلوك القطيع Hard behavior يقوم المستثمرون بخلق عدوى مالية وذلك بإهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون.

## 2.2. سرد تاريخي لبعض الأزمات المالية والنقدية :

سنتعرض في هذا العنصر إلى بعض الأزمات التي تعد مهمة تاريخيا والملخصة بالاعتماد على عنصرين، أولهما عنصر الأسواق المالية المعنية بالأزمة محل الدراسة، أما الثاني فيخص الميكانيزمات العاكسة للأزمة وهذا من خلال الجداول التالية:<sup>1</sup>

**جدول 4 :** عرض الأزمات المالية والنقدية التاريخية

1. عرض أولى الأزمات (1637 ، 1720 ، 1797)

---

<sup>1</sup> Le groupe Wikipedia, Crise financière, dans Wikipedia : the free encyclopedia, <http://fr.wikipedia.org/wiki/crise-Financière#Liste-des-crises-financ-C3-A8res>, 2/10/2009.

الميكانيزمات	الأسواق المالية المعنية	الأزمة
فبراير 1637، بعد عدة سنوات من المضاربة بأوروبا، انخفضت الأسعار فجأة مسببة إفلاس المضاربين، واعتبرها المؤرخون أولى الأزمات المالية الناتجة عن المضاربة.	السندات لأجل	أزمة 1637
أزمتين متتاليتين تفرق بينهما بضعة أشهر بفرنسا وإنجلترا بخصوص أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديد.	الأسهم	أزمة 1720
26 فبراير 1797، بنك إنجلترا يعرف انحصارا في الاحتياطي ويقرر تعليق التخليص نقدا مما خلق الذعر بين المواطنين والشركات الذين سارعوا إلى سحب مدخراتهم وأرباحهم من البنوك والتسبب بإفلاس جماعي وهي أول أزمة ناتجة عن الذعر الجماعي.	البنوك	أزمة 1797

1. عرض أزمات (1810، 1819، 1825، 1836)

الميكانيزمات	الأسواق المالية المعنية	الأزمة



بعد حصار إنجلترا من طرف نابليون، سقط نظام الائتمان بها خاصة وأنها لم تستطع تحصيل حقوقها على شركات جنوب أمريكا مما سبب أزمة سيولة وموجة بطالة.	البنوك	أزمة 1810
هي أول أزمة مالية بالولايات المتحدة الأمريكية نتجت عن صرف الأموال في حرب 1812 وسياسة التقشف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي.	البنوك	أزمة 1819
بعد المضاربة الشديدة على الاستثمارات المتواجدة بأمريكا اللاتينية (البنوك، التأمينات، تسليح السفن، بناء القنوات،...) انحدرت قيم أسهمها انحدارا شديدا في بورصة لندن فأفلست بنوك عديدة وأكثر من 3300 مؤسسة، رغم أن هذه الأزمة تركزت في بريطانيا العظمى إلا أنها تعتبر أولى الأزمات التي مست البورصة.	الأسهم	أزمة 1825
شهدت إنجلترا انهيارا آخر للبورصة بعد قرار الرئيس الأمريكي "آندرو جاكسون" اشتراط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة، وهو ما شكل ضربة قاضية للمضاربة في سوق العقار بأمريكا. وبما أن البنوك الأمريكية كانت تقترض من بريطانيا فقد تلتقت هذه الأخيرة الجزء الأصعب من الصدمة قبل أن تنتقل الأزمة إلى أمريكا سنة 1837	الأسهم والبنوك	انهيار 1836
9 ماي 1873، بورصتي فيينا والنمسا بدأتا ما يسمى بفترة الكساد الكبير للاقتصاد العالمي بسبب المضاربات الضخمة التي لم تقابلها سوى ضمانات متدنية بالإضافة إلى أنها لم تكن مغطاة بإنتاج اقتصادي حقيق مما سبب انهيارا كليا انتشر في ألمانيا، أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية.	الأسهم	انهيار 1873

## 2. عرض أزمات (1929، 1974، 1979)

الميكانيزمات	الأسواق المالية المعنية	الأزمة
أقوى أزمة اقتصادية عالمية في القرن الماضي.	الأسهم	أزمة 1929
إفلاس البنك الألماني "هيرستان" بسبب التفاوت في التوقيت بين ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية، وهي أول مرة يتم التعرف فيها على مفهوم الخطر النظامي.	البنوك	أزمة 1974
قام محافظ البنك برفع أسعار الفائدة تدريجياً وكل يوم حسب الحاجة من أجل امتصاص التضخم وهي سياسة نقدية أثبتت نجاحها آنذاك.	البنك الفيدرالي الأمريكي	أزمة 1979

## 3. عرض أزمات (1982، 1985، 1987)

الميكانيزمات	الأسواق المالية المعنية	الأزمة
بعد أحداث 1973 في قطاع المحروقات، تراكمت ديون الدول النامية. بالإضافة إلى ذلك لم تستعمل القروض في الاستثمارات وإنما في تغطية العجز في موازين المدفوعات مما زاد من حدة وقع أزمة البترول الثانية في 1978 حيث أجبرت هاته الدول على الاستدانة بأسعار فائدة عالية وعلى المدى القصير مما أثقل كاهلها، وجاءت أزمة المكسيك كأول رد فعل وسببت الديون المعقدة حالة دعر عالمية.	البنوك أسعار الفائدة والأخطار النظامية	أزمة الديون البنكية 1982

توقف نظام التشغيل ببنك نيويورك لمدة 28 ساعة سبب التوقف الكلي لعمليات السحب والدفع للقروض الحكومية مما استدعى التدخل المستعجل للبنك المركزي بـ20 مليار دولار.	بنك نيويورك خطر نظامي	1985
بسبب انخفاض قيمة الدولار الأمريكي كسعر صرف ارتفعت أسعار الفائدة المتعلقة بالمدى الطويل، ومع ذلك واصلت أسواق الأسهم بالنمو، ولكن عند بلوغ الارتفاع في أسعار الفائدة 400 نقطة جاء الانهيار مسجلا أكبر انهيار تاريخي في يوم واحد في بورصة الأسهم وانتهت كذلك بتدخل البنك المركزي الأمريكي.	سوق السندات الحكومية ثم سوق الأسهم خطر نظامي	انهيار 1987

#### 4. عرض أزمات (1990، 1992، 1994، 1997، 1998)

الميكانيزمات	الأسواق المالية المعنية	الأزمة
مع حرب الكويت.	المحروقات	1990
20 سبتمبر 1992.	النظام النقدي الأوروبي إعادة الهيكلية القرينية	1992
ارتباط العملة المكسيكية بالدولار الأمريكي شكل ضمانات وهمية شجعت الاستدانة الأجنبية مما سبب عجزا في ميزان المدفوعات استدعى التدخل الأمريكي العاجل لكونه أقرب جيران المكسيك.	أسعار الفائدة خطر نظامي	الأزمة الاقتصادية المكسيكية 1994
نفس ما حصل للمكسيك تكرر في تايلاندا وانتقل إلى دول شرق آسيا.	البنوك	الأزمة الاقتصادية الآسيوية 1997

أطول أزمة اقتصادية في تاريخ روسيا وهددت النظام المالي العالمي.	أسعار الفائدة خطر نظامي	أزمة 1998
--	----------------------------	-----------

5. عرض أزمات (2000، 2001، 2007)

الميكانيزمات	الأسواق المالية المعنية	الأزمة
تهافتت المؤسسات على البيع عن طريق الأنترنت دون وضع اللوجستيك والتوزيع بعين الاعتبار سبب أزمة في مارس 2000.	الأنترنت	2000
نتج عن أحداث 11 سبتمبر 2001 تدمير العديد من فروع الأسواق المالية الدولية بالإضافة إلى تضرر شبكات اتصال حيوية كأنظمة المقاصة وتدخل أيضا البنك المركزي الأمريكي من خلال توفير السيولة اللازمة للبنوك المتضررة ولمدة أسبوع كامل خوفا من الخطر النظامي وبدوره البنك المركزي الأوروبي قدم أكثر من 130 مليار أورو للبنوك الأوروبية لتفادي الانهيار.	خطر نظامي	2001
الأسباب والتحليل في بقية البحث.	سوق العقار البنوك والأسهم خطر نظامي	الأزمة المالية 2007

المصدر : Le groupe Wikipedia, Crise financière, dans Wikipedia : the free encyclopedia, <http://fr.wikipedia.org/wiki/crise-Financière#Liste-des-crisis-financ-C3-A8res>, 2/10/2009.

الحكومة	الليبيرالية الجديدة	ضعف النظام المالي ومراقبته	البلد / التاريخ
---------	---------------------	-------------------------------	-----------------

			الدول الناشئة
+	0	0	أمريكا اللاتينية 1982
++	++	++	مكسيك 1995
++	++	++	جنوب شرق آسيا 1997
++	++	++	روسيا 1998
0	+	0	البرازيل 1998
++	+	++ ← 0	الأرجنتين 2001
++	++	++	تركيا 2001
			الدول المتقدمة
+	++	++	السويد 1990
++	++	++	اليابان 1990

0 : غير دالة (Non significatif.)

+ : دالة (Significatif.)

++ : جد واضحة (Très marqué.)

**المصدر** : Jean Claude Trichet, Stabilité financière et banques centrales, Ed Economica, Sep 2007, p44.

## 3.2. الأزمة المالية 2008-2009 وتداعياتها :

### 1.3.2. أسباب الأزمة المالية :

إن الأزمة المالية العالمية<sup>1</sup> التي يعاني منها العالم اليوم (2008-2009) ليست وليدة سنة أو سنتين، وإنما كانت نتيجة أخطاء كثيرة متراكمة، يرجع جلها لعدم تقييد أغلب البنوك بالرقابة التي وضعتها "لجنة بازل"، فجدور الأزمة المالية تعود إلى ما بعد هجمات 11 سبتمبر 2001، حيث عمد المجلس الفيدرالي إلى تخفيض أسعار الفائدة على القروض إلى أن وصلت 1% لتوفير السيولة المالية، مما أدى إلى إنعاش السوق وارتفعت معه فرص الشراء في قطاع العقارات، مما زاد من أسعارها بدرجة كبيرة وصاحب ذلك إقدام البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية على منح القروض لمئات الآلاف من الأسر ذوي الدخل المحدود بدون ضمانات كافية وبمخاطر كبيرة مقابل أسعار فائدة أعلى اعتماداً على الارتفاع الكبير في أسعار العقارات، بهدف تحقيق أعلى قدر من الأرباح، وقد تم تشجيع ذلك من قبل الحكومة الأمريكية بمقتضى قانون يعود إلى عام 1977، ينص على أنه يمكن لأي مؤسسة مالية أن تحصل على ضمانات لودائعها المالية من الدولة: "الهيئة الفيدرالية للتأمين على الودائع"، وتحت إغراء ارتفاع أسعار العقارات دخلت العديد من البنوك وصناديق الاستثمار الأجنبية سوق الإقراض العقاري الأمريكي، مما أدى إلى خروج المخاطرة من دائرة الاقتصاد الأمريكي وانتشارها على نطاق أوسع.

واستمرت الأمور على هذا المنوال لأعوام عدة ولكن مع تراجع النمو الاقتصادي للولايات المتحدة الأمريكية والارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في السوق المصرفية الأمريكية تراجعت أسعار العقارات حتى وصلت قيمة الكثير منها إلى أقل من قيمة الأقساط المتبقية للبنك على العقار من جهة، ومن جهة أخرى ونتيجة للبطالة والتضخم عجزت مئات الآلاف من الأسر عن التسديد، مما أدى إلى عدم قدرة البنوك على بيع العقارات لاسترداد قيمة القروض، بسبب انخفاض قيمة العقار عن قيمة أقساط القروض المتبقية عليها، ونتيجة لذلك حاولت هذه البنوك الاقتراض من البنوك الأخرى، ولكن هذه البنوك أصبحت ترفض الإقراض لغيرها واتسعت رقعة البنوك التي تعاني من ذلك، مما ساهم في بروز أزمة في النشاط المالي.

<sup>1</sup> ياسر محمد قاسم باسردة، الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على البنوك الإسلامية، بحث مقدم في ملتقى الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي والإسلامي نموذجاً، 5، 6 ماي 2009، ص4.

نتيجة لذلك بدأت مضاربات كبيرة في البورصة لبيع سندات تلك القروض العقارية بأعداد كبيرة لضمان الحصول على السيولة وهو ما ساهم في انخفاض قيمة أسهم وسندات تلك العقارات، الأمر الذي أدى إلى إفلاس أو مواجهة أوضاع صعبة للكثير من البنوك وشركات التأمين الأمريكية والأوروبية. وأمام هذه الوضعية الشاذة بدأت مجموعة الاتحاد الأوروبي تفكر في تبني خطة جديدة وإستراتيجية خاصة في إنشاء نظام مشترك لضمان الودائع المصرفية الشخصية، ويحث المتحدث باسم البيت الأبيض المسؤولين الماليين في العالم لتحسين الضوابط الدولية لتكون أفضل وأجدر فاعلية. فقد دعا الرئيس الفرنسي إلى وضع أسس نظام مالي دولي جديد، بينما أكد رئيس الوزراء الروسي بأن انعدام حسن المسؤولية في النظام الأمريكي هو سبب الأزمة المالية، ويرى رئيس البرازيل أن المضاربة (Spéculation) هي المسؤولة عن انطلاق الأزمة المالية الدولية، وتوقع وزير المالية الروسي تغيير دور الولايات المتحدة الأمريكية في الساحة المالية العالمية مرجحاً تراجع استخدام الدولار بمرور الوقت كنفد عالمي.<sup>1</sup>

### 2.3.2. الأحداث المالية للأزمة وتطوراتها:

من منطوق الملاحظة والاستقراء، فإن سلسلة الأحداث المالية التي حدثت في أمريكا وأوروبا من فبراير 2007 حتى الآن، أثبتت للجميع أن الأزمة المالية الأمريكية والعالمية الجديدة ليست مجرد سحابة صيف عابرة، بل هي مرحلة حتمية لم يفاجئ المراقبون الماليون والاقتصاديون بها، حيث جاءت هذه الأحداث كما يلي<sup>2</sup>:

فيفري 2007: الولايات المتحدة الأمريكية شهدت ارتفاعاً كبيراً في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، هذا ما أدى إلى أولى عمليات إفلاس المؤسسات المصرفية المتخصصة.

جوان 2007: مصرف الاستثمار الأمريكي Bear Stearns، أول بنك كبير يعاني من خسائر قروض الرهن العقاري.

<sup>1</sup> ضيف الله العيساوي، الأزمة المالية العالمية وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، بحث مقدم في ملتقى الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي والإسلامي نموذجاً، 5، 6 ماي 2009، ص3.

<sup>2</sup> Wikipedia, Crise financière [online]: Wikipedia the free encyclopedia, [يوم الزيارة 13.01.2010](http://ar.wikipedia.org/wiki).

أوت 2007: البنك المركزي الأوروبي يضح 94,8 مليار أورو من السيولة، والخزينة الأمريكية تضخ من جانبها 24 مليار دولار، كما تدخلت العديد من البنوك الأخرى، مثل بنك اليابان والبنك الوطني السويسري.

سبتمبر 2007: بنك إنجلترا يمنح قرضا استعجاليا إلى مصرف Northern Rock لتجنبه الإفلاس، وقد تم بعد ذلك تأميمه.

أكتوبر 2007: مصرف USB السويسري يعلن عن انخفاض قيمة موجوداته بـ 4 مليار فرنك.

جانفي 2008: الخزينة الفيدرالية الأمريكية تخفض نسبة الفائدة الرئيسية بثلاث أرباع النقطة، لتصل إلى 5,3% وهو إجراء وصفه الخبراء بأنه ذو بعد استثنائي.

مارس 2008: الخزينة الفيدرالية تقول إنها مستعدة لتقديم 200 مليار دولار إلى مجموعة من البنوك الكبرى.

مارس 2008: العملاق المصرفي الأمريكي JP Morgan Chase يعلن شراءه لمصرف Bear Stearns الذي يعاني من صعوبات، وهي العملية التي حظيت بدعم مالي من طرف الخزينة الفيدرالية الأمريكية.

جويلية 2008: الضغط يشتد على مؤسستي Fannie Mae و Freddie Mac الأمريكيتين المتخصصةتين في إعادة تمويل القروض العقارية، والخزينة الأمريكية تعلن عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري.

سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري (فريدي ماك وفاني ماي) تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.

15 سبتمبر 2008: إفلاس بنك الأعمال (ليمان برانرز)، وإعلان أحد أبرز المصارف الأمريكية (بنك أوأمريكا) شراء بنك آخر للأعمال في Wall Street هو (ميريل لينش).

16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم (أي أي جي) المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79,9% من رأسمالها.

17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية نواصل 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 (أتش بي أو أس) المههدد بالإفلاس.

والسلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص 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 الأمريكية.

23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تغطي على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.

الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية.

26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية (فورتيس) في البورصة بسبب الشك بقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية يشتري بنك (جي بي مورغان) منافسه (واشنطن ميوتشوال) بمساعدة السلطات الفيدرالية.

28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موقع اتفاق في الكونغرس.

وفي أوروبا يجري تعويم (فورتس) من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا تم تأمين بنك (برادفورد وبينغلي).

29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وانهيار (وول ستريت)، إعلان بنك (سي تي غروب) الأمريكي شراء منافسه (واكوفيا) بمساعدة السلطات الفيدرالية.

1 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

### 3.3.2. آثار الأزمة المالية 2008 :

آثار الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول المتقدمة<sup>1</sup> :

على الاقتصاد الأمريكي :

<sup>1</sup> <http://www.BBCArabic.com>

"أزمة الاقتصاد العالمي"، اطلع في يوم 20-11-2009.

- دخول الاقتصاد الأمريكي مرحلة الكساد اعتباراً من ديسمبر 2007.
- ارتفاع معدل البطالة إلى 5,6% وهو أعلى معدل له منذ شهر مارس 1994.
- انخفاض حاد في الإنتاج الصناعي الأمريكي حيث تراجع خلال شهر سبتمبر 2007 بمعدل غير مسبق خلال أكثر من 34 سنة.
- استمرار خسارة الوظائف وارتفاع معدل الإفلاس.
- بورصة نيويورك تغلق على أدنى مستوى منذ 5 سنوات.

#### على الاقتصاد الأوروبي :

- تراجع الاقتصاد البريطاني.
- تراجع حركة الاستهلاك إلى أدنى معدل لها في 13 عام.
- دخول ألمانيا في حالة الكساد الاقتصادي بعدما حدث انكماش اقتصادي بنسبة 2,0% في الربع الثالث من 2008.
- ارتفاع نسبة البطالة في فرنسا بنحو 7,7%.
- خفض البنك المركزي الأوروبي نسبة الفائدة في بنوك البلدان 15 التي تتعامل باليورو من 25,3% إلى 5,2% وهو أكبر تخفيض يقره البنك الأوروبي منذ إنشائه عام 1998.

#### على الاقتصاد الياباني :

- تراجع مؤشر بورصة اليابان 4,1%.
- انكماش الاقتصاد الياباني بمعدل 1,0%، كما تراجع الناتج الوطني بمعدل 4,0% خلال الفترة نفسها.

#### تأثير الأزمة على الوطن العربي :

يختلف تأثير الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، ومرجع ذلك يعود إلى تبعية اقتصاد هذه الدول وارتباطه بالاقتصاد الأمريكي والأوروبي، كم يرجع أيضاً إلى مدى تطبيق النظام الرأسمالي في اقتصاداتها.

#### الأردن :

يصف مسؤولون حكوميون أن الاقتصاد الأردني بمنأى عما يجري في الأسواق المالية العالمية، بسبب قلة التشابكات بين النظام المصرفي الأردني والأمريكي من جهة، وأداء الاقتصاد الوطني الجيد خلال 2008، وسلامة أنظمة الرقابة في السوق المالي من جهة أخرى. ووصفوا التوقعات بوجود آثار للأزمة المالية بالمبالغة في التقديرات من قبل صغار المستثمرين، مما دفع لتراجع البورصة، رغم عدم وجود مبررات لهذه التقديرات، ويشارك الأردن تونس، المغرب وموريتانيا.<sup>1</sup>

السعودية :

قال عدد من الاقتصاديين أن آثار الأزمة ستطول المملكة نظرا لاقتصادها المفتوح، مشيرين إلى أنه ليس هناك قيود على حركة رؤوس الأموال فيها إضافة إلى ارتباط عملتها بالدولار واعتمادها على النفط المسعر بالدولار، مستبعدين أن تتخض الأزمة علة ولادة نظام مالي جديد إلا أنه يمكن القول بأنه يتم تعديل النظام الحالي ومراجعة قوانينه، وسيستمر النظام في الاعتماد على القروض والتمويل والبنوك الاستثمارية وتفعيل القطاع الخاص. وأكد عدد من الاقتصاديين أن صناعات السياسة المالية والنقدية الخليجية استطاعوا التجاوب مع الأحداث المتسارعة بشكل سيعيد الاستقرار والثقة إلى الأسواق. وتشارك كل دول الخليج العربي في هذا الوضع.<sup>2</sup>

الجزائر :

إن الاقتصاد الجزائري مرتبط بالاقتصاد العالمي لاسيما من خلال التجارة ومؤخرا من خلال توظيف احتياطي الصرف، ويمكن للأزمة أن تؤثر على اقتصادنا من خلال مؤشرين:<sup>3</sup>

1. قيمة الدولار الأمريكي : يقوم تصديرنا للنفط على الدولار، وإذا تواصلت الأزمة ستندهور قيمة صادراتنا بشدة، كما أن الطلب العالمي على النفط سيتراجع ومعه الأسعار العالمية للمحروقات، مما سيضاعف من تراجع عائدات صادراتنا، أما فيما يتعلق بتراجع احتياطات الصرف التي قد تنجر عن تراجع قيمة الدولار فقد نوع بنك الجزائر في العملات (الدولار، اليورو، الين، الليرة) .

2. التضخم المالي: يجب الحذر منه خصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية والمقدر بحوالي 46 مليار دولار، فعندما تتجاوز نسبة فوائد توظيف هذه السندات نسج خسائر.

كيفية تفادي تكرار الأزمات المالية

<sup>1</sup> <http://www.alaswaq.net/articles/2008/11/02.19306.html>

<sup>2</sup> صحيفة الرياض، عدد 14724، تاريخ 2008/10/16 الموافق لـ 16 شوال 1429، العربية السعودية.

<sup>3</sup> <http://www.echoronkoline.com>

استنادا لما تطرقنا إليه من أزمات مالية يمكن أن نستخلص بعض الإرشادات التالية:<sup>1</sup>

1. يمكن لسوق الأسهم من أن تسمح للمستثمرين بممارسة عمليات المضاربة السريعة لكن بحدود معينة بحيث لا يتجاوز حجم هذه التعاملات سقفا معينا خلال تداولات اليوم الواحد بحسب كنسبة من حجم
2. التعاملات الكلي في السوق ويحدد وفق معايير مدروسة من قبل الجهات المشرفة على أداء السوق اليومي.
3. تكييف السياسات الضريبية بحيث لا تشجع استثمار الرساميل على المدى القصير كوسيلة للتحكم بظاهرة المضاربة السريعة والتي قد تؤدي إلى انعكاسات سلبية على أداء السوق كله في حال لم يتم التحكم بها.
4. تحرير الأسواق بشكل مدروس من حيث القوانين والتشريعات اللازمة، وبشكل تدريجي، وهي مشكلة وقعت فيها الدول الآسيوية.
5. لابد من تدخل البنوك المركزية لإنقاذ البنوك الكبيرة التي تعرضت لإفلاس للأسباب التي ذكرنا سابقا من خلال ضخ السيولة فيها وتصحيح وضعها المالي ولو مؤقتا بهدف إعادة زرع الثقة فيها من قبل المتعاملين معها.
6. وضع ضوابط على تدفق رؤوس الأموال خارجا للحد من مشكلة نفاذ السيولة من المؤسسات المالية والأسواق المالية على حد سواء في حال ظهور بوادر أزمة في السوق، وهذا لا يعني مطلقا أن لا تحاسب الشركات الخاسرة على آدائها المتردي على حساب أصحاب رأس المال.
7. إرساء الشفافية لأنها تعد أمرا ضروريا لكسب ثقة المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء.
8. القضاء على مشكلة التضخم حلما تظهر لأنه يؤدي عمليا إلى تآكل القوة الشرائية للعملة.
9. الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية، لأن الإسلام دين نظم جميع نواحي الحياة الإنسانية بطريقة سليمة، علمية وإنسانية.
10. اعتماد الدول العربية على الاستثمار والبناء الداخلي.
11. تنويع الموارد ماعدا المحروقات.

في خضم تنوع مغريات الحياة المعاصرة، وتعدد أزماتها الفكرية والاجتماعية والاقتصادية والسياسية، وفي أثناء غياب ذلك الدور الريادي الذي كان ذات يوم للإسلام وأهله في مشارق الأرض ومغاربها، وأمام عجز سائر الحلول الآنية الجزئية لمواجهة أشكال المغريات مكافحة صنوف الأزمات، وفي هذه

<sup>1</sup> أثر الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري ، <http://www.echoronkoline.com> ، يوم الزيارة 2010/01/10.

الأثناء تبرز أهمية الالتفات والعودة إلى المنهج الإسلامي المتكامل، القادر على مواجهة كل المغريات، ومعالجة سائر الأزمات بأشكالها المختلفة ولا يزال التاريخ شاهداً على هذه الخاصية للمنهج الإسلامي يوم أن كان هو المنهج الذي يحكم العالم ويوجه آدائه وتوازنه ومشاكله.

### خلاصة الفصل :

إن الأزمة المالية التي تعرض لها القطاع المالي الأمريكي بشكل خاص لم تبق أمريكية فقط بل امتدت لتشمل كافة الاقتصادات وخاصة القوية منها ، وهذا بفعل ارتباط وتشابك الاقتصاد العالمي ، وسوف تؤدي إلى مراجعة وإعادة النظر في الممارسات المالية التي اعتبرت حتى وقت نشوب هذه الأزمة من المسلمات المستقرة في الصناعة المالية والمصرفية ، وقد تؤدي نتائج هذه الأزمة إلى إصلاحات هامة من شأنها تصحيح مسار الرأسمالية وسياسة الاقتصاد الليبرالي بشكل يوفر للاقتصاد العالمي استقراراً مالياً واقتصادياً أفضل.

وإذا ما نظرنا إلى المستقبل ، نجد أنه من الممكن الاستفادة من الانكماش المالي العالمي الحاصل كفرصة فريدة للاستثمار الإقليمي والإصلاح الاقتصادي والاجتماعي في الدول العربية ، ومن الضروري كذلك إيجاد حلول أفضل من أجل ضمان توزيع ثمار العولمة بشكل أكثر مساواة بين مختلف أنحاء العالم العربي .

وعموما علينا الخروج من تدابير الدعم الاستثنائي المطبقة وقت الأزمة إلى نظام مالي مأمون يتسم بدرجة كافية من الديناميكية والابتكار لدعم النمو القابل للاستمرار .

استنادا لما سبق أيضا يمكن اعتبار إنشاء صناديق الاستثمار السيادية سبيلا لمواجهة الأزمة المالية العالمية ، بواسطة التدخل الحكومي المباشر ، فقد أكلت العديد من الحكومات لمؤسساتها الاستثمارية وإدارتها المالية إلى المبادرة في إنشاء أو طرح صناديق استثمارية سيادية مهمتها الأولى هي محاولة التخفيف من مشكل انخفاض قيم الأصول وتبعات ذلك على المؤسسات الاستثمارية . وفعلا باشرت تلك الصناديق اقتناص الفرص عبر اقتناء كم كبير من الأصول المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية طمعا في تحقيق المكاسب الرأسمالية ، والمساهمة في إيقاف هلع بيع تلك الأصول وتثبيت القيم بالدرجة الثانية .

ومن خلال ذلك نفترض في الفصول القادمة لبحثنا أن تكون صناديق الثروة السيادية حلا لتحقيق الاستقرار المالي العالمي ، حيث شهدت الفترة الأخيرة نقاشا حاميا في شأن الدور المستقبلي لصناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي ، فقد أشار المعلقون في ذروة النقاش في صيف 2007 إلى أن صناديق الثروة السيادية ستتهز منطوق الرأسمالية ، لذلك من المهم الحفاظ على عمل هذه الصناديق باتجاه اندماجها بشكل منظم في البناء المالي العالمي .

# الفصل الثاني

## الفصل الثاني: الصناديق السيادية وعوامل نموها

أصبح من المعترف به أن صناديق استثمار الثروة السيادية هي مؤسسات استثمارية مستقرة وأطراف مشاركة مهمة في النظام المالي العالمي ، وقد بينت هذا الواقع اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية في 2008 حين أعربت عن الحاجة إلى مزيد من التحليل لأهم القضايا المتعلقة بمستثمري تدفقات صناديق الثروة السيادية ومنتقياها .

هذه الصناديق ليست ظاهرة جديدة ، لكنها كانت إلى حد ما تمثل لاعبين على أطراف الأسواق المالية العالمية ، بيد أن الانتقال من الأطراف إلى المركز كان سريعا وهاما ، مدفوعا بالتدفق الهائل للرساميل من الغرب نحو الاقتصادات المصدرة للسلع ، كالدول المنتجة للنفط واقتصادات ناشئة أخرى ، هذه المداخل وفرت قاعدة متينة للصناديق السيادية ، مما قذف بها من هامش الأسواق العالمية إلى مركزها لتصبح لاعبا مهما في الاقتصاد العالمي .

من جهة أخرى رافقت الأهمية المطردة لصناديق الثروة السيادية نقاشات عامة حادة في شأن المخاطر التي قد تفرضها على المصالح الاقتصادية ومصالح الشركات ، وأخيرا على المصالح السياسية في الغرب.

واستجابة إلى الضغط العام ، بدأ مدققوا الأنظمة والقوانين على المستويين الوطني والعالمي في تطوير سياسات ينتظر منها أن توفر أطرا جديدة للصناديق السيادية كي تعمل على توجيهها ، وكانت أهم مبادرة دولية في هذا الصدد مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية ، التي شكلها صندوق النقد الدولي بهدف تطوير قواعد وسلوك الصناديق السيادية لتعمل ضمن إطار أكثر شفافية وحوكمة ، يخدم مصالح الدول المالكة ويبدد مخاوف الدول المتلقية .

ولتأكيد ما سبق ذكره تطرقنا في هذا الفصل إلى :

صناديق الاستثمار والإشارة إليها بصفة عامة في مبحث أول ، ثم إلى صناديق الاستثمار السيادية من خلال تعريفها وأهميتها وأنواعها في مبحث ثان ، وأخيرا تم الإشارة إلى الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية وموقف الدول الغربية من تحركاتها .



## المبحث I : صناديق الاستثمار والمحافظة الاستثمارية

يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية -الأسهم والسندات- وغيرها إلى تخصص دقيق وخبرة كافية بأحوال السوق، تمكن من اختيار المناسب من هذه الأوراق والأصول المختلفة، وتساعد على تكوين محفظة متوازنة للأوراق المالية يمكن الاستفادة منها والتعامل بها في الوقت المناسب لاقتناء الفرص المتميزة لتحقيق أرباح منها. كما يتطلب موارد مالية كافية لشراء أوراق عديدة ومتنوعة تشمل مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي. وعلى هذا الأساس قامت شركات الاستثمار والمصارف التجارية وشركات التأمين بإنشاء صناديق الاستثمار Mutual Funds حتى تتمكن من تجميع المدخرات من الجمهور وتوجيهها إلى قطاع الاستثمار غير المباشر المتمثل في اقتناء محفظة متنوعة للأوراق المالية.

وقد أصبحت صناديق الاستثمار تلعب دورا هاما وأساسيا في أسواق المال في كل دول العالم بوصفها وعاء جديدا لتجميع المدخرات بصفة أساسية في القطاع العائلي لإتاحة الفرصة له للدخول في ميدان الاستثمار في الأوراق المالية.

### 1. صناديق الاستثمار

#### نبذة تاريخية عن صناديق الاستثمار

بدأت فكرة صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الغربية في عام 1924، وأخذت تنمو ببطء حتى بداية الثمانينات من القرن الماضي. والواقع أنه نتيجة للتطور السريع في مجالات الاتصالات وسرعة تناقل المعلومات، زادت هذه الصناديق بمعدلات كبيرة وأصبحت الآن أحد أهم الوسائل المتخصصة في الاستثمارات المالية في العالم.<sup>1</sup>

ويلاحظ وجود أكثر من 2000 صندوق استثمار مختلف في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تزايدت أصولها من 292 بليون دولار عام 1984 إلى 900 بليون دولار في عام 1990، وقد تزايدت حسابات

<sup>1</sup> رمضان الشراح، الاستثمار -النظرية والتطبيق- ذات السلاسل للطباعة والنشر والتوزيع، الكويت، ط 1، 2005، ص127.

المساهمين في هذه الصناديق من 9.8 مليون عام 1979 إلى أكثر من 85 مليون في عام 1990، وهذا وقد تزايدت مساهمات الأسر في صناديق الاستثمار من 6% إلى ما يقارب 25% خلال نفس الفترة.<sup>1</sup> والجدول الموالي يبين نمو صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة (الأصول بملايين الدولارات):

**جدل رقم 5 : نمو صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية (الأصول بملايين الدولارات) :**

عدد الصناديق	المجموع	أسواق المال	الدخل والسند	الملكية	نهاية السنة
68	0.5			0.5	1940
73	1.3			1.3	1945
98	2.5			2.5	1950
125	7.8			7.8	1955
161	17			17	1960
170	35.2			35.2	1965
356	47.6		2.5	45.1	1970
390	45.9	3.7	4.7	37.5	1975
564	134.8	76.4	14	44.4	1980
1528	595.5	243.8	134.8	116.9	1985
3105	1066.8	498.3	322.7	245.8	1990
3427	1395.5	542.5	322.7	411.6	1991
3850	1646.3	546.2	577.3	522.8	1992
4558	2075.4	565.3	761.1	749	1993
5357	2161.5	611.0	684	866.5	1994
5608	2495.8	687.0	741.5	1067.2	1996 و 1995

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000، ص422.

المصدر: خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم، تحليل، استراتيجية، دار الميسرة، عمان، ط 1، 1999، ص250.

## 1.1. مفهوم صناديق الاستثمار وأهميتها وأهدافها

### مفهوم صناديق الاستثمار

يمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها سلة تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم والسندات، تم شراؤها من قبل مجموعة من المستثمرين، وتتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمارات، وقد يقوم بتكوينها شركات متخصصة أو بنوك تجارية وتتولى إدارتها بنفسها.<sup>1</sup>

ويرى البعض أنها: محافظ تجتمع فيها المدخرات الصغيرة لتكون حجما من الاستثمار يمكن أن يستفيد من ميزات التنويع الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه، وتقوم هذه الصناديق بجمع الاشتراكات عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عند الإصدار شبيهة بالأسهم.<sup>2</sup> أما البعض فيعرفها على أنها: مؤسسات مالية تقوم بإصدار وثائق استثمار تباعها للجمهور وتستثمر حصيلة البيع في تكوين محفظة أوراق مالية وفقا لأهداف محددة وسياسات معلن عنها، وقد يكون الهدف

<sup>1</sup> توفيق عبد الرحمن، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، مركز الخبرات المهنية للإدارة، القاهرة، ط 3، 2004، ص23.

<sup>2</sup> نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص88.

الأول هو الحصول على دخل دوري يتم توزيعه على حملة الوثائق أو تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى زيادة قيمة الوثائق التي أصدرها الصندوق.<sup>1</sup>

ومن التعاريف السابقة يتضح أن صناديق الاستثمار في الاقتصاد عبارة عن وعاء مالي لتجميع مدخرات صغار المستثمرين الذي يرغبون في استثمار أموالهم، ثم استثمار هذه المدخرات في الأوراق المالية وذلك من خلال جهة لديها الخبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المؤسسين والمستثمرين والاقتصاد القومي ككل. كما يتضح مما سبق أن وظيفة الصناديق تنحصر في:<sup>2</sup>

تجميع المدخرات من صغار وكبار المدخرين، أي اعتبارها أحد أوعية الادخار التي تختلف في طبيعتها عن أوعية الادخار الأخرى، من حيث أن الصندوق يصدر أوراقا مالية يطلق عليها وثائق الاستثمار. توجيه ما تجمع في الصندوق من مدخرات نحو الاستثمار في محافظ الأوراق المالية بما يحقق عوائد مناسبة لحملة الوثائق، وفي نفس الوقت الإسهام في تنشيط سوق رأس المال، وتحفيز الاستثمار لخدمة الأغراض القومية.

#### أهمية صناديق الاستثمار وخصائص المستثمرين بها :

تتلخص أهمية صناديق الاستثمار فيما يلي<sup>3</sup> :

-يجدر بنا بداية إلى الإشارة إلى أن تعدد أوجه الاستثمار في الصناديق يساعد على توزيع المخاطر، فضلا عن تحقيق أرباح بمعدلات مناسبة، لذلك فإنها تجذب اهتمام العديد من المستثمرين، هذا بالإضافة إلى أن قرارات الاستثمار التي يتم اتخاذها بواسطة إدارة الصندوق أي أنها تحقق درجة كبيرة من الاستقرار للمستثمرين.

-تأسست صناديق الاستثمار لتسويق الخدمات الاستثمارية الخاصة بشركات الاستثمار لخدمة مصالح المستثمرين.

-تقوم الصناديق بنشر أسعارها في وسائل الإعلام المختلفة مما يجعل مدير الصندوق حريصا على الأداء الجيد، بالإضافة إلى أن المستثمرين يستطيعون الاستفادة من خبرات مديري الاستثمار المتخصصين من خلال استثمارهم في الصناديق.

<sup>1</sup> رمضان الشراح، مرجع سابق، ص129.

<sup>2</sup> أشرف محمد دواية، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، ط 1، 2004، ص49.

<sup>3</sup> رمضان الشراح، مرجع سابق، ص131.

يمكن القول عموماً إن صناديق الاستثمار تعد وعاءاً استثمارياً يتناسب والأشخاص الذين يتسمون بالخصائص التالية:<sup>1</sup>

- فئة الأفراد الذين ليس لديهم الوقت الكاف لمتابعة أسواق المال، ويبحثون عن جهة متخصصة تتوب عنهم في إدارة استثماراتهم.

- الأفراد الذين يرغبون في تنويع استثماراتهم، ولكن لا يملكون القدرة على ذلك.

- الأشخاص الذين ليس لديهم الخبرة والمعرفة بأساليب التعامل في السوق المالي وتقييم الفرص الاستثمارية.

- فئة الأشخاص الذين يملكون مبالغ صغيرة من المال، ولا يقدرّون على توظيفها بأنفسهم، ويرغبون في الاستفادة منها والمحافظة عليها.

- أشخاص يتميزون بكبر السن، ويخططون للتقاعد مبكراً.

## **2.1. مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار**

تشتمل صناديق الاستثمار على مجموعة من المزايا سواء للمستثمرين أو للاقتصاد القومي والتي نتناولها فيما يلي:

### **بالنسبة للمستثمر**

يستطيع المستثمر الصغير تحقيق عوائد مرتفعة في ظل مخاطر أقل وذلك من خلال:<sup>2</sup>

#### **1. توافر الإدارة المحترفة:**

وذلك بأن يتولى إدارة الصندوق شركات وأشخاص محترفون متقنون لفن إدارة هذه الصناديق، ويقومون بدراسة أداء كل شركة من الشركات المقيدة بالبورصة، كما يقوم مدير هذه الصناديق بمراجعة أداء الصناديق نفسها بشكل دوري وفي ضوء الأهداف المحددة للصندوق.

#### **2. تنوع الاستثمارات:**

تقوم الإدارة باستثمار أموال الصندوق في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية من قطاعات مختلفة في السوق (مثل قطاع الزراعة، أو الصناعة، أو السياحة... إلخ)، وذلك للتقليل من مخاطر الاستثمار

<sup>1</sup> توفيق عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 29.

<sup>2</sup> ديفدسون ألكسندر، المضاربة في البورصة، مرجع سابق، ص 79.

والخسائر الناجمة عنه، بحيث يعوض ارتفاع سعر ورقة مالية الخسارة الناجمة في انخفاض سعر ورقة مالية أخرى.

3. تنوع الأهداف الاستثمارية بما يناسب كل مستثمر:

لكل صندوق استثمار أهدافه، فهناك صناديق تهدف إلى تحقيق نمو في رأس مالها، وأخرى تستهدف تحقيق عائد دوري، والصناديق المتخصصة التي تستثمر أموالها في قطاعات بعينها، وغيرها من الأنواع الأخرى التي سيتم التطرق لها في الصفحات القادمة.

4. المرونة والملاءمة:

معنى ذلك أن هناك أنواع من الصناديق تسمح للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة مما يحقق خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من وقت لآخر. بل ويمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته أو أن يبقي رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل، كما له أن يعيد استثمار ذلك الدخل.<sup>1</sup>

5. سيولة الاستثمار وسهولة استرداد الأموال المستثمرة:

أي توفير السيولة للمستثمر في الوقت الذي يراه مناسباً، من خلال استرداد أمواله قبل نهاية مدة وثيقة الاستثمار إما مباشرة من الصندوق أو من خلال بورصة الأوراق المالية. بالنسبة للاقتصاد القومي: وتتمثل في:<sup>2</sup>

1. تنشيط سوق الأوراق المالية:

إذا جاءت صناديق الاستثمار لاستقبال المدخرات وأحسنّت استثمارها وحققت العائد الآمن والمتزن والمستقر للمدخرين العاديين فذلك سيؤدي إلى تشجيعهم على ضخ مدخراتهم في سوق الأوراق المالية.

2. انتظام سوق الأوراق المالية:

تضمن صناديق الاستثمار انتظام السوق المالية من خلال عدم تعريضها للتقلبات المفاجئة التي تحدث كثيراً خلال المضاربات الجامحة، وذلك من خلال تكوين محافظ من الأوراق المالية الجيدة الصادرة عن الشركات التي تتبوأ مركزاً مالياً ممتازاً.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، سندات، صناديق استثمار، المكتب العربي الحديث، دون سنة نشر، ص 306.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، سندات، صناديق استثمار، مرجع سابق، ص 305.

3. امتصاص السيولة من المجتمع :

ومنه خفض معدلات التضخم.

4. حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها إلى الخارج :

وذلك من خلال فتح مجالات جديدة أمام المدخرين لاستثمار أموالهم.

### المخاطر المرتبطة بتقديم خدمات صناديق الاستثمار

بالرغم من الرواج الذي شهدته صناديق الاستثمار، إلا أن بعض النقاد يحذرون من مغبة التدهور المحتمل في سوقها ، والذي لو تحقق سيكون ضربة كبيرة للمصارف، فقد حذر أحد الخبراء من أن هناك بعض المشكلات المعاصرة التي تواجهها الصناديق اليوم، فإذا ما ارتفعت أسعار الفائدة وانخفضت القيم في السوق، فستتولد مجموعة كبيرة من المشكلات ضمن هيكل عمل الصناديق.

ومن المخاطر المرتبطة بخدمات صناديق الاستثمار ما يلي:<sup>1</sup>

يرى الكثير من النقاد أن المصارف تفتقد إلى الخبرات اللازمة لإدارة الاستثمارات بما يتوافق مع ضروريات الاستجابة لاحتمال انخفاض القيم في السوق، وبما أن تأسيس الصناديق قد يستغرق العديد من السنوات فيرى الخبراء أنه لا بد من تكوين الاستراتيجيات اللازمة بعناية فائقة بدلا من التسرع في تأسيس الصناديق دون تكوين هذه الاستراتيجيات.

عدم وضوح الرؤية لدى العملاء حول كون أموال الصناديق غير مضمونة أو غير مؤمن عليها، ففي كثير من الدول نجد أن أهم ميزة تسويقية للمصارف هي أن ودائعها مؤمن عليها ولو جزئيا، وعليه فإنه عندما تسوق المصارف أموال الصناديق ، فإن الانطباع الخاطيء يتولد لدى الجمهور من أن هذه الصناديق وخاصة التي تمتلكها المصارف مؤمن عليها في حين أنه لا تتوافر مثل هذه الضمانة لأموال الصناديق، ولذلك لا بد من الإفصاح الكامل والدقيق بأن أموال الصناديق غير مؤمن عليها لتفادي إرباك العميل.

### 3.1. إنشاء وعمل صناديق الاستثمار

#### إنشاء صندوق استثماري جديد : Creation New Mutual Fund

معظم صناديق الاستثمار قد نشأت بالأصل بواسطة منشأة ذات إدارة استثمارية متخصصة ، وأصبحت فيما بعد مصدر استشارة استثمارية أي الصندوق. من الناحية التصورية فإن حملة أسهم الصناديق ينتخبون مجلس إدارة يكون مسؤولا على تأجير ومراقبة المستشار الاستثماري لصندوق

<sup>1</sup> رمضان الشراح، مرجع سابق، ص134، 135.

الاستثمار، ومع ذلك فعندما يتم تشغيل صندوق استثماري جديد لشركة ما فإن الممارسة الفعلية هي لمؤسسة إدارة الاستثمار في تنمية الفكرة الاستثمارية المتعلقة بالصندوق واختيار مجلس الإدارة الأساسي له<sup>1</sup>.

### عمل صناديق الاستثمار

تبدأ المؤسسة المستثمرة بتحديد نوع المحفظة الاستثمارية والتي تعتقدها أكثر جاذبية للعامة من الناس المستثمرين، ومن الأساليب المستخدمة في ذلك نجد:

#### 1. طرق كمية في اختيار الاستثمارات

إن التعاملات في صناديق الاستثمار أدت إلى استخدام إجراءات كمية مختلفة لاختيار الأوراق المالية الواجب شراؤها أو بيعها، ومثل هذه النماذج الكمية تتراوح ما بين جدولة وترتيب الأوراق المالية باستخدام الطرق الإحصائية مثل نمو الإيرادات، ونسب الأسعار إلى القيمة الدفترية بالإضافة إلى نماذج تعتمد على نظرية تسعير الأربتراج (Arbitrage Pricing Theory).

#### 2. عرض خدمات لا تقدمها هيئات أخرى

إذ إن إحدى المنشآت ( Vanguard group ) قد عرضت صندوق استثماري ذي ملكية متنوعة على مدى واسع ويدار هذا الصندوق بطريقة من شأنها تخفيض العبء الضريبي للمستثمرين فيه<sup>2</sup>.

#### 3. عروض المستشار المبنية على سمعة صناديق موجودة

بعض المستشارين للعمليات الاستثمارية قد بدأ أعماله بمجموعة صغيرة من صناديق الاستثمار وعندما تكون نتائج الأعمال والإنجاز مقنعة يتم عرض صناديق استثمارية جديدة لتدور في المجال الذي يقوم به المستشار.

وعندما تستقر منشأة إدارة الاستثمار على نوع من صناديق الاستثمار ترغب بعرضه، فإن أعدادا من الأفراد ذوي المعرفة سيتصلون ويسألون إذا كان بالمقدور اعتمادهم كمجلس أولي في إدارة الصندوق الجديد. وهذا المجلس سيعمل مع المؤسسة الاستثمارية لغرض<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص 257-258.

<sup>2</sup> خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص 259.



1. تأسيس الصندوق Incorporate the fund.
2. اختيار وكيل (Select custodian) يكون مسؤولاً عن استلام وتوزيع النقد والأوراق المالية للصندوق.
3. اختيار المحاسبين والمستشار القانوني للصندوق Select accountants & counsel.
4. تحديد أهداف الاستثمار والقيود المفروضة عليه Define objectives & constraints investment.
5. مناقشة الظروف التي بموجبها تقوم المنشأة بإدارة الاستثمار والمستخدم حسب الطريقة التي يقترحها المستشار Negotiating term's investment.
6. تسجيل الصندوق لدى الدائرة المختصة في الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً مع (SEC).

## 2. أنواع صناديق الاستثمار

تتعدد أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لرغبات المستثمرين وتعدد أهدافهم، ووفقاً لمكونات محفظة الأوراق المالية، ويمكن تصنيف صناديق الاستثمار على النحو التالي:

### 1.2. أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لهيكل رأس مالها :

بحيث تنقسم هذه الأخيرة إلى نوعين، هما:

1. صناديق الاستثمار المفتوحة : يقصد بها تلك الصناديق التي تستطيع بيع أسهمها للمستثمرين بقدر رغبتهم أو حسب ما يحتاجه المستثمرون، ففي هذه الصناديق لا يستطيع الشخص أن يتداول أسهم الصندوق في الأسواق المالية إلا عن طريق الصندوق نفسه<sup>2</sup>، لأن الشركة صاحبة الصندوق تصدر عدداً من وثائق الاستثمار وتكون ملزمة باسترداد الوثائق ودفع القيمة الاستردادية لها إلى حاملتها<sup>3</sup>.
- وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد، ذلك لأنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها، وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات، أما بالنسبة لسعر الشراء فيكون مساوياً لقيمة الأصل الصافية للسهم وكذلك السعر الذي يباع به السهم إذا لم تكن هناك

<sup>1</sup> توفيق عبد الرحمن، مرجع سابق، ص24.

<sup>2</sup> عبد الرحمن توفيق، مرجع سابق، ص25.

<sup>3</sup> حسن حمدي، مرجع سابق، ص82.

مصروفات شراء، أما إذا وجدت فتضاف لقيمة الأصل الصافية يوميا أو حتى مرتين في اليوم، ويتم الحساب على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وقت إجراء الحساب.<sup>1</sup>

**2.** صناديق الاستثمار المغلقة: وهي الصناديق التي تتكون من عدد محدود من الأسهم التي يمكن تداولها عن طريق السوق، أي يتم الشراء والبيع من خلال السوق وليس الصندوق.<sup>2</sup> وبذلك نجد أنه في حالة زيادة الطلب على هذا النوع من الوثائق تجعل السعر السوقي لصافي الأصول أكبر من قيمتها الصافية الأصلية، لكن عموما تكون القيمة السوقية لهذه الأصول في العادة أقل من القيمة الصافية الأصلية لها، كما يباع الإصدار الأولي لهذه الصناديق عادة بقيمة أعلى من القيمة الصافية لهذه الأصول، وذلك بهدف تغطية العمولات التي تحصل عليها بنوك الاستثمار.<sup>3</sup>

## **2.2. أنواع صناديق الاستثمار وفقا لأهدافها: وتنقسم إلى:**

### **1. صناديق النمو Growth funds:**

تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في أسهم الشركات التي يتوقع أن تحقق نمو طويل الأجل وأرباح رأسمالية، وعادة لا يتم توزيع الأرباح على المستثمرين بل تستخدم غالبا في توسيع المشروع ونموه، لأن الهدف هو تحقيق النمو في رأس المال.<sup>4</sup> كما يتم في الغالب الاستثمار في شركات ناشئة تتبع سياسات متقدمة وأبحاث مكثفة لاختراق أسواق جديدة، وذلك لتحسين القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

### **2. صناديق الدخل Income funds :**

يناسب هذا النوع المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، لذا عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة ( Blue-chip ) توزع الجانب الأكبر من

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد علي وإبراهيم سريقات، مرجع سابق، ص44.

<sup>2</sup> رمضان الشراح، مرجع سابق، ص142.

<sup>3</sup> حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمار، مرجع سابق، ص425.

<sup>4</sup> حسن حمدي، مرجع سابق، ص84.

الأرباح المتولدة<sup>1</sup>. كما تهدف هذه الصناديق إلى المحافظة على أصول الصندوق وتحقيق عائد دوري معقول من الاستثمار.

### 3. صناديق الدخل والنمو\_Partially income partially growth funds:

تهدف هذه الصناديق فضلا عن المحافظة على أصولها وتحقيق دخل دوري إلى النمو في رأس المال طويل ومتوسط الأجل مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة، وبهذا فإنها تقوم بتتويج استثماراتها عن طريق الاستثمار في مجموعة واسعة من الأوراق المالية مثل السندات التي تتيح تحقيق دخل لهم والأسهم التي توفر لهم نموا في رأس المال في الوقت ذاته، بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى، كأذونات الخزينة وشهادات الإيداع وغيرها.<sup>2</sup>

### 4. صناديق إدارة الضرائب Tax-Managed funds:

وهي تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح، مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية ما يعادل قيمتها، وبهذا لا تدفع ضريبة دخل لأنه سيتم دفعها عند بيع الأوراق المالية.<sup>3</sup>

### 3.2. أنواع صناديق الاستثمار وفقا لمكونات محفظة الأوراق المالية التي تفتنيها

يمكن تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار في أربع مجموعات: صناديق أسهم عادية، صناديق سندات، صناديق متوازنة، صناديق سوق النقد.

### 1. صناديق الأسهم العادية Common stock funds :

تشتمل هذه الصناديق على أسهم عادية فقط، إلا أنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم، فهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة أو حتى في منطقة جغرافية معينة أو تتمتع بإعفاءات ضريبية كبيرة.<sup>4</sup>

ويمكن التمييز بين نوعين من هذه الصناديق<sup>1</sup> :

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد علي وإبراهيم سريقات، مرجع سابق، ص 48.

<sup>2</sup> فليج حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث اربد، الأردن، ط 1، 2006، ص 154.

<sup>3</sup> فليج حسن خلف، نفس المرجع السابق، ص 157.

<sup>4</sup> محمد عوض عبد الجواد علي وإبراهيم سريقات، مرجع سابق، ص 148، 149.

صناديق تدار باستمرار وبقطة: وهي التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية.

صناديق لا تحظى إلا بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة: وهي التي لا تبذل إدارتها مجهودا لاختيار التشكيلة، فهي تسعى إلى تحقيق عائد مماثل للعائد على محفظة السوق.

## 2. صناديق السندات Bond funds:

وهذه الصناديق يتم الاستثمار من خلالها في السندات فقط سواء تلك التي تصدرها الحكومة أو الشركات. إذ إن بعض هذه الصناديق تتكون من سندات عالية الجودة وفي الغالب تكمن في السندات الحكومية لأن درجة المخاطرة فيها منخفضة أو شبه معدومة ومن ثمة تكون سيولتها مرتفعة اعتمادا على الثقة في الجهات الحكومية المصدرة لها بالرغم من أن عائدها يكون أقل. وبعض الصناديق تتكون من سندات تختلف درجة جودتها ومخاطرتها وسيولتها وعائدها بشكل يتناسب واحتياجات المستثمرين<sup>2</sup>.

ويمكن تقسيم صناديق السندات إلى أربعة أنواع هي:<sup>3</sup>

أ. صناديق سندات محلية: وهي التي تتكون من نسبة كبيرة من سندات الحكومة المحلية، ونسبة ضئيلة من السندات الأجنبية.

ب. صناديق سندات دولية: وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار في السندات التي تصدرها شركات موجودة في دول مختلفة، ويعتبر ذلك ضربا من ضروب التنوع في الاستثمار.<sup>4</sup>

ج. صناديق سندات ذات عوائد دورية: وهي تمكن المستثمرين من الحصول على فوائد دورية منظمة.

د. صناديق سندات خاصة: وهي الأخرى تتكون من نوعين من المحافظ:

- صناديق سندات الدرجة الأولى تتكون من سندات حكومية مضمونة من الحكومة، وعادة يكون دخلها معفى من الضريبة.

- صناديق سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حيث ترتفع هذه السندات مع ارتفاع قيمة الأسهم.

---

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 33، 34.

<sup>2</sup> فليج حين خلف، مرجع سابق، ص 148، 149.

<sup>3</sup> أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص 65.

<sup>4</sup> حسن حمدي، مرجع سابق، ص 86.

### 3. الصناديق المتوازنة: Balanced funds

وهي تلك التي تشمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت، مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وأسهم ممتازة ولذلك يطلق عليها أيضا الصناديق المنوعة.<sup>1</sup>

### 4. صناديق سوق النقد: Money market funds

يتضمن هذا النوع الودائع قصيرة الأجل وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية التي لا تتجاوز فترة استحقاقها سنة واحدة، ويتميز هذا النوع من الاستثمار باستقرار قيمته<sup>2</sup>، وكان أول ظهور لها عام 1983<sup>3</sup>، وهذا النوع يناسب المستثمرين الذين يضعون هدفي الأمان والسيولة في المقدمة، كما أنها توفر لهم ميزة هامة هي الحق في السحب منها في أي وقت دون التعرض للغرامة.<sup>4</sup>

### 4.2. أنواع صناديق الاستثمار وفقا لتحمل العميل لتكلفة البيع

تنقسم بدورها إلى صناديق محملة وأخرى غير محملة.

**1. صناديق استثمار محملة:** وهي الصناديق التي تقوم بتسويق إصداراتها من الوثائق من خلال منافذ توزيع (رجال بيع أو بيوت سمسرة) في مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر الذي يشتري الوثيقة.

**2. صناديق استثمار غير محملة:** وهي التي تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها والدعاية والترويج لها في وسائل الإعلان المختلفة، ومن ثم لا يتحمل المستثمر رسوما للشراء.

### 3. المحافظ المالية

### 1.3. نشأة المحفظة الاستثمارية ومفهومها:

أدى الدور الأساسي للمحفظة في وضع الأسس العلمية السليمة للاستثمار بالأصول بشكل عام، والاستثمار بالأصول المالية بشكل خاص، إلى شغلها ونظريتها حيزا كبيرا في أدبيات الاستثمار، ويعد الباحث (ماركويتز) من الرواد الأوائل الذين نظروا في أدبيات المحفظة ووضعوا نظريتها، وأرسى قواعدها ليسترشد بها المستثمر ومديروا المحافظ المالية، وتجسدت بمبدأ التنويع بوصفه قاعدة لاختيار

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد علي وإبراهيم سريقات، مرجع سابق، ص46.

<sup>2</sup> رمضان الشراح، مرجع سابق، ص136.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص36.

<sup>4</sup> أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص67.

مكونات المحفظة بهدف تعظيم الثروة، وقد كتب عن المحافظ الاستثمارية عام 1991، ثم جاء بعده عدد من الباحثين المحليين أمثال كورن وشارب، وبما أنه كلما تقدم الزمن زاد الادخار وزادت الشركات الاستثمارية، فلا بد إذا من إحياء طرق لاستغلال هذه الأموال استغلالاً يعتمد على أفضل الطرق العلمية الصحيحة.<sup>1</sup>

ويطلق مصطلح المحفظة على مجموع ما يملكه الفرد المستثمر من الأسهم والسندات والأصول الاستثمارية الأخرى، وعليه يمكن تقسيم المحفظة حسب الأصول المملوكة إلى ثلاثة أقسام:

1. محافظ استثمارية تختص في الأصول المالية كالأسهم والسندات والعملات الأجنبية وشهادات الإيداع وغيرها.

2. محافظ تختص في أصول حقيقية كالذهب والفضة والبلاطين (معادن ثمينة) وعقارات وسلع.

3. محافظ مختلطة تختص بالأصول المالية والأصول الحقيقية، أي أن رأس مال المحفظة يكون موزعاً على الأصول المختلفة السابقة. وسيكون التركيز على المحافظ ذات الأصول المالية لذلك سميت بالمحافظ الاستثمارية بسبب أن جميع الأبحاث والدراسات قد تمت عن تطبيق النظريات الاقتصادية والإحصائية على الاستثمار بالأوراق المالية من خلال اختبار أعلى عائد وأقل مخاطرة.

### 2.3. أهمية وأهداف إدارة المحافظ الاستثمارية:

ترجع أسباب تزايد أهمية المحافظ في المجتمع الاستثماري إلى<sup>2</sup>:

1. تدفق رأس المال إلى مختلف الشركات الاستثمارية والصناعية، وجميع هذه النفقات الكبيرة في رأس المال توجه إلى الاستثمار في الأسهم والسندات.

2. توسع المؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلى المستثمرين وخصوصاً الاستثمار في الأسهم والسندات وحديثاً زاد الاستثمار في العقارات.

3. انصب اهتمام المستثمرين إلى الربح السريع بما يتطلب إيجاد أسلوب علمي جيد لتحقيق هذا الهدف.

أما الأهداف المتوخاة من المحفظة الاستثمارية فيمكن إيجازها في:

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ط1، ص182.

<sup>2</sup> غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، ط 2، 2003، ص ص

1. المحافظة على رأس المال الأصلي : على مدير المحفظة أخذ الحذر التام بأن لا تصل الخسارة إلى رأس المال وذلك باستعمال الأسس السليمة في اختيار الأوراق المالية في المحفظة.
2. استقرار تدفق الدخل : يتطلب من مدير المحفظة المحافظة على التدفقات النقدية واختيار أوراق مالية تحقق دخل شبه ثابت باعتباره مصدرا مهما للمساهمين في أصول المحفظة.
3. النمو في رأس المال : يعد زيادة رأس مال المحفظة من أهم الأهداف التي تسعى إليها دائما إدارة المحافظ الاستثمارية أو المستثمرين بصفة عامة.
4. التنوع: يعد التنوع من أهم وسائل تقليل المخاطر التي يمكن أن تقع على المحفظة الاستثمارية وهو يعني تنوع الأدوات الاستثمارية وتحديد الأهمية النسبية لكل أداة في رأس مال المحفظة وبما يحقق أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة.
5. القابلية للسيولة والتسويق : على مدير المحفظة اختيار الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى سيولة بدون خسارة مع ضرورة أن تكون هذه الأدوات سهلة التداول حتى تحد من ظهور حالات العسر المالي أو الإفلاس لدى الوحدات المالية.

### 3.3. أنواع المحافظ الاستثمارية :

تسعى إدارة المحفظة الاستثمارية إلى اتخاذ قرار التنوع واختيار البدائل من الأدوات الاستثمارية بما يتلاءم وأهداف المستثمر، ولمواجهة ذلك تكونت في الأسواق المالية أنواعا متعددة من المحافظ الاستثمارية هي:

#### أ. محافظ النمو The growth portfolio :

وهي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق نمو مستمر في العائد، ولذلك تكون الأدوات المختارة ذات مخاطر عالية، وتضم الأسهم العادية مختلفة الشكل والإيراد والمخاطر المرتفعة نسبيا. ويتطلب التعامل بهذه الأسهم إدارات محافظ نشطة تتطلب المتابعة والمراقبة باستمرار. هذه المحافظ تهتم بالأرباح الرأسمالية.<sup>1</sup>

#### ب. محافظ الدخل The income portfolio :

وهي المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أعلى دخل للمستثمر بقليل من المخاطرة، وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية التي تدر على المستثمر أعلى العوائد، وعليه فإن تحقيق دخلا

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص294.

شهرياً أو سنوياً هو الهدف الأول والأخير ويكون ذلك إذا تم اختيار أسهم الشركات القوية الراسخة التي لا تتأثر بتقلبات السوق.<sup>1</sup>

### ج. محافظ مختلطة The mixed portfolio :

وهي المحافظ التي تجمع بين الأوراق المالية التي تتميز بتحقيق العائد وأخرى بتحقيق الربح، ويعد هذا النوع المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر لكل نوع من هذه المحافظ.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 21.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 191.



## المبحث 2 : صناديق الثروة السيادية

نتيجة للانعكاسات السلبية التي خلفتها الأزمة المالية 2007 على معظم المؤسسات المالية في معظم دول العالم، تسارعت الدول العربية في محاولة إنقاذها عن طريق تدخل صناديق الثروة السيادية، هذه الصناديق التي لم يكن العالم يسمع بها قبل الخمسينات، والتي أصبحت خلال السنوات الأخيرة حديث أكبر رجال الأعمال والسياسة في العالم لأسباب عدة، حيث كان دورها يتجلى في توفير السيولة اللازمة لاملاكها لموارد ضخمة ناتجة أساسا عن تصدير البترول مثل الإمارات العربية المتحدة.

### 1. طبيعة صناديق الثروة السيادية

لفتت قضية الصناديق السيادية نظر العالم في السنوات الأخيرة بعد أن توسعت كثيرا، خصوصا في العامين الماضيين، حين استفادت هذه الصناديق من أزمة الائتمان في الغرب وتعطشه للسيولة لإنقاذ نظامه المصرفي.

لا يوجد اتفاق عالمي على ما يمكن أن يعد صندوقا سياديا ، لذلك اختلفت تقديرات أصول هذه الصناديق مجتمعة سواء أنيا أو مستقبلا .

يعرف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية على أنها: صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ هذه الحكومة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات

استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتنشأ الصناديق السيادية في العادة معتمدة على فوائض المالية العامة أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية أو كل هذه الموارد مجتمعة.<sup>1</sup>

أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD فتعرفها على أنها وسائل استثمارية مملوكة للحكومة ، يتم تمويلها من موجودات الصرف الأجنبي. وتضيف وزارة الخزانة الأمريكية إلى ذلك أنها تدار بشكل مستقل عن الاحتياطات الرسمية للسلطات النقدية .

ويعرفها Kemmit بأنها قنوات رأسمالية عديدة تسيطر عليها الحكومة وتستثمر في الأوراق الخارجية .

بينما يعرفها معهد ماكنزي الدولي بأنها تلك الصناديق الممولة من احتياطات البنوك المركزية ، وتهدف إلى تعظيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة<sup>2</sup> .

أما فيما يخص ترومان من معهد الاقتصاديات الدولية في واشنطن فيعرف الصناديق السيادية على أنها قنوات من الأصول الدولية (وأحيانا أصول محلية) المملوكة والمدارة من حكومات لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية متنوعة<sup>3</sup> .

من خلال التعريف السابقة نخلص إلى:

-صناديق الثروة السيادية هي صناديق مملوكة من قبل الدولة تتكون من أصول مثل الأراضي أو الأسهم أو السندات أو أجهزة استثمارية أخرى.

-والصناديق السيادية هي صناديق استثمارية تملكها الحكومات للاستثمار في الأسواق الدولية، وبالطبع ليس كل الحكومات تملك مثل هذه الصناديق، بل عادة الحكومات التي لها فوائض كبيرة في ميزانياتها.

-أن الصناديق السيادية تكون مراقبة وموجهة من قبل الحكومة (gouvernement national) .

<sup>1</sup> Belaicha Amine, Bouzidi Abdeldjellil, Labaronne Daniel, Un fond d'investissement d'état pour l'algérie, Colloque international, crises financières internationale ralentissement économique mondial et effets sur les économies euromagrébines, Université de Béjaia. P3.

<sup>2</sup> Kimmitt, Robert M. (2008) Sovereign Wealth Funds and the World Economy, Foreign Affairs, Vol. 87, No. 1 Washington D.C.

<sup>3</sup> Truman, E. (2008) 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, Washington D.C.

- تقوم الصناديق السيادية بتسيير الأصول المالية طويلة الأجل.
- سياستها الاستثمارية ترمي إلى تحقيق أهداف معينة على صعيد الاقتصاد الكلي.
- ويرجع إنشاء الحكومات لهذه الصناديق إلى العديد من الأسباب التي تختلف باختلاف الغرض الرئيسي من إنشائها<sup>1</sup> :
- التحوط ضد خسائر تقلبات أسعار الصرف: وعلى هذا الأساس يفضل الخبراء أن تمتلك الدول احتياطات دولية بعملة أجنبية مختلفة من بينها العملات الرئيسية المتمثلة في الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني والجنه الإسترليني... إلخ.
- تمويل الاختلالات المحتملة في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات مع العالم الخارجي حال حدوثها.
- تحقيق أكبر عائد ممكن بالنظر لتنوع المحافظ المالية التي يمكن للحكومة الاستثمار فيها ، وتجنب انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها على شكل سيولة نقدية.

## 2.1. تاريخ الصناديق السيادية

ترجع نشأة صناديق الثروة السيادية إلى فترة طويلة ماضية، على الأقل منذ الخمسينات عندما أنشأت دولة الكويت هيئة الاستثمار الكويتية سنة 1953<sup>2</sup>.

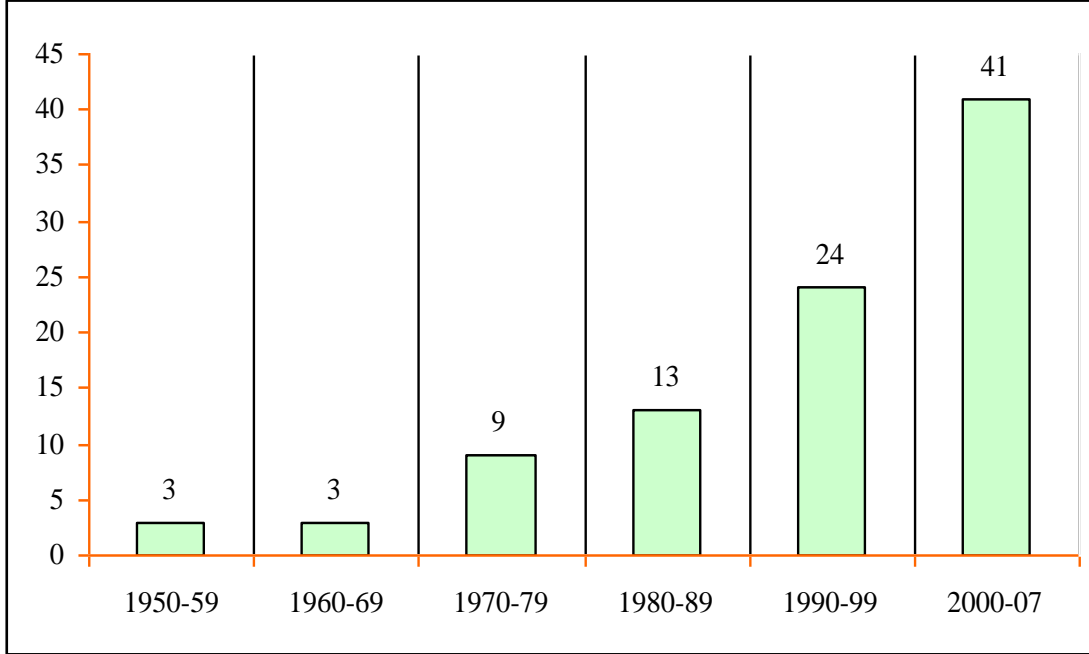
ثم ارتفع عدد الصناديق السيادية في العالم وازدادت موجوداتها وتوسعت استثماراتها على إثر تطور الاقتصاد العالمي منذ منتصف التسعينات من القرن المنصرم الذي شهد تأسيس منظمة التجارة العالمية وإبرام اتفاقات متعددة الأطراف ترمي إلى تحرير التجارة الخارجية وحركات رأس المال الأجنبي. لذلك

<sup>1</sup> نبيل بو فليج ، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية ، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية ، 2010 ، ص 89 .

<sup>2</sup> Fond Monétaire International [2008], « Fond souverain, Le FMI intensifie ses travaux, IMF survey magazine » [www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey).

ظهرت غالبية الصناديق السيادية في العالم في السنوات القليلة المنصرمة، ففي عام 1969 كان عددها ثلاثة فقط ثم ارتفع ليصل إلى 53 صندوق عام 2008.<sup>1</sup>

شكل 2 : تطور عدد الصناديق السيادية

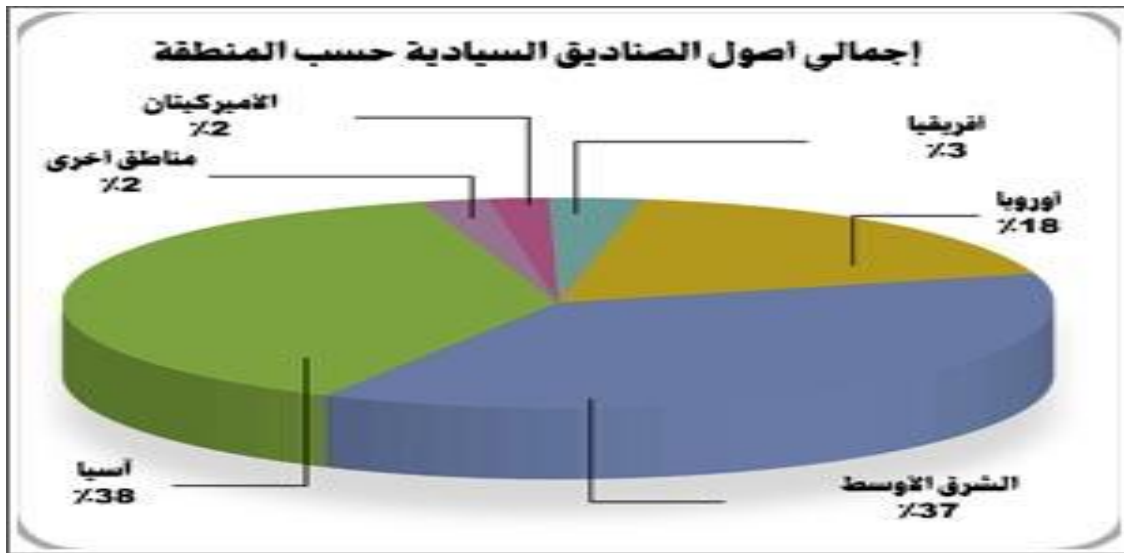
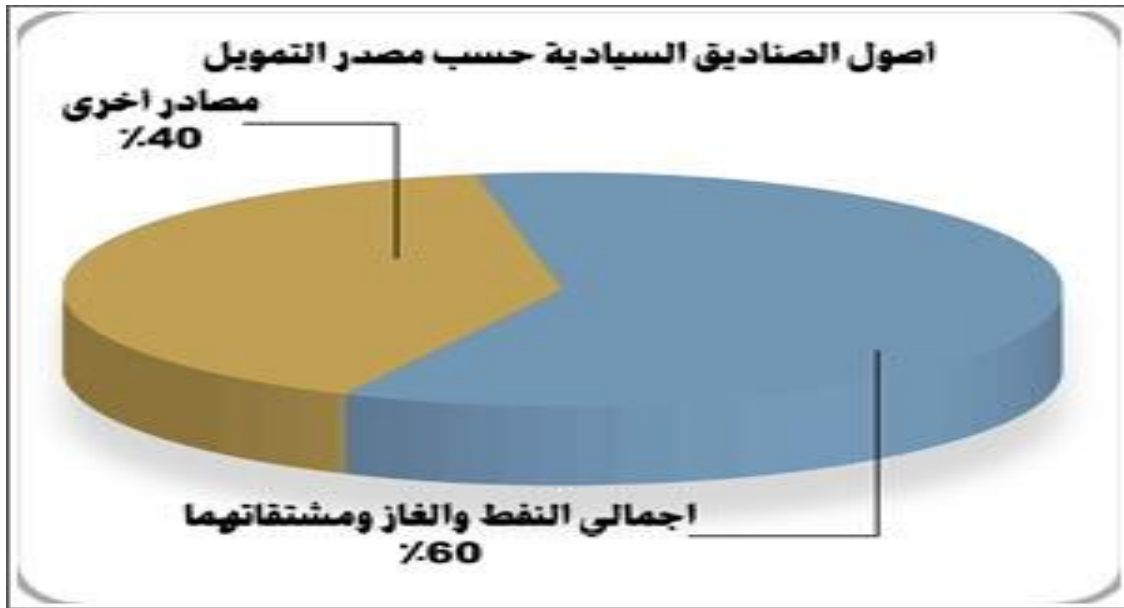


المصدر: البنك الألماني

وفي الوقت الحالي تملك أكثر من 20 دولة على المستوى العالمي صناديق للثروة السيادية إضافة إلى ست دول أخرى أعربت عن رغبتها في تأسيس صندوق سيادي، ويقع أكثر من 50% من إجمالي هذه الأصول في حوزة صناديق الثروة السيادية التابعة للدول المصدرة للنفط والغاز.

شكل 3 : أصول الصناديق السيادية حسب مصدر التمويل والمنطقة

<sup>1</sup> Tresor- ECO. Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale, République Française, Janvier 2008, n°28, P1.



**Source :** Sovereign Wealth Fund Rankings, SWF Institute , December 2009

## 2. أهمية الصناديق السيادية ودورها في النظام المالي العالمي :

اكتسبت الصناديق السيادية أهمية متزايدة في النظام النقدي والمالي الدولي، لاسيما بعد نجاحها في ضخ رؤوس أموال تجاوزت 80 مليار دولار عام 2007 في المصارف الأوروبية والأمريكية التي تكبدت خسائر فادحة نتيجة لوقوع أزمة القروض العقارية الأمريكية، وبذلك أصبحت موضع اهتمام متزايد من

صانعي السياسات والهيئات التشريعية الوطنية بسبب الجدل الدائر حولها، حيث تساور الدول المتلقية مخاوف بشأنها في ضوء تزايد أحجامها واتساع نشاطها وتنوع استراتيجياتها الاستثمارية.

## 1.2. الدور الإيجابي الذي أدته الصناديق السيادية في النظام المالي العالمي<sup>1</sup> :

أكد "ليبسكي"<sup>\*</sup> على الأهمية المتزايدة التي تكتسبها صناديق الثروة السيادية ليس فقط في البلدان التي تنتمي إليها وإنما أيضا في النظام المالي الدولي، قائلا إن هذه الصناديق تشكل اليوم ربع أو ثلث الأصول الأجنبية في البلدان المختلفة. وأضاف أنه من المتوقع لهذه الأصول أن تتجاوز رصيد احتياطات النقد الأجنبي في المستقبل غير البعيد وأن تصل إلى ما بين 7 و 11 تريليون دولار أمريكي بحلول 2013. وأشاد ليبسكي بالدور الذي أسهمت به هذه الصناديق في امتصاص الصدمات عن طريق توفير رأس المال في أسواق الاقتصادات المتقدمة أثناء الاضطرابات المالية في 2007، كذلك أشار إلى أن هذه الصناديق تدرك بوضوح أن مصلحتها على المدى الطويل تكمن في الحفاظ على أسواق تتسم بالانفتاح والسيولة وكفاءة الأداء.

ورغم الحجم المالي الكبير للصناديق السيادية، فإنها تبقى متواضعة بالمقارنة مع بعض الهيئات المالية العاملة على مستوى الأسواق المالية العالمية<sup>2</sup>، حيث:

تمثل  $\frac{1}{6}$  الأصول المدارة من قبل شركات التأمين التي تدير أكثر من 16 تريليون دولار.

تمثل  $\frac{1}{7}$  الأصول المدارة من قبل صناديق المعاشات والتي تصل إلى أكثر من 15 تريليون دولار.

تمثل أقل من  $\frac{1}{2}$  احتياطات الصرف العالمية التي تصل إلى 7 تريليون دولار.

وهذا ما يجعل الصناديق السيادية في المرتبة الرابعة من حيث الأهمية رغم كونها تحوز على ضعف الأصول المدارة من قبل صناديق المضاربة ( 1.5-2 تريليون دولار)، وأكثر من 10 أضعاف الأموال القابلة للإقراض من قبل صندوق النقد الدولي والتي تصل إلى 250 مليار دولار.

<sup>1</sup> جون ليبسكي، مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود، صندوق النقد الدولي ، 3 سبتمبر 2008، ص 2 .

<sup>\*</sup> جون ليبسكي، النائب الأول لمدير عام صندوق النقد الدولي.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، 13، 14 آذار 2009، ص 4.

كما ويعتبر حجم أصول الصناديق السيادية ضئيلا مقارنة بالأصول المالية العالمية الأخرى والجدول الموالي يؤكد ذلك :

**جدول رقم 6 : مؤشرات نسبة حجم أصول الصناديق السيادية إلى أصول أخرى (أوائل 2008) ( % )**  
(

أصول الأسواق المالية	رسملة سوق ستاندرد أند بورز	الاستثمارات المؤسسية	
1,6-1	24-17	5,5-4	الصناديق السيادية
1,1-0,7	18-12	4-2,8	الصناديق السيادية النفطية
0,7-0,4	12-6	2,6-1,5	الصناديق السيادية لدول الخليج

**المصدر :** ماجد عبد الله المنيف ، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية ، النفط والتعاون العربي - المجلد 35 العدد 129 ربيع 2009 ، ص 216 .

#### دور وأهمية الصناديق السيادية للدولة المالكة والدولة المتلقية<sup>1</sup>

تفترض السياسة الاقتصادية الرشيدة استثمار الأموال العامة بصورة منتجة بدلا من إنفاقها في ميادين الأبهة أو وضعها في حسابات مصرفية لا تدر دخولا حقيقية بسبب هبوط أسعار الفائدة وارتفاع معدلات التضخم. وتتجلى أهمية الصناديق السيادية في حصول الدولة على دخول لتغطية عجزها المالي عندما تهبط إيراداتها وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر.

<sup>1</sup> موقع الجزيرة ، يوم الزيارة 2010/12/27 :

<http://www.aljazeera.net/Nr/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B2-OF3ACE2AB682.htm>

فطيلة الفترة الواقعة بين 1990 و 2004 سجلت ميزانية الإمارات عجزا وصل إلى ثمانية مليارات الدولارات عام 1999، وفي التسعينات لم تسجل ميزانية الكويت فائضا إلا في عام 1997، وحينئذ تم اللجوء إلى عدة وسائل لتغطية هذا العجز منها الاستفادة من أرباح الصناديق السيادية. أما إيجابيات الصناديق السيادية في الدول المتلقية فهي كثيرة، إذا إن استثمارات هذه الصناديق تؤدي مباشرة إلى تحريك الاقتصاد المتلقي وإنعاشه. كما تساهم في معالجة بعض المشاكل الاقتصادية والاجتماعية كالبطالة، فعلى سبيل المثال أدت مساهمة صندوق مبادلة الإماراتي بنسبة 8,1% من شركة (AMD) الأمريكية إلى توفير 1400 فرصة عمل مباشرة ترتبط بقطاع الإلكترونيات في هذه الشركة وحوالي 5000 فرصة عمل ترتبط بالأنشطة الأخرى ذات العلاقة بهذا القطاع.

وعندما اندلعت الأزمة العالمية رصدت عدة دول خاصة الولايات المتحدة وبلدان الاتحاد الأوروبي أموالا طائلة لإنقاذ شركاتها من الانهيار وما يترتب عليه من تعطيل الأنشطة الاقتصادية، كما اتجهت أنظار هذه الدول إلى الصناديق السيادية الخليجية والآسيوية للمساهمة في هذا الإنقاذ.

لكن من جهة أخرى لا يمكننا التغاضي عن مخاطر هذه الصناديق التي يمكن أن تنعكس على الدول المالكة لها ، ومن بين هذه المخاطر نجد<sup>1</sup> :

-الناتج المحلي الإجمالي الضائع (أو الفرصة الضائعة في صورة الناتج المحلي الضائع) بصفة خاصة الناتج غير النفطي، الذي يمكن توليده لو تم استثمار أصول هذه الصناديق محليا في أصول إنتاجية حقيقية في الداخل.

- فرص التوظيف الضائعة والتي يمكن خلقها للشباب من المواطنين، لو تم استثمار هذه الأموال في أصول إنتاجية حقيقية في الداخل، بدلا من أن يتم استثمار هذه الأموال في الخارج فتوفر فرص عمل للعمال الكوريين والصينيين والأوروبيين ، بينما لا يستفيد شباب الدول المالكة خاصة العربية منها من الوظائف التي تخلقها مثل هذه الاستثمارات، ومن ثم فهذه الصناديق تسهم في حل مشكلة البطالة في الخارج، بينما تتعمق تلك المشكلة في هذه الدول بمرور الوقت.

---

<sup>1</sup> الصناديق السيادية ، مدونة اقتصاديات الكويت ودول مجلس التعاون الخليجي ، على الموقع الإلكتروني بتاريخ

: 2010/11/30

[http://economyofkuwait.blogspot.com/2010/08/blog-post\\_24.html](http://economyofkuwait.blogspot.com/2010/08/blog-post_24.html)



- انخفاض معدلات النمو الاقتصادي المحققة مقارنة بمعدل النمو الكامن أي الذي يمكن تحقيقه لو تم استثمار هذه الأصول محليا.

- تدني العوائد المحققة على هذه الاستثمارات والتي تقتصر على نسبة محددة من الفائدة، إذا تم الاستثمار في أصول مالية، أو نسبة توزيعات محددة للأرباح، إذا كنا نستثمر في أصول حقيقية (شركات ومصانع... الخ). وهذه العوائد لا تتناسب مع تكلفة الفرصة البديلة لتلك الاستثمارات بالنظر إلى العوائد الضخمة التي يمكن أن تعود على الدول المالكة إذا ما تم استثمار هذه الأصول بكفاءة محليا، أو بالنظر إلى الأرباح الضخمة التي تحققها الدول المستضيفة نتيجة استثمار هذه الأصول لديها في الخارج.

- المخاطر التي تصاحب استثمار تلك الأصول في الخارج والناجمة عن احتمال تعرض أصول تلك الصناديق للانحياز مع انهيار أصول المؤسسات التي يتم الاستثمار فيها، خصوصا في أوقات الأزمات الاقتصادية، مثل أزمة الوهن العقاري.

- المخاطر المصاحبة للتضخم في الدول المضيفة، حيث تميل القوة الشرائية لتلك الاستثمارات نحو التناقص بمرور الزمن، بصفة خاصة الاستثمارات المالية، خصوصا في الدول التي ترتفع فيها تكاليف المعيشة ومن ثم المستوى العام للأسعار.

- الخسائر الناجمة عن تقلبات أسعار العملات، أو ما يطلق عليه مخاطر الصرف الأجنبي، والمتمثل في ميل عملات الدول المستقبلية لهذه الاستثمارات نحو الانخفاض ومن ثم تدهور القوة الشرائية لتلك الأصول، على سبيل المثال الأصول الاستثمارية المقومة بالدولار الأمريكي.

- المخاطر الأخلاقية، حيث ليس هناك ضمان لحسن إدارة تلك الأصول في الدول المضيفة، خصوصا وأن في أغلب الأحوال لا نملك الدول المالكة قوة تصويتية، ولا نقول في مجالس إدارات الشركات التي تستثمر فيها تلك الأصول، وهو ما يرفع احتمال تعرض تلك الاستثمارات إلى الخطر.

- المخاطر السياسية، والمتمثلة في احتمال تغير السياسات الخارجية للدول المضيفة لتلك الاستثمارات، خصوصا وأنا نعيش في منطقة ساخنة مليئة بالأحداث التي ربما تدفع الدول المضيفة في أسوأ الأحوال إلى تجميد تلك الاستثمارات وهو السيناريو الأسوأ على الإطلاق.

## 2.2. أهداف الصناديق السيادية :

كما يكمن الغرض من إنشاء صناديق الثروة السيادية في <sup>1</sup> :

تقدرتها على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها، بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال المولودة بعد نزوب المواد الأولية.

سماعها بتتويج مصادر الناتج المحلي الخام بتطوير أنشطة جديدة، كما هو حال صناديق أبي طبي، دبي بتطويرها للسياحة والأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية.

توفيرها لموارد دائمة ومنظمة للدول المالكة لها ، بحيث تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزنها تبقى قابلة للنزوب .

قيامها بدور استقراري بامتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية ، فيسمح تكوين صندوق سيادي بتوفير مداخيل سنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية ، وتعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية <sup>2</sup> ، فلقد استطاع صندوق الأجيال القادمة في الكويت بتمويل إعادة إعمار الكويت بعد الغزو العراقي .

المساهمة في تنمية الدول لاستثمارات الصناديق ، بتمويل الهياكل القاعدية ، وهذا ما دفع رئيس البنك العالمي إلى الاقتراح 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 الاقتصاد العالمي وزيادة المشاركة وربط المصالح <sup>3</sup> .

### 3.2. مميزات الصناديق السيادية عن الهيئات المالية

تتميز الصناديق السيادية عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى بالآتي <sup>4</sup> :

البنوك المركزية: تختلف الصناديق السيادية عن البنوك المركزية من حيث أهدافها :

- فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف.

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي ، مرجع سابق ، ص 5 .

<sup>2</sup> حاتم مهران ، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي ، بدون سنة ، ص2 .، API/WPS0702

<sup>3</sup> جاسم المناعي ، ظاهرة صناديق الثروة السيادية...مرة أخرى ، صندوق النقد العربي ، مارس 2008 .

<sup>4</sup> Démarolle Alain, Rapport sur les fonds souverains, Paris, Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, 2008, P4.

- يغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك تستثمر أساسا في السندات لكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف.

- مع ذلك فإن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.

**صناديق المعاشات العمومية:** تأتي موارد هذه الأخيرة أساسا من الاشتراكات من جهة، وهي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة أخرى.

**المؤسسات العمومية:** تخضع هذه الأخيرة للقانون التجاري كونها تأخذ شكل شركات تجارية، والأمر يختلف بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار وظيفتها الأساسية هي استثمار الأصول المالية، على خلاف الشركات التي تكمن وظيفتها في إنتاج السلع والخدمات.

### 3. أنواع الصناديق السيادية

#### 3.1. أنواع الصناديق السيادية حسب مصدر دخلها

يتم تصنيف الصناديق السيادية حسب مصادر دخلها إلى<sup>1</sup>:

#### 1. الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية:

هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وخصوصا النفطية، بحيث وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال اللاحقة في هذه الثروات بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.

وتمثل الصناديق السيادية الممولة بعوائد المواد الأولية  $\frac{2}{3}$  أصول هذه الصناديق، فهينة استثمار أبي

ظبي تدير 875 مليار دولار، وتمثل لوحدها 25% من الأصول التي تديرها هذه الصناديق، وبهذا تعتبر عوائد المواد الأولية (خاصة النفط) المصدر الأساسي لأصول أكبر الصناديق السيادية في العالم مما يجعل التساؤل على مدى قدرتها على الحصول على الأموال مستقبلا في ظل اتجاه أسعار النفط حول التدهور بفعل الأزمة المالية العالمية 2007، 2008.

#### 2. الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية:

<sup>1</sup> Jacquet Pierre, Les fonds souverains, acteurs du développement?, cercle des économistes, contribution au cahier sur les fonds souverains, P2.

بحيث تجاوزت احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية 7 تريليون دولار سنة 2008، إذ ترايد حجمها في سنة 2007 لوحدها 1 تريليون دولار، وتملك الدول النامية  $\frac{4}{5}$  هذا المبلغ. وقد استطاعت الكثير من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة، خاصة أمريكا اللاتينية بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق سيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بها كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

### 3. الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة:

أدت البرامج الخاصة بخوصصة القطاع العام التي دخلتها الكثير من الدول إلى الحصول على عوائد مالية ضخمة، ففي فرنسا بلغت عوائد برنامج الخوصصة 24 مليار دولار.

وفي الجزائر بلغت عوائد الخوصصة خلال أربع سنوات إلى غاية 2008 حجم 16 مليار دولار، وتختلف استعمالات الدول لهذه العوائد، فمنها من يوجهها لتمويل الميزانية العمومية، أو لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون، وانطلاقاً من كون المؤسسات المخوصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخوصصة إلى صناديق سيادية.

### 4. الصناديق الممولة بفائض الميزانية :

تلجأ بعض الحكومات إلى تحويل ما تحققه من فائض في الميزانية العامة لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، وتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية، ونظراً لتوالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

## 2.3- أنواع الصناديق السيادية حسب الغرض من نشأتها

يصنف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية إلى خمسة أنواع<sup>1</sup>:

**1. صناديق الاستقرار:**

هدف هذا الصندوق يتمثل في حماية الموازنة العامة للدولة والاقتصاد ككل، وتحقيق استقرار سعر صرف عملاتها مقابل تقلبات ميزان المدفوعات الناشئة عن تقلبات أسعار السلع وخاصة النفط.

**2. صناديق احتياطي الأجيال القادمة (صناديق الادخار):**

وتهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعا.

**3. شركات استثمار الاحتياطات:**

وهي التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحفوظ بها لدى المصرف المركزي، وتتميز برغبتها المتزايدة لتحمل المزيد من المخاطر في سبيل تحقيق عوائد أعلى، ومن ثم الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات الدولية.

**4. صناديق التنمية:**

وهي التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع ذات الشقين الاجتماعي والاقتصادي، والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في الاقتصاد المعني.

**5. صناديق احتياطات طوارئ التقاعد:**

وهي تغطي التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الموازنة العامة للدولة (من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد).

**4. أهم الصناديق السيادية في العالم وتوجهاتها**

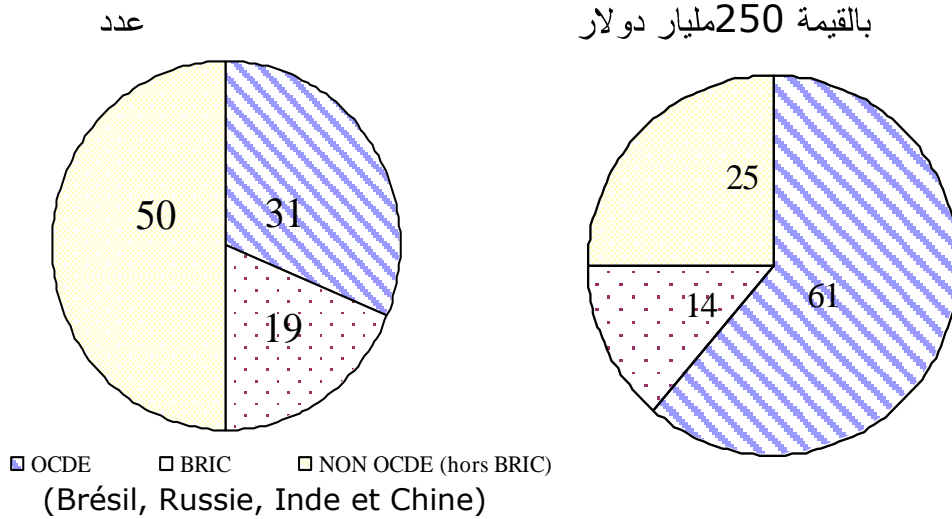
**1.4. التوجهات الجغرافية لصناديق الاستثمار السيادية:**

عموما توجه استثمارات صناديق الثروة السيادية الآسيوية نحو أسواقها المالية المحلية، أما صناديق الثروة السيادية لدول الشرق الأوسط فإنها تفضل الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة

<sup>1</sup> Driss Agardi et Alain Alcouffe, Fonds souverains et gouvernement d'entreprise, un état des lieux, LIRHE Unité mixte de recherche CNRS/UT1, Septembre 2008, P2.

المتحدة، والسبب في ذلك انخفاض فرص الاستثمار في الداخل. والشكل التالي يوضح التوجهات الجغرافية للصناديق السيادية<sup>1</sup>.

**الشكل 4:** التوجهات الجغرافية للصناديق السيادية



من خلال الشكل السابق نلاحظ أنه 30% من عدد الصفقات تمثل مؤسسات تابعة لدول منظمة OCDE، فإن هذه العمليات تمثل 60% من إجمالي قيمة صناديق الاستثمار السيادية.

#### 2.4. التوجهات القطاعية لصناديق الاستثمار السيادية

غالبا ما تستثمر الصناديق السيادية في القطاع المالي، العقارات والتكنولوجيا، غير أن القطاع المالي قد يشهد حاليا أقصى درجاته نظرا للخسائر التي تكبدها جراء أزمة الرهن العقاري والناجمة أساسا عن انخفاض قيمة الدولار.

والجدول التالي يوضح التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية بين سنة (2000، 2008).

#### جدول رقم 7: التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية (2008-2000)

<sup>1</sup> Focus, Banque de France, Bilan et perspectives des fonds souverains, N°1-28 novembre 2008, PP4-5.

المجموع %	إفريقيا	شمال أمريكا	الشرق الأوسط وإفريقيا الشمالية	أوروبا	أمريكا اللاتينية	آسيا والمحيط الهادي	القطاع
10		3		2		17	السلع الاستهلاكية
9			2	1		15	الطاقة
21			3	2		40	المالية
2				1		4	الصحة
22		4		5		38	الصناعة
11		2	1	1		20	تكنولوجيا المعلومات
0						1	البنية التحتية
2	2			1		2	مواد أولية أخرى
15		7	3	5		16	العقارات
1			1	1			الخدمات
4		2			1	5	الاتصالات السلكية واللاسلكية
1						2	النقل
100	1	9	5	9	0	76	المجموع %

المصدر : Moez Labidi, Lamia Mazigh, Jaidane, Fonds souverains et stabilité financière internationale, EAS Université de Monastir, Tunisie, P7.

### 3.4. أهم الصناديق السيادية في العالم ومصادر أصولها المالية :

إن الأرقام التي تحدد موجودات الصناديق السيادية تتفاوت بشكل واسع ، لاسيما أن عددا كبيرا منها لا يعلن عن حجم أمواله بسبب نقص الشفافية، ولكن تشير إحصاءات دوتش بنك Deutsche Bank إلى

أن حجم موجودات هذه الصناديق تقدر بـ 3190 مليار دولار، أما Merrill Lynch فتقدرها بحوالي 2000 مليار دولار، والتي قد تتراوح قيمتها بعد سنوات ما بين 15000 و 17500 مليار دولار.

أما مجلة التمويل والتنمية الصادرة عن صندوق النقد الدولي فتري أن هذه الصناديق كانت تمتلك في سنوات السبعينات ما يقارب 500 مليار دولار، أما حالياً فقد أصبحت تمتلك ما بين 2000 و 3000 مليار دولار، ومن المتوقع أن يصل حجمها سنة 2012 إلى 10000 مليار دولار في ضوء الاتجاه المتزايد لنتائج الحساب الجاري العالمي، ومن ثم أرصدة الاحتياطي الرسمي العالمي المتوقعة خلال هذه الفترة المستقبلية، ومن ثمة نلاحظ نمو حجم أصول هذه الصناديق بأكثر من 20% سنوياً والجدول التالي يبين الصناديق السيادية في العالم وحجم أصولها وتاريخ تأسيسها.

#### جدول رقم 8 : الصناديق السيادية وحجم أصولها

تاريخ الإثشاء	الدولة	اسم الصندوق	حجم الأصول مليار دولار	مصدر العوائد
الصناديق السيادية القديمة				
1953	الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	213	نفط
1974	سنغافورة	تيماسك	110	تجارة
1976	الولايات المتحدة	صندوق آلاسكا الدائم	39	نفط
1976	كندا	AHSTF	17	نفط
1976	الإمارات العربية	هيئة الاستثمار أبوظبي	875	نفط
1981	سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	300	فائض ميزانية
	العربية السعودية	شركات قابضة عمومية	290	نفط
1983	بروناي	وكالة الاستثمار لبروناي	35	نفط
1990	النرويج	صندوق المعاشات الحكومي	322	نفط



احتياطات الصرف	311	SAFE	الصين	1997
نفط	18	Khazanah Naxional BHD	ماليزيا	1993
الصناديق السيادية المستحدثة منذ 2000				
نفط	50	هيئة الاستثمار القطرية	قطر	2000
نفط	12	صندوق الاستثمار النفطي	إيران	2000
نفط وغاز	18	Khazanah Naxional KNF	كازاخستان	2000
نفط	43	صندوق ضبط الموارد	الجزائر	2000
اقتطاعات اجتماعية	35	صندوق الاحتياط للمعاشات	فرنسا	2001
تجارة	28	الصندوق الوطني لاحتياط المعاشات	إيرلندا	2001
عملات أجنبية	15	الصندوق الوطني للاستقرار لتايوان	تايوان	2001
نفط	10	شركة مبادلة للتنمية الدولية	الإمارات العربية	2002
نفط	157	صندوق الاستقرار	روسيا	2003
غير محدد	54	الصندوق الحكومي المستقبلي لأستراليا	أستراليا	2001
نفط	15	صندوق التنمية الوطني	فنزويلا	2005
تجارة	30	شركة الاستثمار الحكومية	كوريا الجنوبية	2005
نفط	82	هيئة استثمار دبي	دبي	2006
نحاس	10	صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي	الشيلي	2007

نفط	40	صندوق احتياط النفط	ليبيا	2007
عملات أجنبية	200	شركة استثمار الصين	الصين	2007

**المصدر:** عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، 13، 14 آذار 2009، ص، ص 2-3.

يفسر هذا النمو في عدد الصناديق وأحجام أصولها بـ<sup>1</sup>:

-ارتفاع أسعار البترول (بالنسبة للصناديق النفطية).

-تباطؤ النمو العالمي وانعكاساته على الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية وشركائها التجاريين الرئيسيين الآسيويين (الصناديق السيادية غير النفطية).

-تزايد تخصيصات الاحتياطات وتحويلات الفوائض الميزانية لصالح هذه الصناديق (الصناديق السيادية غير النفطية).

-ظهور صناديق سيادية جديدة (تاوان، البرازيل الصين، اليابان... إلخ)

كما نستخلص من الجدول السابق أن هناك ستة صناديق سيادية تعد الأولى في العالم إذ تمتلك أكثر من 70% من مجموع أموال هذه الصناديق مجتمعة، والسبب الرئيسي في ذلك هو تصدير النفط، ماعدا سنغافورة والصين التي ترجع أصول صناديقها إلى عائدات التجارة الخارجية.

وبالتمعن أكثر نجد أن صناديق الثروة السيادية الأولى في العالم هي صناديق عربية، فالصندوق الإماراتي (ADIA) بحجم 875 مليار دولار يحتل المرتبة الأولى من حيث حجم أصوله، والصندوق السعودي في المرتبة الرابعة بحجم 300 مليار دولار (لم يتم إنشاؤه بعد)، ثم الصندوق الكويتي بحجم حوالي 213 مليار دولار محتلا المرتبة ما قبل الأخيرة، أي أن حوالي 52% من مجموع أصول صناديق الثروة السيادية تابعة لدول الشرق الأوسط. وسيتم التطرق لهذه الصناديق في شكل مفصل في الفصل الموالي من البحث.

أما حسب مؤسسة صناديق الثروة السيادية في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>1</sup> فقد رتبت هذه الصناديق على النحو التالي : حلت بين المراتب العشر الأولى على القائمة ثلاثة صناديق سيادية خليجية هي، الهيئة

<sup>1</sup> Focus , Banque de France, 2008, Ibid ,P2.

العامه للاستثمار، جهاز أبوظبي للاستثمار (أيديا) في المركز الأول بأصول مدارة تقدر بنحو 627 مليار دولار، ومؤسسة النقد العربي السعودية (ساما) في المركز الثالث بأصول تقارب 415 مليار دولار.

وحل صندوق التقاعد الحكومي النرويجي ثانياً بـ 443 مليار دولار، في حين حل صندوقان سياديان صينيان في المركزين الرابع والخامس بنحو 347 مليار دولار و 288 مليار دولار على التوالي. وحل خلفها صندوق الاستثمار الحكومي السنغافوري ثم محفظة الاستثمار التابعة لسلطة النقد في هونغ كونغ. وحل صندوق صيني في المركز التاسع وآخر روسي في المركز العاشر. وبذلك تكون أربعة صناديق سيادية صينية احتلت مراتب في قائمة العشر الأوائل بمجموع أصول تزيد على تريليون دولار.

نتيجة للغموض السائد على الصناديق السيادية واختلاف التقديرات حول أصولها ، قام صندوق النقد الدولي بوضع تقديرات دنيا وتقديرات عليا لأصول هذه الصناديق ، والجدول التالي يوضح ذلك :

**الجدول رقم 9:** تقديرات صندوق النقد الدولي لأصول صناديق الثروة السيادية (فبراير 2008 ) (مليار دولار):

التقديرات الدنيا	التقديرات العليا	
<b>495</b>	<b>1140</b>	<b>صناديق دول مجلس التعاون</b>
250	875	الامارات : هيئة أبوظبي للاستثمار
213	213	الكويت : هيئة الاستثمار الكويتية
30	50	قطر : هيئة الاستثمار القطرية

<sup>1</sup> عبد الحميد علي عبد المنعم ، هيئة الاستثمار رصد أبريل ومايو ويونيو 2010 ، جمعية الشفافية الكويتية ، 2010 ، ص

2	2	عمان : صندوق الاحتياطي العام للدولة
289	289	الأصول الخارجية لمؤسسة النقد العربي السعودي
<b>1429</b>	<b>784</b>	<b>إجمالي دول مجلس التعاون</b>
<b>93</b>	<b>93</b>	<b>صناديق دول عربية أخرى</b>
43	43	الجزائر
50	50	ليبيا
<b>656</b>	<b>656</b>	<b>صناديق دول (ومقاطعات) نفطية أخرى</b>
380	380	النرويج
40	40	ألاسكا الولايات المتحدة
16	16	البرتا كندا
125	125	روسيا
30	30	بروناي
9	9	إيران
21	21	كازاخستان
<b>2158</b>	<b>1533</b>	<b>مجموع الدول النفطية</b>
<b>683</b>	<b>453</b>	<b>صناديق سيادية لدول آسيوية غير نفطية</b>
438	208	سنغافورة
200	200	الصين

30	30	كوريا
15	15	تايوان
<b>2968</b>	<b>2093</b>	<b>المجموع الكلي للصناديق</b>

**Source :** International Monetary Fund (IMF) (2008) Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda, Working Paper, Washington D.C, p 7.

في الجدول السابق نجد أن الفرق بين التقديرات الدنيا والعليا لهيئة أبي ظبي للاستثمار ملفتة للانتباه ، وكذلك إلى حد ما هيئة قطر للاستثمار، اللذين لا يتوفر معلومات معلننة عن حجم أصولهما خلاف الصناديق الأخرى. أما الفرق الثاني فيعود لتقديرات مؤسسة الاستثمار لحكومة سنغافورة ،ومن الملاحظ أن معظم المصادر تتبنى التقديرات العليا الواردة في دراسة صندوق النقد الدولي .

**جدول رقم 10:** التطور الفصلي لحجم أصول الصناديق السيادية (تريليون دولار) (2010-2007)

ديسمبر 2008	سبتمبر 2008	جوان 2008	مارس 2008	ديسمبر 2007	سبتمبر 2007
3,976	3,927	3,789	3,300	3,130	3,190

سبتمبر 2010	جوان 2010	مارس 2010	ديسمبر 2009	سبتمبر 2009	جوان 2009	مارس 2009
3,938	3,891	3,839	3,809	3,752	3,628	3,587

**Source :** Sovereign Wealth Fund Rankings, SWF Institute , Novembre 2010, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> .

**جدول رقم 11 :** تطور حجم أهم وأكبر الصناديق السيادية في العالم

الأصول المدارة (مليار دولار أمريكي)					تاريخ الإنشاء	عدد الصناديق	الدولة
2010	2009	2008	2007	2006			

677	838	827	875	688	1976	3	أبي ظبي
928	783	513	500	-	2003	3	الصين
445	445	380	280	316	1990	1	النرويج
370	470	460	464	323	1974	3	سنغافورة
203	202	228	262	213	1953	2	الكويت
436	436	270	300	300	1980	2	السعودية
168	168	157	157	122	2004	1	روسيا
70	70	50	50	40	2006	1	ليبيا
47	43	43	43	43	2000	1	الجزائر

**Source :** Djebbar ,M, Sovereign wealth funds : New Global Players, National Conference on The Use of Oil and Gas Revenues  
:repayment of debts, financing the economy and  
investment abroad , Faculty of Economic  
and Management sciences , Algiers University , Feb 24,2011

من قراءتنا للجدولين نلاحظ أن حجم أصول الصناديق السيادية كان منخفضا في سنة 2007 مقارنة بنتائج 2009 و 2010 مما يدل على أن الصناديق تأثرت بالأزمة المالية العالمية مما عرضها لخسائر كبيرة ، إلا أنها استعادت عافيتها وتمكنت من تخطي الآثار السلبية لها ورفعت أصولها

المبحث الثالث: استراتيجيات الصناديق السيادية خلال أزمة الرهن العقاري وموقف الدول الغربية من تحركاتها .

أصبحت صناديق الثروة السيادية لاعبا مهيمنا في النظام المالي العالمي والشؤون الدولية، حيث تتحكم بأصول مالية ضخمة، ولا يزال سلوكها الاستثماري يتردد صداه في الاقتصاد العالمي، كما أدت سياستها الاستثمارية التي تزداد انفتاحا إلى إحداث ردود أفعال سياسية في الاقتصادات الناضجة. وتفاعلا مع ردود الأفعال هذه قامت مجموعة مكونة من 26 صندوق ثروة سيادية في أكتوبر 2008 بالتعهد بالتزام الشفافية والحوكمة الرشيدة ومعايير المساءلة، عبر التوقيع على مجموعة مبادئ غير ملزمة تحت عنوان: "المبادئ والممارسات المقبولة بشكل عام أو المتعارف عليها" بالنسبة إلى صناديق الثروة السيادية والتي تعرف أيضا بمبادئ سنياغو .

**1. الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري :**

**1.1. مساهمة الصناديق السيادية في مساعدة المؤسسات المالية المتعثرة :**

ينص تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE الصادر في أبريل 2008 أن مساهمة صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة في ضخ الكتلة النقدية في المؤسسات المالية كان له أثر إيجابي في

تحقيق الاستقرار المالي، وذلك نتيجة تدخلها في الأوقات الحرجة، وكذا في الوقت الذي كان فيه ازدياد التهرب من المخاطرة. كما ينص التقرير أن صناديق الثروة السيادية تؤدي دورا مهما في تحقيق النمو الاقتصادي على المستوى المحلي والدولي. وللتوضيح أكثر لدور هذه الصناديق خلال الأزمة ارتأينا أن نقدم نسبة مساهمة بعض الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة، ففي ظرف ستة أشهر استثمرت فيها الصناديق السيادية ما قيمته 76,83 مليار دولار في رأس مال المؤسسات المالية الغربية<sup>1</sup>، ولولا تدخلها لكان الخطر النظامي للأزمة أكثر أهمية.

#### جدول رقم 12: مساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة

المبلغ مليار دولار	التاريخ	جنسية الصندوق	الصندوق السيادي	جنسية البنك	البنك
05,2	2007-7-25	سنغافورة	تيماسك	بريطانية	باركليز
08,3	2007-7-25	الصين	بنك التنمية الصيني	بريطانية	باركليز
94,6	-10-31 2008	قطر	هيئة الاستثمار القطرية، تحدي	بريطانية	باركليز

<sup>1</sup> Démarolle, 2008, Ibid , P11.



44.8	-10-31 2008	قطر	هيئة الاستثمار القطرية	بريطانية	باركليس
5.7	-11-26 2007	إماراتية	هيئة الاستثمار أبو طبي	أمريكية	سيتي غروب
9.6	2008-1-15	سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	أمريكية	سيتي غروب
6.5	2008-1-15	كويتية	هيئة الاستثمار الكويتية، الوليد بن طلال	أمريكية	سيتي غروب
71.8	2008-1-16	قطرية	هيئة الاستثمار القطرية وآخرون	سويسرية	القرض السويسري
4.4	-12-24 2007	سنغافورة	تيماسك	أمريكية	ميريل لينش
6.6	2008-1-15	كورية، كويتية	هيئة الاستثمار الكورية، هيئة الاستثمار الكويتية	أمريكية	ميريل لينش
6.0	2008-2-24	سنغافورة	تيماسك	أمريكية	ميريل لينش
9.0	2008-7-28	سنغافورة	تيماسك	أمريكية	ميريل لينش
58.5	-12-19 2008	الصين	شركة الاستثمار الصينية	أمريكية	مورغان ستانلي
75.9	-12-10 2007	سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	سويسرية	يوي إس
77.1	-12-10 2007	شرق أوسطية	صناديق غير محددة	سويسرية	يوي أس
61.1	-10-17 2008	ليبيا	البنك المركزي الليبي، هيئة الاستثمار الليبي، بنك ليبيا الخارجي	إيطالية	يوني كريدي
83.76					المجموع

**Source :** Banque de France, Bilan et perspectives des fonds souverains, Focus, 28 novembre 2008, P13.

وفي ظل الأزمة لم تتجه الصناديق السيادية إلى الاستفادة من فرصة تدهور الأصول في الدول الصناعية، بل على العكس أعاد الكثير منها توجيه أمواله نحو توظيفات أقل مخاطرة أو إلى أسواقها المحلية، وهذا بسبب ضعف الأداء في الدول الصناعية، ولاحتياجات التمويل المتزايدة في دولها الأصلية بفعل الأزمة، فلقد عملت صناديق قطر، الكويت، روسيا على دعم أسواقها المالية المحلية<sup>1</sup>. وهذا ما دفع إلى الاهتمام بدور هذه الصناديق في الأسواق المالية العالمية، حيث تزايد ذلك بتفاقم أزمة القروض الرديئة في أواخر 2007 وبداية 2008.

وتكرس هذا الاهتمام بدعوة المسؤولين في الدول الصناعية الصناديق السيادية إلى الاستثمار فيها، فلقد صرح وزير الأعمال البريطاني بأن على أوروبا أن ترحب بالصناديق السيادية، لأنها تحتاج إلى استثمارات من دول غنية بالأموال للمساعدة في دعم اقتصاداتها<sup>2</sup>، وهو ما قاد الوزير الأول البريطاني إلى القيام بجولة إلى دول الخليج لإقناعها بضرورة ضخ مزيد من السيولة والاستثمار في الاقتصاد العالمي.

## **2.1. استثمارات الصناديق السيادية العالمية خلال النصف الأول من عام 2010<sup>3</sup>**

نشرت مجموعة مونييتور، الشركة العالمية في مجال الاستشارات، ومركز مؤسسة إيني إنريكو ماتى FEEM مركز الأبحاث الدولي في ميلان بإيطاليا، تقريرها نصف السنوي للفترة بين شهري يناير ويونيو 2010 حول صناديق الثروات السيادية، والذي يحتوي تحليلاً لتعاملات صندوق الثروات السيادية في النصف الأول من عام 2010.

وقد اتضح من تحليل تعاملات صناديق الثروات السيادية خلال النصف الأول من عام 2010 أن 16 من بين 32 صندوقاً في قاعدة بيانات تعاملات هذه الصناديق التي تمتلكها "مونييتور" و "FEEM"، قد قامت ب 92 استثماراً معلناً، وهو ما يعادل ضعف عدد التعاملات التي تمت في الفترة ذاتها من عام 2009، وبقيمة 22,2 مليار دولار أمريكي، أما بالمقارنة مع النصف الثاني من عام 2009 نجد أن قيمة استثمارات الصناديق السيادية قد انكسرت في النصف الأول من عام 2010.

<sup>1</sup> Banque de France, 2008, Ibid, P6.

<sup>2</sup> القدس العربي، 11 مارس 2008.

<sup>3</sup> القبس، الجمعة 14 ذي القعدة 1431 هـ، 22 أكتوبر 2010، السنة 39، العدد 13434.

أما القطاعات التي بدت أكثر جاذبية لصناديق الثروات السيادية هي :

-الخدمات المالية ( 9 صفقات بقيمة 7,4 مليار دولار أمريكي )

-الموارد الطبيعية ( 15 صفقة بقيمة 4,3 مليار دولار أمريكي )

-الخدمات ( 6 صفقات بقيمة 4,3 مليار دولار أمريكي )

وللتوضيح أكثر نورد الجدول الموالي ليعين أكبر 10 استثمارات لصناديق الثروات السيادية في النصف

الأول من عام 2010 :

**الجدول رقم 13:** استثمارات الصناديق السيادية في النصف الأول من عام 2010

اسم الصندوق	البلد	الهدف	البلد المستهدف	تاريخ اتمام الصفقة	حجم الصفقة بليون دولار	حجم الحصة
شركة الاستثمارات البترولية الدولية	الامارات	يوني كريديت إس بي إيه	إيطاليا	2010/6/16	2,300.00	4.99%
هيئة قطر للاستثمار	قطر	هارودز	بريطانيا	2010/5/7	2,227.05	100%
مؤسسة الاستثمار الصينية	الصين	إيه إي إس	الولايات المتحدة	2010/3/15	1,580.51	15.82%
هيئة قطر للاستثمار	قطر	بي تي قطر القابضة إندونيسيا	إندونيسيا	2010/5/11	1,000.00	-

2.20%	956.00	2010/5/4	بريطانيا	إبيكس بارترز	الصين	مؤسسة الاستثمار الصينية
5.00%	868.00	2010/4/16	فرنسا	فيوليا انفرمنت	قطر	هيئة قطر للاستثمار
40.00%	847.00	2010/4/7	كندا	فيرمونت رافليز هولدينغز إنترناشيونال	قطر	هيئة قطر للاستثمار
45.00%	817.00	2010/6/1	كندا	ويست إنرجي ترست	الصين	مؤسسة الاستثمار الصينية
-	756.13	2010/6/8	إيرلندا	بنك إيرلندا	إيرلندا	صندوق احتياط التقاعد الوطني
20.00%	709.69	2010/1/1	الصين	جي سي إل بولي إنرجي هولدينغز ليمتد	الصين	مؤسسة الاستثمار الصينية

المصدر: القبس، الجمعة 14 ذي القعدة 1431 هـ - 22 أكتوبر - 2010 السنة - 39 العدد 13434

يتضح من الجدول السابق أن أوروبا السوق الأكبر للاستثمارات في صناديق الثروات السيادية من حيث القيمة، حيث شكلت حوالي 40 بالمائة من إجمالي الاستثمارات.

ومن الملاحظ عام 2009 فقد شكلت منطقة آسيا والمحيط الهادئ مكان أكبر عدد من الصفقات ( 28 صفقة) وكانت أمريكا الشمالية ثاني المناطق شعبية ( 22 صفقة) كما واصلت صناديق الثروات السيادية إظهار اهتمامها بأمريكا اللاتينية وبقية دول آسيا ومنطقة جنوب الصحراء الأفريقية ، حيث نفذت في تلك المناطق 14 صفقة بقيمة إجمالية بلغت 1,5 مليار دولار أمريكي<sup>1</sup> .

## 2. مخاوف الدول الصناعية بشأن الصناديق السيادية

نظرا لتوقعات تقرير ستانلي مورغان بشأن تطور أصول الصناديق السيادية لتصل إلى 12 تريليون دولار في آفاق 2015، ازدادت مخاوف الدول الصناعية من كون الصناديق أصبحت عنصرا مهما للأسواق المالية العالمية.

### 1.2. مبررات مخاوف الدول الصناعية : ويررت الدول الصناعية مخاوفها بمجموعة من العوامل

أهمها<sup>2</sup>:

الطبيعة الاستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق، والطموحات الجيوسياسية لمالكها، والأخطار المحتملة على الأمن القومي، خاصة وأن بعضا من هذه الصناديق مملوك لدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبتها<sup>3</sup> وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصين، وروسيا.

حيث تعد الصين دولة صناعية لها ترسانة عسكرية هائلة، تتسابق مع الآخرين في تصنيع وتصدير الأسلحة، وهي قوة نووية وعضو دائم في مجلس الأمن، وتطبق هذه المواصفات على روسيا أيضا. وتبلغ الصادرات السلعية للصين 969 مليار دولار أي 8% من الصادرات العالمية، وعليه قد يؤدي هذا الوضع العسكري والسياسي والتجاري يجعل روسيا والصين في حالة تنافس تجاري حاد وأحيانا صراع سياسي مع البلدان الصناعية الغربية، وعلى هذا الأساس يصبح من البديهي أن تستخدم الصناديق السيادية لهاتين الدولتين في تحقيق أهداف سياسية.

عدم تطابق إدارات هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الراشد والشفافية وتأثيرات ذلك على تطورات الأسواق والانكشاف التجاري للدول الصناعية الكبرى، ذلك أن هذه الصناديق تفتقر إلى الإطار القانوني

<sup>1</sup> جريدة القبس ، 22 أكتوبر 2010 ، مرجع سابق.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي ، مرجع سابق ، ص 4 .

<sup>3</sup> سفين برينت، حيث يتكلم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، مركز كارينغي للشرق الأوسط، بيروت، أكتوبر 2008، ص.

بخلاف المستثمرين المؤسسين. وما زاد في التخوف هو فقدان الولايات المتحدة الأمريكية للهيمنة المالية، حيث إن الرسمة المتراكمة لأكثر 500 مؤسسة عالمية في بداية 2002 توزعت على النحو التالي: 57% للولايات المتحدة الأمريكية، 29% لأوروبا، 3% للدول الصاعدة، أما في 2008 فلقد أصبحت النسب كالتالي: 38% للولايات المتحدة الأمريكية، 32% لأوروبا، 17% للدول الصاعدة<sup>1</sup>. وجزء كبير من ملكية الدول الصاعدة للأصول يتم عن طريق الصناديق السيادية.

## 2.2. المواقف الغربية من الصناديق السيادية : ولعل أبرز المواقف الغربية من الصناديق السيادية نجد:

**الموقف السويسري:** اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 جانفي 2008 قرارا بالمراقبة الدقيقة لنمو الصناديق السيادية، وقدر بأنه ليس من المتعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها، ونصح المصالح الفدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي والمتعلقة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق<sup>2</sup>.

**الموقف الفرنسي:** قامت الجمعية الوطنية الفرنسية بدراسة واعية للصناديق السيادية وأصدرت بشأنها نصا تم إقراره في 30 جويلية 2008 تضمن:

- دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية إلى تقديم مساهمات مشتركة في أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق النقد الدولي حول إعداد قواعد بالممارسات السلبية للصناديق.  
- يعد من الإيجابي تخصيص الدول المالكة للصناديق جزءا هاما من عوائدها ومواردها للتنمية المحلية، مع ضرورة إبقاء هذه الاستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين.

- يعتبر من الضروري، في ظل افتراض استثمار هذه الصناديق في دول الاتحاد الأوروبي، أن تتحمل دول الاتحاد مسؤولية تحديد وتعريف أساليب مواجهة الاستثمارات التي تمس المؤسسات أو القطاعات الاستراتيجية بهدف استكمال التشريعات الوطنية التي لا تتوافق مع القواعد الأوروبية للمنافسة.

**الموقف الأوروبي:** قامت هيئات الاتحاد الأوروبي ببلورة موقف مشترك من الصناديق السيادية، يقوم على:

- السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة والاستراتيجية المحمية واعتماد مفهوم موحد للأمن الاقتصادي.

<sup>1</sup> Véron Nicolas, Les fonds souverains réhabilités par la crise, La tribune, 7 Janvier 2008.

<sup>2</sup> Economiesuisse, Dossier politique : Les fonds souverains, N°8, 7 Mai 2008, P1.

تدعم دور صناديق رأسمال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاستراتيجية، وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للادخار الوطني لتمويل المؤسسات.

+ اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل بالضغط على الدول المالكة للصناديق السيادية للانفتاح أكبر أمام استثمارات الدول الأخرى.

+ إجبار الصناديق السيادية على التزام مجموعة من قواعد السلوك (شفافية، حوكمة ... إلخ).

**موقف الولايات المتحدة الأمريكية:** تتطلب مساهمات الصناديق السيادية موافقة لجنة الاستثمارات الخارجية، ولقد عملت الولايات المتحدة الأمريكية على الاجتماع بممثلي الصناديق السيادية لسنغافورة وأبي ظبي بهدف إقرار إعلان مبادئ مشتركة، حيث تضمن الاجتماع<sup>1</sup>:

+ الالتزام بالتصريح بأن المحرك لاستثمارات الصناديق هو الدوافع التجارية فقط.

+ النشر السنوي لوضع الاستثمارات وتخصيص الأصول.

+ نشر تشريعات البلدان المنشئة للصناديق وتلك المتعلقة بمراقبتها.

+ اعتماد ونشر سياسة تسيير المخاطر.

+ الالتزام بالمنافسة العادلة من القطاع الخاص.

+ احترام معايير بلد الاستقبال.

**الموقف الألماني:** تعد ألمانيا أول دولة كان لها رد فعل ضد هذه الصناديق خاصة عند محاولة تملك

صندوق الثروة السيادي الصيني ( CIC ) دوتش بنك تيليكوم ( Deutsche telecom )، فقد أعلنت حكومة Angel Merkel على قانون لمراقبة الاستثمار الأجنبي لصناديق الثروة السيادية والذي يمنع الأجانب تملك الشركات المحلية إذا كانت الصفقة تمثل خطراً على مصلحة الدولة أو حمايتها وتجاوزت 25% من أسهم الشركة.

وحسب تقرير صندوق النقد العربي الصادر في مارس 2008 شهدت مصارف غربية كبيرة خسائر هائلة تقدر بمئات المليارات من الدولارات جراء أزمة الرهن العقاري، منها مجموعة سيتي بنك وميريل لينش ومؤخراً كريدي سويس، وقد تحركت صناديق الثروة السيادية بشكل سريع لإنقاذ هذه المصارف الغربية بشكل أكثر سرعة حتى من تحرك صندوق النقد الدولي، لذا ترى الدول الغربية أن تحرك هذه الصناديق كان يهدف إلى تحقيق عوائد كبيرة نتيجة لتدهور أسهمها، لكن ما حصل في الواقع هو أن الصناديق

<sup>1</sup> Démarolle, 2008, Ibid , P 18.

السيادية قد تكبدت خسائر من وراء إنقاذ هذه المصارف، ومنه يبدو أن مخاوف الدول الغربية من صناديق الثروة السيادية لا تستند إلى مبررات عقلانية بل في أغلب الأحيان تبدو متأثرة بنزعات سياسية حمائية تعمل بشكل قد يكون غير مقصود من مصالح هذه الدول نفسها، خاصة أن هذه الصناديق تدير مجتمعة حسب الإحصاءات المذكورة في مجلة بنك Revue banque خلال سنة 2007 حوالي 4% من مجموع الأصول الموجودة في العالم. وتمثل 1,6% من مجموع عمليات الاندماج والتملك Acquisition et fusion خلال نفس السنة، أي أنه حتى وإن افترضنا بأن هذه الصناديق أرادت أن تحرك استثماراتها بشكل مفاجئ فإن ذلك لن يكون له تأثير يذكر، ومن ثمة فإن المخاوف من مثل هذا التحرك مبالغ فيها إلى حد كبير، خاصة عندما نتعرف على المزايا المتعددة المرتبطة باستثمارات صناديق الثروة السيادية، كت تحقيق التوازن المالي بين دول الفائض ودول العجز، بالإضافة إلى أنها تمثل مستثمرا طويل الأجل مستعدا لتحمل تقلبات السوق قصيرة الأجل الأمر الذي يمثل عامل استقرار للأسواق المالية<sup>1</sup>.

### 3. دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي

#### 1.3. مدى تأثير الصناديق السيادية في أسواق المال العالمية:

يتساءل البعض عن مدى تأثير نشاط هذه الصناديق على أسواق المال العالمية<sup>2</sup>، ولاشك أن جزءا من الإجابة على هذا التساؤل يكمن في تقدير ما إذا كان الحجم الإجمالي لرؤوس أموال هذه الصناديق والبالغ 3 تريليونات دولار أمريكي ( 2007 ) يعد مبلغا كبيرا، وللحكم على مدى ضخامة هذا المبلغ من عدمه، يجب إجراء بعض المقارنات الدولية مع بعض الإجماليات الاقتصادية والمالية الدولية، فعلى سبيل المثال يبلغ الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد الأمريكي ما قيمته 12 تريليون دولار أمريكي. وتقدر القيمة

<sup>1</sup> عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيم، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس 14/13 ماي 2009 (التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية)، جامعة فلانديا، ص19.

<sup>2</sup> مجلة عالم الاقتصاد السعودية، الصناديق السيادية ... فقاعة اقتصادية أم فرصة استثمارية استثنائية، العدد 197-2008/6/1.



الإجمالية للأوراق المالية المتداولة على المستوى العالمي (أدوات الدين وأدوات حقوق الملكية) بنحو 50 تريليون دولار، وفي ضوء هذه المقارنات يتضح أن إجمالي رؤوس أموال هذه الصناديق يعد مبلغا كبيرا ولكنه ليس ضخما. بيد أنه مبلغ كبير نسبيا إذا ما قورن بحجم بعض أسواق المال في الدول الناهضة، حيث تبلغ القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في أسواق الدول الإفريقية والشرق الأوسط والدول الأوروبية الناهضة مجتمعة نحو 4 تريليونات دولار أمريكي، وهو تقريبا نفس حجم هذه الأسواق في مجموعة دول أمريكا اللاتينية.

وبما أن الصناديق السيادية تستحوذ على أصول مالية طويلة الأجل فهي على استعداد دائم للتدخل في حالة هبوط أسعار الأصول مما يسهم على الأرجح في تحقيق الاستقرار في النظام المالي العالمي.

### **2.3. دور الصناديق السيادية النفطية في تحقيق الاستقرار المالي :**

ترى بعض الدراسات أن الصناديق السيادية النفطية تعد أدوات للاستقرار المالي أكثر منها أدوات للاستقرار الاقتصادي الكلي، فعلى سبيل المثال فقد حكم على الصندوق الشيلي (للاستقرار النحاس) بأنه كان ناجحا في تقليص الارتباط بين العائدات من الموارد الطبيعية والائناق الحكومي، وفي كل من أذربيجان وكازاخستان كان إنشاء صناديق النفط قد ساعد السلطات في فصل القرارات الخاصة بالضرائب عن أموال النفط السهلة وسمحت بزيادة الإئناق الحكومي لتعزيز الإنتاجية في القطاعات غير النفطية، وفي عرض حديث للأداء الاقتصادي في دول الشرق الأوسط ووسط آسيا، لوحظ أن صناديق النفط قد عملت على تحسين إدارة عائدات النفط وتعزيز الانضباط المالي<sup>1</sup>.

### **4. المبادئ والممارسات المتعارف عليها في الصناديق السيادية**

#### **1.4. المجالات الرئيسية للمبادئ والممارسات المتعارف عليها :**

نظرا للمخاوف التي أبدتها البلدان المتلقية للصناديق السيادية من احتمال وجود دوافع غير تجارية وراء استثمارات الصناديق والتي يمكن أن تتطوي على أضرار تطال جميع الأطراف وتعرقل استقرار النظام المالي والنقدي العالمي بتأثيرها على كفاءة تدفق رؤوس الأموال العالمية، يرى صندوق النقد

<sup>1</sup> حاتم مهران، مرجع سابق، ص 25.

الدولي أن زيادة الوضوح التي تتحقق من خلال المبادئ والممارسات المعروفة أيضا باسم مبادئ سانتياغو سوف تعود بالنفع على البلدان الراعية والمتلقيّة على حد سواء، ذلك أنها ستعمل على تحسين الفهم العام لطبيعة الصناديق السيادية وتسمح للصناديق حديثة النشأة بالاستفادة من تجارب الآخرين.

تمثل مبادئ سانتياغو المبادئ والممارسات المتعارف عليها والتي تعبر تعبيراً دقيقاً عن ممارسات وأهداف الاستثمار في صناديق الثروة السيادية. وهي مبادئ طوعية يدعمها الأعضاء في مجموعة العمل الدولية وإما يطبقونها بالفعل أو يطمحون إلى تطبيقها.<sup>1</sup>

وتغطي مبادئ سانتياغو المجالات الرئيسية التالية:

1. الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية.

2. الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة.

3. إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

ويتمثل الغرض الإرشادي لهذه المبادئ فيما يلي:

1. إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.

2. ضمان الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح في البلدان التي تستثمر فيها الصناديق السيادية.

3. التأكد من أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تراعي المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد.

4. المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات .

## 2.4. مجموعة العمل الدولية للصناديق الثروة السيادية:

تأسست مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية في اجتماع عقد في العاصمة واشنطن يومي 30 أبريل والأول من مايو 2008 بعضوية ممثلي البلدان التي تدير صناديق الثروة السيادية، وتم الاتفاق في الاجتماع على أن تبدأ المجموعة عملها بمساهمة من صندوق النقد الدولي في دور المسير والمنسق، واختير للمشاركة في رئاستها السيد حمد السويدي وكيل وزارة المالية في إمارة أبو ظب ي، والسيد هايم كاروانا مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي.

<sup>1</sup> مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية (IWG)، تقرير مبادئ سانتياغو، 2008، ص3. [www.iwg-swf.org](http://www.iwg-swf.org)

وتتألف مجموعة العمل الدولية من 26 بلدا عضوا في صندوق النقد الدولي. لديها صناديق للثروة السيادية، وقد عقدت المجموعة ثلاثة اجتماعات:

-في العاصمة واشنطن وفي سنغافورة وفي سنغافورة (شيلي) لتحديد مجموعة من المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) وصياغتها على نحو يعكس صورة صادقة لممارستها وأهدافها الاستثمارية، واتفق أعضاؤها على مبادئ سنغافورة في الاجتماع الثالث، وتم أيضا تشكيل مجموعة فرعية منبثقة عن مجموعة العمل الدولية برئاسة السيد ديفيد موراى رئيس مجلس أوصياء صندوق المستقبل لتتولى أعمال الصياغة الفنية، واستعانت مجموعة العمل الدولية في أداء مهمتها بالنتائج التي خلص إليها المسح الطوعي المعنى بصناديق الثروة السيادية والذي أصدر صندوق النقد الدولي تكليفا بإجرائه لاستطلاع الهياكل والممارسات الحالية، كما أفادت من المبادئ والممارسات الدولية التي تلقى قبولا واسع النطاق بالفعل في المجالات ذات الصلة، كذلك استقت مجموعة العمل الدولية معلومات من مساهمات عدد من البلدان المتلقية لتدفقاتها الاستثمارية.

-أستراليا، البرازيل، فرنسا، ألمانيا، الهند، إيطاليا، اليابان، جنوب إفريقي، المملكة المتحدة والولايات المتحدة، عطا على المفوضية الأوروبية، ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي والبنك الدولي، واطلع صندوق النقد الدولي بدور المسير والمنسق لعمل المجموعة كما تولى مهام الأمانة اللازمة لها<sup>1</sup>. والجدول الموالي يمثل قائمة بأعضاء مجموعة العمل الدولية وحجم الأصول وفقا لأحدث المعلومات المقدمة من قبل صناديق الثروة السيادية بحلول مارس 2010.

#### جدول 14 : قائمة أعضاء مجموعة العمل الدولية وحجم أصولها في مارس 2010

حجم الأصول مليار دولار أمريكي	الدولة	الصندوق
3.993	النرويج	صندوق معاشات التقاعد الحكومي (GPF)
593	الإمارات العربية المتحدة	هيئة أبي ظبي للاستثمارات (ADIA)
5.792	الصين	المؤسسة الصينية للاستثمار (CIC)
592	الكويت	الهيئة العامة للاستثمار (KIA)

<sup>1</sup> حمد السويدي، هايم كاروانا، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، الهدف والغرض الخاص، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008، ص ص 201.

5.742	سنغافورة	شركة حكومة سنغافورة المحدودة للاستثمارات الخاصة (GIC)
031	سنغافورة	شركة تيماسيك القابضة الخاصة المحدودة (TEM)
9.19	روسيا	صندوق الثروة الوطني (WWF)
4.67	روسيا	الصندوق الاحتياطي (RF)
7	قطر	هيئة الاستثمار القطرية (QIA)
56	ليبيا	الهيئة الليبية للاستثمار (LIA)
3.85	أستراليا	صندوق المستقبل الأسترالي (AFF)
7.33	الولايات المتحدة	صندوق أسكا الدائم (APF)
8.32	إيرلندا	صندوق الاحتياطي الوطني للمعاشات التقاعدية (NPRF)
2.02	تشيلي	صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي (ESSF)
8.71	كوريا	الشركة الكورية للاستثمار (KIC)
9.41	أذربيجان	صندوق النفط الحكومي (SOFAZ)
3.31	كندا	صندوق ألبرتا للدخار (AHSTF)
31	إيران	صندوق تثبيت النفط (OSF)
8.9	نيوزلندا	صندوق التقاعد (SF)
9.6	بوتسوانيا	صندوق بولا (Pula)
9.4	تيمور الشرقية	صندوق تيمور الشرقية للبترول (PETZ)
9.2	ترينيداد وتوباغو	صندوق التراث والاستقرار (HSF)

5.2	تشيلي	صندوق احتياطي المعاشات التقاعدية (PRF)
غير متوفر	البحرين	صندوق احتياطي الأجيال القادمة (FGRF)
غير متوفر	غينيا الاستوائية	صندوق الأجيال القادمة (FFG)
غير متوفر	المكسيك	صندوق تثبيت إيرادات النفط (ORSF)
8822		المجموع

**المصدر:** سفين بيرينيت، أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سننياغو، أوراق كارينغي، العدد 22 ماي 2010، ص5.

### 3.4. الغرض من المبادئ والممارسات المتعارف عليها :

يكن الغرض من المبادئ والممارسات المتعارف عليها<sup>1</sup> في تحديد إطار يعبر تعبيرا دقيقا عن تربيات الحوكمة والمساءلة وكذلك إدارة ممارسة الاستثمار في صناديق الثروة السيادية على أساس حكيم وسليم، ولقد تم استقاء عناصر المبادئ والممارسات المتعارف عليها من استعراض ممارسات الصناديق القائمة في عدد من البلدان.

وتهدف المبادئ والممارسات المتعارف عليها إلى دعم الإطار المؤسسي ونظام الحوكمة والعمليات الاستثمارية التي تقوم عليها صناديق الثروة السيادية والتي تسترشد بالغرض الخاص وراء سياساتها وبأهدافها المقررة وتتوافق مع إقامة إطار اقتصادي كلي سليم، ويتوقع أن يساعد نشر هذه المبادئ والممارسات على تحسين الفهم السائد لصناديق الثروة السيادية بوصفها كيانات لها توجه اقتصادي ومالي في كل من بلدان الموطن والبلدان المتلقية. ويتوخى من هذا الفهم أن يسهم في استقرار النظام المالي العالمي، ويحد من الضغوط الحمائية، ويساعد في الحفاظ على مناخ استثماري منفتح ومستقر. ومن شأن هذه المبادئ والممارسات أن تتيح لصناديق الثروة السيادية، لا سيما المنشأة حديثا منها، تطوير هيكلها التنظيمي وسياساتها المعتمدة وممارساتها الاستثمارية، أو مراجعتها أو تقويتها.

-المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) -مبادئ سننياغو-

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، مجموعة العمل الدولية، أكتوبر 2008، ص9.

دعماً لجهود التوصل إلى الهدف والغرض الخاص، يطبق أعضاء مجموعة العمل الدولية المبادئ والممارسات التالية أو يعتزمون تطبيقها، على أساس طوعي، وتمثل هذه الفقرة جزءاً لا يتجزأ من المبادئ والممارسات المذكورة.

المبدأ 1: يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليماً وداعماً لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه الفاعلة.

المبدأ الفرعي 1-1: يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية والمعاملات التي يجريها.

المبدأ الفرعي 1-2: يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس والهيكل القانونيين لصندوق الثروة السيادية، وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.

المبدأ 2: يتحدد بوضوح غرض السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علناً.

المبدأ 3: حيثما يكن لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقاً كاملاً مع سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.

المبدأ 4: توضع سياسات أو قواعد أو إجراءات أو ترتيبات واضحة ومعلنة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية حيال عمليات التمويل والسحب والإنفاق.

المبدأ الفرعي 1-4: يتم الإفصاح علناً عن مصدر تمويل صندوق الثروة السيادية.

المبدأ الفرعي 2-4: يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام لسحب الأرصدة من صندوق الثروة السيادية والإنفاق منه نيابة عن الحكومة.

المبدأ 5: يتم إبلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الإحصائية ذات الصلة بالصندوق، أو إتاحتها للإدراج في المكان المناسب مع مجموعة البيانات الاقتصادية الكلية حسب الاقتصاد.

المبدأ 6: يعمل صندوق الثروة السيادي في ظل إطار سليم للحكومة يحدد تقسيماً واضحاً وفعالاً للأدوار والمسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه.

المبدأ 7: تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادي وتتولى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقاً لإجراءات واضحة، وتمارس الإشراف على عملياته.

المبدأ 8: يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح الصندوق ويكلف بمهمة واضحة المعالم ويمنح السلطة والاختصاص الكافيين لأداء وظائفه.

المبدأ 9: يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد.

المبدأ 10: يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.

المبدأ 11: يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادي، وكيفية أدائه، وذلك في الوقت المقرر وطبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها ومع مراعاة متطلبات الاتساق.

المبدأ 12: تخضع عمليات صندوق الثروة السيادي وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها.

المبدأ 13: تتحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علماً بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادي وإدارته وموظفيه.

المبدأ 14: يركز التعامل مع أطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات الصندوق على أسس اقتصادية ومالية، وتراعى فيه قواعد وإجراءات واضحة.

المبدأ 15: تدار عمليات الصندوق وأنشطته في البلدان المضيفة طبقاً لمتطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي يزاول نشاطه فيها.

المبدأ 16: يتم الإفصاح علناً عن إطار الحوكمة وأهدافها، وكذلك عن كيفية إدارة الصندوق على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.

المبدأ 17: يتم الإفصاح علناً عن المعلومات المالية ذات الصلة بالصندوق لتوضيح توجهه الاقتصادي والمالي، حتى يتسنى له الإسهام في استقرار الأسواق المالية الدولية وتعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته.

المبدأ 18: تتسم السياسة الاستثمارية للصندوق بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحمله لها وإستراتيجيته الاستثمارية حسبما حددتها الجهة المالكة أو الحاكمة، كما تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة.

المبدأ الفرعي 1-18: يسترشد الصندوق بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية ولإمكانية استخدامه للرفع المالي.

المبدأ الفرعي 2-18: تعالج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمديرين داخليين أو خارجيين للاستثمار وأنواع أنشطتهم، وطبيعة السلطة المخولة لهم والعملية المتبعة في اختيارهم ومراقبة آدائهم.

المبدأ الفرعي 3-18: يتم الإفصاح علنا عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى الصندوق.

المبدأ 19: تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها الصندوق إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستنادا إلى أسس اقتصادية ومالية.

المبدأ الفرعي 1-19: إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتبارات أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علنا.

المبدأ الفرعي 2-19: تدار أصول الصندوق وفقا للطريقة السليمة والمقبولة عموما في مجال إدارة الأصول.

المبدأ 20: لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلومات سرية أو اكتساب نفوذ من خلال الحوكمة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.

المبدأ 21: ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين ب وصفها عنصرا أساسيا في قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكيته، فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياساته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية لاستثماراته، ويفصح الصندوق بشكل علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسته حقوق الملكية.

المبدأ 22: يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يحدد مخاطر عملياته ويقدرها ويديرها.



المبدأ الفرعي 22-1: يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثوقة ونظماً لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وإدارتها في ظل معلمات ومستويات مقبولة وآليات للرقابة والحوافز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيطاً لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة.

المبدأ الفرعي 22-2: يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.

المبدأ 23: تقاس أصول الصندوق وأدائه الاستثماري (سواء على أساس مطلق أو مقارن بمعايير قياسية إن وجدت) وترفع تقارير بشأنها لمالكها طبقاً لمبادئ ومعايير واضحة.

المبدأ 24: يجري صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

#### 4.4. دراسة الشفافية للصناديق السيادية لسنة 2010 :

أظهرت «دراسة الثروات السيادية 2010<sup>1</sup>» التي أجرتها «هيل اند نولتون» و «بين شوين بيرلاند» وهي أوسع دراسة من نوعها حول نظرة النخب العالمية إلى الثروة السيادية كمفهوم، وسمعة الدول المضيفة، وصناديق الثروة السيادية .

وتضمنت الدراسة مقابلات مع النخب في سبعة أسواق لاستطلاع آرائهم حول 19 دولة مضيفة وصناديق الثروة السيادية التابعة لها.

وقال جميع المستطلعة آراؤهم تقريباً (98%) إن سمعة الدولة تؤثر بشكل مباشر على سمعة صناديق الثروة السيادية. وذكروا أيضاً أن عدم المعرفة بهذه الصناديق قد يؤدي إلى الشك بمجمل أهدافها. ومن بين الدول التي أجريت فيها الدراسة، منها الأقل معرفة بصناديق الثروة السيادية وبالتالي الأقل تفضيلاً لاستثماراتها، وشملت الولايات المتحدة والمملكة المتحدة والهند ، بينما كانت مصر وألمانيا والبرازيل والصين هي الدول الأكثر معرفة بهذه الصناديق و الأكثر تفضيلاً لاستثماراتها.

<sup>1</sup> عبد الحليم عبد المنعم ، مرجع سابق، ص ص 36-37 .

وبحثت الدراسة بشكل مفصل العوامل التي ترغب النخب في توافرها في حال أرادت صناديق الثروة السيادية الاستثمار في بلادها أو في قطاعاتها الاقتصادية. فقد ذكر 72% من المستطلعة آراؤهم أن الشفافية عامل مهم جداً، وجاءت المساءلة في المركز الثاني (68%) والحوكمة الجيدة في المرتبة الثالثة (65%).

وأوضح مدير الاتصالات المالية في «هيل اند نولتون في الشرق الأوسط» ستيفن ديفي أن الشفافية ستظل دوماً عاملاً رئيساً عندما يتعلق الأمر بصناديق الثروة السيادية.

وأضاف: «لقد خلق الركود اهتماماً باستثمارات صناديق الثروة السيادية، لكن القلق حول مسألة الشفافية قد يعيق استراتيجيات الاستثمار. وبيّنت الدراسة أن البرازيل (80%) والهند (63%) والصين (78%) هي أكثر الدول تفضيلاً لهذا النوع من الاستثمار منذ الأزمة الاقتصادية، ومن المرجح أن يتزايد هذا الاهتمام مع تحسن النظرة الاقتصادية العالمية. وتعد هذه أخباراً جيدة لصناديق الثروة السيادية. ولكن إذا لم تبرهن الدول على شفافيتها، فيمكن أن يصبح ذلك عائقاً أمام فرص استثمارية جديدة».

## 5. نماذج من الصناديق السيادية الأفضل أداء في العالم:

هناك نماذج مختلفة من الصناديق السيادية العالمية يمكن استخلاص دروس منها، وتجسد ثلاثة بلدان وهي النرويج، سنغافورة والصين الخصائص المتعددة لهذه الصناديق السيادية.

يعد الصندوق السيادي الخاص بالنرويج نموذجاً مثالياً لأفضل الممارسات الاستثمارية، بوصفه يعمل في إطار منظم وفائق الشفافية وقد سمحت الحوكمة والشفافية للصندوق أن يعزز العائدات المالية على الإيرادات من بيع النفط، وتعزيز استقرار الاقتصاد العام، عطفاً على كون الصندوق عاملاً فاعلاً ومسؤولاً في المجتمع.

أما نجاح سنغافورة في تعزيز النمو الاجتماعي الاقتصادي فهو مثال إيجابي للصناديق السيادية، فقد نجحت "Temasek Holdings" في سنغافورة بإدارة الشركات الحكومية، وتعزيز تنمية قطاعات التكنولوجيا والنقل والخدمات اللوجيستية.

أما الصناديق السيادية في الصين فتعد مهمة لما تعكسه من سعي الصين إلى التنمية الاجتماعية والاقتصادية<sup>1</sup>.

### **1.5. تجربة الصندوق السيادي النرويجي:**

اسم الصندوق : صندوق المعاشات الحكومي .

المصدر : النفط .

تاريخ الإنشاء : 1990 .

حجم الأصول المدارة : 373 مليار دولار (297 مليار دولار) .

الهيئة المشرفة : وزارة المالية مالكة للصندوق برئاسة Kristine Halvorsen ، البنك المركزي النرويجي مشرف على تسييره .

تعد تجربة النرويج<sup>2</sup> مع الصناديق السيادية من أكثر التجارب نجاحا ، ولأخذ نظرة واضحة عن الصندوق السيادي النرويجي سنتطرق إلى النقاط التالية :

#### **1- أهداف الصندوق :**

-الحفاظ على الثروة النفطية للمستقبل .

-تحويل الثروة النفطية إلى أصول مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية ، كما يعد الصندوق ثاني مساهم في سوق CAC 40 الأوروبي .

-حماية الموازنة العامة للدولة من التقلبات المفاجئة للمداخل النفطية ، والحفاظ على توازنها على المدى البعيد .

#### **2- إيرادات الصندوق :**

-مداخل الثروة النفطية المحولة من طرف الحكومة .

---

<sup>1</sup> سفين بيرينيت ، أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنياغو ، مرجع سابق ، ص 8 .  
<sup>2</sup> نبيل بوفليج ، مرجع سابق ، 2010 ، ص 89 .

-العوائد المحققة نتيجة الاستثمار في القيم المنقولة عبر الأسواق المالية العالمية .

### 3-نفقات الصندوق :

-تحويل نسبة 4% من المداخيل البترولية سنويا نحو الموازنة العامة للدولة .

- استثمار ما تبقى من موارد الصندوق في شكل أصول مالية خارج البلد .

### 4-استثمارات الصندوق :

يتم استثمار أصول الصندوق في الخارج على النحو التالي :

- 60% من الأصول يتم استثمارها في السندات موزعة على السوق المالي الأمريكي بنسبة 35% ، وعلى السوق المالية الأوروبية بنسبة 55% ، و 10% على الأسواق المالية الآسيوية .

- 40% من الأصول مستثمرة في الأسهم موزعة كالآتي : 50% على أوروبا ، و 50% على الولايات المتحدة الأمريكية .

ولتجنب مخاطر استثمار أصول الصندوق في شكل أسهم ، تم تحديد نسبة 5% كحد أقصى لمساهمة الصندوق في رأسمال أي شركة (بموجب القانون 123 الخاص بصندوق المعاشات الحكومي الصادر في 21 ديسمبر 2005) ، أما آجال السندات التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها فقد حددت بين 3 و7 سنوات .

وفي 2006 تم تقسيم الصندوق النرويجي إلى صندوقين ، صندوق المعاشات الحكومي العام خاص بالاستثمارات العالمية ، وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي للاستثمارات المحلية .

### 5-الرقابة والشفافية :

عطا على الرقابة الداخلية على الصندوق من قبل الهيئة المكلفة بالتسيير (البنك المركزي) ، والهيئة المالكة له (وزارة المالية) ، فإن الصندوق يخضع لرقابة صارمة من قبل البرلمان النرويجي من خلال التقارير الدورية المقدمة من طرف وزارة المالية للبرلمان الذي يعتبر الجهة الوحيدة المخول لها صلاحية تعديل القواعد المسيرة للصندوق . ولإرساء المزيد من الشفافية على تطور وضعية الصندوق ، فإن البنك المركزي بصفته مسير ملزم على تقديم تقارير فصلية يتم عرضها على الرأي العام عن طريق الندوات الصحفية وفي الموقع الالكتروني للبنك .

## 2.5. تجربة صندوق سنغافورة<sup>1</sup> Temasek :

المصدر : فائض الميزانية

تاريخ الإنشاء : 1974

حجم الأصول : 134 مليار دولار

مساهمات الصندوق : 4% في العقارات والقطاع البنكي في الصين ، 2% Barclays ، 9,9%  
Mirril Lynch

يملك صندوق تماسك الجزء الأكبر من رأسمال بعض الشركات الاستراتيجية لسنغافورة مثل :

شركة سنغافورة للطيران ، شركة الاتصال ، شركة Mass Rapid Transit لسنغافورة ، وشركة  
Technology ، وهذا لحماية هذه الشركات من الاستثمارات الأجنبية .

في البداية تم إنشاء صندوق تماسك لجمع المساهمات الحكومية في الشركات المحلية لسنغافورة ، لكن  
هذه الاستراتيجية تطورت نوعا ما ، ففي 2002 كانت 38% من أصوله موجودة على أرض سنغافورة  
، أما حاليا فهي تتوزع في آسيا والدول الغربية .

وفي الأزمة المالية العالمية 2007-2008 تأثر صندوق سنغافورة تماسيك حيث خسر ما يقارب  
31% من أصوله والمقدرة ب 39 مليار دولار بين مارس ونوفمبر 2008 .

---

<sup>1</sup> Anouar Achour ,Helene Cometto, Descamps S., Hammoud C., Lacoye-Mateus , les fonds souverain , conquete de la politique par la finance , école de guerre économique ,decembre 2007, p5 .

- Bettina Wassener « Singapore's Sovereign Fund Loses 31% of Its Portfolio » in The New York Times, 11 février 2009.

## خلاصة الفصل

فيما بدأ الاقتصاد العالمي يخرج من تحت أنقاض الأزمة المالية، عززت صناديق الثروة السيادية مركزها بوصفها جهات فاعلة وهامة في الأسواق المالية العالمية وما وراءها. وعلى الرغم من أن توقعات العام 2007، التي قدرت أن تصل قيمة أصول صناديق الثروة السيادية إلى 12 تريليون دولار في العام 2015، غالت بشكل صارخ في مسار نموها، إلا أن صناديق الثروة السيادية تشرف بالفعل على قوة مالية كبيرة. وبالإضافة إلى ذلك، اتجهت صناديق الثروة السيادية بصورة متزايدة إلى فئات الأصول خارج سندات الدين، حيث ركزت ، على سبيل المثال، "مؤسسة الصين للاستثمار" الصينية، وكما كان متوقعا، على الأصول السلعية، فيما اشترت صناديق الثروة السيادية العربية حصصاً مركزة في الموجودات الصناعية الأوروبية. إن القدرة المستمرة للصناديق السيادية بوصفها فئة من فئات المستثمرين، إضافة إلى استراتيجيات الاستثمار الخاصة بها التي تزداد تنوعاً، سوف تبقىها على رادار المحللين الماليين وقادة الشركات في الاقتصادات الناضجة. لكن يمكن أيضاً، مع ذلك، أن تكون عرضة إلى عودة ظهور التعقيدات السياسية في وجهها.

وعليه فمن غير المحتمل أن تختفي ظاهرة صناديق الثروة السيادية على المدى المنظور ، حيث تقوم أساساً على فائض الحساب الجاري ، ومن ثم فلن تصبح أقل أهمية إلا إذا تعرضت الدول التي تملك فوائض كبيرة إلى عجز متواصل في الحساب الجاري . وقد التزمت الدول الكبرى بخطط من شأنها الحد من اختلال التوازن في حساباتها الجارية مما يحد من نمو الصناديق السيادية ، ولكن التطورات المتسارعة التي يشهدها الاقتصاد العالمي يصعب معها الجزم بتراجع الاختلال في توازن الحساب الجاري على المدى المنظور ، فقد يتسارع النمو العالمي أو يتباطأ ، والمرجع أن يؤثر ذلك على أسعار السلع الأساسية والخام ، وفي حالة بقاء أسعار تلك السلع مرتفعة ، فإن الدول المصدرة لها ستحقق فائضاً كبيراً على المدى المنظور، وإذا ما هبطت أسعارها فإن الفائض الذي تحققه الدول الآسيوية المصدرة للمنتجات المصنعة قد يزداد من جهة أخرى .

أما فيما يتعلق بتطبيق مبادئ سننباغو ف يشير الارتباط الصارخ بين المعايير الديمقراطية والشفافية والحكم الرشيد ومعايير المساءلة الخاصة بصناديق الثروة السيادية إلى أنه من المرجح أن يكون إحراز أي تقدم ملموس في شأن الامتثال في الاقتصادات الناشئة، لاسيما في العالم العربي، مرتبطاً ارتباطاً وثيقاً بتوسيع نطاق الإصلاحات الديمقراطية. بالطبع ثمة شكوك كبيرة بشأن ما إذا كانت مثل هذه الإصلاحات سوف تحدث قريباً. وفي ظل غياب خيار إستراتيجي حقيقي من أصحاب صناديق الثروة السيادية، فإن تنفيذ مبادئ سننباغو قد يكون بطيئاً. هذا الوضع، بدوره، سيواصل وضع الاقتصادات الغربية أمام مقايضات صعبة، ما يضطرها إلى أن تفكر ملياً في المساهمات الهامة لصناديق الثروة السيادية في الميزانيات العمومية والخاصة مقابل التحديات الاقتصادية والسياسية غير التافهة التي تشكلها. وكما لاحظت وزيرة الخارجية الأميركية "هيلاري كلينتون" بحدّة ذات مرة، وهي تُعلّق على مواقف الصين الأنيّة بوصفها واحدة من أهم الدول الدائنة في العالم ومنافسة للولايات المتحدة على النفوذ العالمي، قائلة: "كيف تكون صارماً مع مدير مصرفك؟".

ولتعزيز الدراسة ارتأينا أن نسلط الضوء أكثر ونعمق التحليل في الفصل الموالي بالتطرق للصناديق السيادية الخليجية التي لعبت دوراً مهماً في النظام المالي العالمي والأزمة المالية العالمية، فالدول الخليجية تعتبر موطن أكبر هذه الصناديق في العالم، كما أنها تعمل على تكوين صناديق جديدة، وهيئة استثمار أبي ظبي تعتبر أكبر صندوق ثروة سيادي بعد الصين في العالم بأصول تتراوح بين 300 و 850 مليار دولار، وتقدر قيمة ما تديره الوكالة المالية العربية السعودية بأكثر من 330 مليار دولار، تليها هيئة استثمار الكويت التي تقدر أصولها بأكثر من 200 مليار دولار، دون أن ننسى الصناديق المملوكة من قبل الدول الخليجية الأخرى.





# الفصل الثالث

## الفصل الثالث: تجربة صناديق استثمار الثروات الخليجية

تواجه البلدان النفطية عموما والخليجية خصوصا معضلة كانت ولا تزال أهم هاجس لمخططي التنمية في تلك البلدان ، وتتمثل في الاستعداد لعصر ما بعد نضوب النفط سواء كان نضوبا طبيعيا أو انحسار دوره بسبب التطور التقني للمصادر البديلة ، لذلك كان هدف التنويع الاقتصادي بتطوير القطاعات والإيرادات غير النفطية ، هدفا معلنا لتلك الدول خاصة الخليجية منها ، التي يشكل قطاع النفط فيها ما يتراوح بين 40 و60% من الناتج المحلي الإجمالي ، وإيراداته ما بين 80 و90% من الانفاق الحكومي والصادرات السلعية لتلك البلدان .

من جهة أخرى فقد جعلت الأزمة المالية العالمية (الرهن العقاري) أسعار النفط تتهاوى بشكل متتال وسريع لتصل إلى 32 دولار للبرميل في ديسمبر 2008 ، مما يبين الأثر الكبير الذي تركته هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي وعلى هذه المادة التي يقوم عليها .

وعليه وللتعامل مع هذه المشكلة ، قامت البلدان الخليجية بادخار جزء من الإيرادات النفطية الآنية وتميئتها بالاستثمار الداخلي والخارجي ، لتشكل دخلا بديلا للنفط عند نضوبه في الأجل الطويل ، وهذا الاتجاه ينطوي على تحويل أصل حقيقي (نفط) إلى أصل مالي ، أو تحويل ثروة في باطن الأرض إلى ثروة على الأرض<sup>1</sup> ، وقد تجلّى ذلك من خلال إنشاء الصناديق السيادية السابقة الذكر في الفصل السابق لكن بالتركيز على الخليجية منها فقط لكونها من الصناديق الرائدة عالميا .

وبذلك لم يعد مستقبل دول الخليج يعتمد فقط على دخلها من الصادرات النفطية ، بل أيضا وبشكل متزايد على حسن إدارة هذه الدول لموجوداتها المالية واستثماراتها العالمية ، حيث تتحمل الحكومات مسؤولية تحقيق عوائد مجزية على هذه الاستثمارات ، من أجل ضمان الدخل المطلوب للأجيال القادمة ، وهو ما اصطلح عليه بتحقيق العدالة بين الأجيال Intergenerational Equity .

وللتوضيح أكثر قدمنا في هذا الفصل المباحث التالية :

في الأول ارتأينا إلى ضرورة الإشارة إلى الأسواق المالية الخليجية التي تعد إلى حد ما مرجع للصناديق السيادية ، ثم انتقلنا إلى الصناديق السيادية الخليجية بصفة عامة من خلال عرض أصولها وتطورها وإنجازاتها الملفتة للانتباه خلال الأزمة المالية العالمية 2007-2008 ، ثم في المبحث الثاني خصصنا الدراسة للصناديق الرائدة في منطقة الخليج العربي وهي الكويت، وأبو ظبي .

**المبحث الأول : الأسواق المالية وصناديق الاستثمار السيادية الخليجية**

**1. سبل تطوير ورفع كفاءة الأسواق المالية الخليجية :**

<sup>1</sup> Jen, Stephen The GCC: Transforming Oil Wealth into Financial Portfolios,

, in J. Nugee and P Subacchi (eds.) The Gulf Region: A New Hub of Global

Financial Power, Chatham House, London, 2008 .

من واقع الأسواق المالية العربية عامة والخليجية خاصة وما يواجهها من تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات ، وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مربحة ذات الكفاءة العالية والفعالية ، وأصبح من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية الخليجية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب ، وبصفة عامة يمكن القول إن تطوير هذه الأسواق يقتضي توفير مجموعة من المتطلبات<sup>1</sup> :

**1.1. تعزيز الدور الرقابي للسوق :** وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها ، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة ، كقانون الشركات ، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق ، وتتضمن عمليات الرقابة تلك ما يلي :

-الرقابة على الشركات المدرجة في السوق .

-الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار .

-الرقابة على التداول .

-تعزيز الشفافية والافصاح : وذلك بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق ، وقرارات مجلس الإدارة ، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار ، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة من خلال<sup>2</sup> :

-الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار ، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك .

-تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة ، في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها .

-تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات .

-إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة .

---

<sup>1</sup> مفتاح صالح ومعارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، جامعة بسكرة ، مجلة الباحث عدد 07 /2009-2010، ص 8 .

<sup>2</sup> بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2005-2006، ص253 .

- إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية .

**2.** ضرورة تحسين المركز التنافسي لأسواق المال الخليجية بين الأسواق الدولية الأخرى ، وذلك من خلال تحسين وزنها النسبي في السوق الدولية للأوراق المالية ، وهذا الوضع يتطلب تزويد الأسواق الخليجية بالمزيد من الأوراق من خلال برامج الخصخصة<sup>1</sup> .

**3.** ضرورة الربط بين الأسواق المالية الخليجية ولكي يتحقق ذلك هناك مجموعة من المقومات أهمها :

- تحديد الشروط اللازمة لتبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات الخليجية في البورصات الخليجية وبما يتماشى مع طبيعة هذه البورصات ويخدم أهداف التنمية الاقتصادية في هذه الدول .  
- إنشاء شركات وساطة مالية خليجية يكون لها حق العمل في جميع البورصات الخليجية وفقا للأنظمة المتبعة هناك .

- إنشاء شركة مقاصة خليجية تتولى القيام بمسؤولية تسوية حقوق المتعاملين في الأسواق الخليجية وضمان حمايتها .

- الاتفاق على تحديد أسعار صرف مناسبة بين العملات الخليجية يتم على أساسها تسوية حقوق المتعاملين في الأسواق الخليجية .

- تشجيع إقامة شركات مساهمة خليجية وطرح نسبة معينة من أسهمها للاكتتاب العام لمواطني الدول الخليجية .

**4.**مكنة أنظمة التداول باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم ، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية ، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين .

**2. تأثير الأزمة المالية العالمية 2007-2008 على الأسواق المالية الخليجية :**

إن الارتباط الضعيف لأسواق المال العربية بالأسواق المالية العالمية ساهم إلى حد كبير في حماية الاقتصادات العربية من التأثير بشكل مباشر بالمرحلة الأولى من الأزمة ، باستثناء الخسائر التي لحقت ببعض الصناديق السيادية الخليجية \_ والتي سوف نتطرق لها في الصفحات القادمة لهذا الفصل \_ وقد واجهت المنطقة الخليجية تأثيرا سلبيا للتراجع الحاد في أسعار النفط في الأسواق العالمية ، ولتراجع أسعار

<sup>1</sup> رمضان الشراح ، مرجع سابق ، ص 202 .

الأصول على أداء الشركات والمصارف . وفي المقابل اتخذت الحكومات الخليجية إجراءات لاحتواء الأزمة ، ومنها ضخ المصارف المركزية للسيولة في أسواقها المحلية وتخفيض أسعار الفائدة وضمّان الحكومات للودائع ، والتدخل في أسواق الأوراق المالية<sup>1</sup> .

ومن جهة أخرى يعد العالم العربي عموماً ، في وضع جيد نسبياً ، من أجل مواجهة التحديات المباشرة الناتجة عن الاضطرابات الاقتصادية على المدى القصير ، ويعود ذلك إلى أسباب عديدة<sup>2</sup> :

- استفادت دول مجلس التعاون الخليجي خلال السنوات الأخيرة من العائدات الناجمة من ارتفاع أسعار السلع

- كما قامت دول الخليج بإدارة موجوداتها المالية بشكل حذر . إلى جانب تصدير السلع .

في نهاية عام 2008 كان لدى دول مجلس التعاون الخليجي ما قيمته 1,8-2 تريليون دولار من الأصول المالية الأجنبية منها 60% مقيمة بالدولار الأمريكي ، إلا أن عدداً قليلاً من المؤسسات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي أقرت بالتعرض إلى خسائر القروض الإسكانية رديئة الجودة ، ومن هذه المؤسسات بنك أبي ظبي الوطني ، وشركة الخليج للاستثمارات ، كما أن هيئة الاستثمار الكويتية ضخت أموالاً طائلة في البنك الاستثماري " ميريل لينش " الذي تعرض لانهيار في قيمة أسهمه<sup>3</sup> .

وبالنسبة للبورصات الخليجية فقد سادها الخوف والفرع مما أصاب المستثمرين في العالم ، خاصة مع انهيار بورصة " وول ستريت " بنيويورك ، حيث تراجعت أسواق المال العربية وشهدت مؤشرات انخفاضات مستمرة بنسبة 37% مسجلة خسائر كبيرة خاصة في قطاعي العقارات والبنوك ، كما تواجه البورصات الخليجية تغيرات جذرية في محافظها المالية المستثمرة في البورصات العالمية ، وتراجعت فوائدها المالية مما انعكس على مشاريع التنمية والاستثمارات العربية الكبيرة في الأسواق العالمية .

## 1.2. مظاهر تأثير الاقتصاد الخليجي بالأزمة المالية العالمية :

<sup>1</sup> علا الصيداني ، ورقة حول أثر الأزمة المالية والاقتصادية العالمية على سياسات التجارة الخارجية في الدول العربية ، بيروت ، نوفمبر 2009 ، ص 4 .

<sup>2</sup> كريستينا برينت وطارق الحق ونورا الكامل ، آثار الأزمات المالية والاقتصادية على البلدان العربية ، أفكار بشأن استجابة سياسات الاستخدام والحماية الاجتماعية ، منظمة العمل الدولية ، بيروت ، أبريل 2009 ، ط 1 ، ص 1 .

<sup>3</sup> عماد موسى ، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية - قناة أسواق رأس المال - مؤتمر دولي حول القطاع الخاص في التنمية تقييم واستشراف ، بيروت 23-25 مارس 2009 ، ص 6 .

يظهر تأثير الاقتصاد الخليجي بالأزمة من خلال ثلاث مصادر محتملة تتمثل في <sup>1</sup> :

**1.** تأثر المؤسسات المالية التي تملك حيازات في سندات الرهن العقاري أو تستثمر في عقود التزامات الدين المهيكل S'CDO المرتبط بتلك السندات ، أو في عقود مبادلة الديون S'CDS ومثال ذلك خسائر بنك الخليج الدولي بما يقارب 750 مليون دولار من جراء استثماراته في سندات الرهن العقاري ما استدعى رفع رأسماله بتمويل من مؤسسة النقد السعودي ، وكذلك خسائر المؤسسة العربية المصرفية ABC بمقدار 500 مليون دولار

**2.** الخسائر الناتجة عن إدارة الاستثمارات بواسطة البنوك الاستثمارية الأمريكية المتأثرة من الأزمة خاصة مع ارتباط المصارف الخليجية بالمصارف العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث أعلن سابقا بنك أبي ظبي التجاري أنه باشر باتخاذ إجراءات قانونية في نيويورك لاسترداد بعض خسائر استثماراته في الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة .

**3.** تأثر الوضع الائتماني من خلال نقص السيولة وارتفاع تكلفة الاقتراض ، وقد ظهرت بوادر أزمة الائتمان في دبي مع تراجع مستوى السيولة في السوق لتمويل المشاريع الجديدة ، حيث أعلن البنك المركزي الإماراتي عن تمويل يقدر ب 50 مليار درهم إماراتي متاح للبنوك الإماراتية للاستفادة منها . ومن المؤشرات التي تدل على شح السيولة في أسواق الائتمان لدول الخليج ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع المتداولة بين البنوك ، حيث ارتفعت معدلات الفائدة في دولة الإمارات العربية لثلاثة أشهر بمقدار 2,3% ، كما ارتفع الفارق بين العائد على سندات الشركات الصادرة في دول مجلس التعاون الخليجي ومعدل الفائدة على الودائع الدولارية الدولية من 1,45% في نهاية عام 2007 ، إلى 5% في نهاية عام 2008 .

## **2.2. إجراءات دول مجلس التعاون الخليجي للحد من آثار الأزمة المالية العالمية :**

يبقى تأثير الأزمة المالية محدودا خاصة بعد اجتماع وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية لاتخاذ إجراءات وسياسات تحول دون انتقال تبعات الأزمات المالية للقطاع المصرفي العربي ، ومن أبرزها ضخ أموال النظام المصرفي لمواجهة أي نقص في السيولة النقدية وتحديد نسبة التمويل الموجه إلى الرهن

<sup>1</sup> فريد كورتل ، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية ، جامعة سكيكدة ، دون سنة ، ص 13 .

العقاري ، ومراقبة المؤسسات المالية العربية المرتبطة بالمؤسسات الدولية ، ومن خلال ذلك قامت العديد من الدول باتخاذ مجموعة من الاجراءات نلخصها في النقاط التالية<sup>1</sup> :

**الكويت :** للتخفيف من حدة التوترات في الأسواق المالية قامت الدولة بضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق ، وعرض البنك المركزي أموالاً لليلة واحدة ، ولأسبوع ، ولشهر قصد توفير السيولة للبنوك خاصة بعد هبوط أسعار البورصة .

**الإمارات :** منح المصرف المركزي الإماراتي قروض قصيرة الأجل بقيمة 50 مليار درهم أي ما يعادل 13,61 مليار دولار ، وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية ، ولتدعيم حجم السيولة النقدية في البنوك قام بإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تبقى عن مدتها 14 يوماً ، وألغى بصفة مؤقتة الستة أيام للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية قصد إتاحة السيولة للبنوك في الأجل القصير ، خاصة بعد أن أعلن بنك دبي الوطني تقليل منح القروض الكبيرة وخطط السداد .

**السعودية :** أعلن البنك المركزي السعودي عن توفير أي سيولة نقدية تحتاجها البنوك ، ومنحها خيار اقتراض ما قيمته 75% من الأوراق المالية الحكومية التي تبلغ قيمتها 200 مليار ريال أي ما يعادل 53,1 مليار دولار ، كما قرر البنك المركزي خفض معدلات الفائدة بنصف نقطة لتصبح 5% ، وكذلك خفض معدل الاحتياطي الاجباري الذي ينبغي على البنوك التجارية المحافظة عليه مقارنة بودائعها من 5% إلى 10% .

**قطر :** بغية تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية بالدوحة ، قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرجة في السوق لتعزيز ثقة الجمهور في الملاءة المالية للبنوك وتم تدعيم ذلك بشراء أسهم محلية لدعم أسعار البورصة خاصة بعد الانخفاضات المتتالية التي عرفتها البورصة وعزوف جماعي للمستثمرين ، كما قامت بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية .

**البحرين :** صرح محافظ البنك المركزي البحريني سلامة الأوضاع خاصة أن كل بنوكها تستثمر أموالها في دول الخليج المنتعشة اقتصادياً وليس في الأدوات المالية المشتقة ، شأنها شأن البنوك الإسلامية ، وبذلك فهي لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية من جهة ، كما أنها قادرة على اتخاذ الاجراءات المناسبة من جهة أخرى .

<sup>1</sup> فريد كورتيل ، مرجع سابق ، ص ص 13-14 .

وعموما يمكن تلخيص الاجراءات المالية المتخذة من دول مجلس التعاون الخليجي في الجدول التالي :

**جدول رقم 15 : إجراءات دول مجلس التعاون الخليجي للحد من الأزمة**

الدولة	الاجراءات المتخذة
الكويت	- خفض نسبة الفائدة 1,5% . - ضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق . - عرض أموال لليلة واحدة ، ولأسبوع ولشهر .
الإمارات	- قروض قصيرة الأجل بقيمة 13,6 مليار دولار . - إعادة شراء كل شهادات الإيداع المتبقي عن أجلها 14 يوما .
السعودية	- طرح خيار للبنوك باقتراض 75% من الأوراق الحكومية . - خفض نسبة الفائدة 5% وخفض معدل الاحتياطي الالزامي .
قطر	- شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرجة . - شراء أسهم محلية لدعم الأسعار .
البحرين	عدم اتخاذ أي إجراءات لسلامة الأوضاع البنكية .

**المصدر :** فريد كورتل ، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية ، جامعة سكيكدة ، دون سنة ، ص 15 .

تعد الأسواق المالية الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة ، كما تعد أوضاع السوق الانعكاس المباشر للأوضاع الاقتصادية ، وعليه من الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة ، كما يتطلب الارتقاء بكفاءة السوق رفع مستوى الأداء بتدريب العاملين في تلك الأوراق المالية وتحسين مهاراتهم وتطوير مستوى آدائهم ، ومن هذا المنطلق من المهم أن تحرص هيئة السوق على إكساب العاملين في السوق بالعلوم والمهارات الضرورية لتمكينهم من المساهمة الفاعلة في العمل ، وأن يتم ذلك بإقامة برامج تدريب دورية في عدة مجالات منها التخطيط الاستراتيجي ، وعمليات الأسواق المالية والاتجاهات الإدارية الحديثة ، وإجراءات التدقيق والمعايير المحاسبية الدولية ،



وأساليب الرقابة ، وإعداد الدراسات والبحوث بالإضافة إلى برامج توعية موجهة للمستثمرين كبرنامج IOSCO الذي أصدرته المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق الأوراق المالية .

### **3.الصناديق السيادية الخليجية ومظاهر نموها :**

#### **1.3.أصول الصناديق السيادية الخليجية :**

تحتوي الصناديق السيادية الخليجية على أصول مختلفة في تصنيفاتها وقطاعاتها ، كالنقدية السائلة والودائع وأذونات الخزانة والسندات ذات الأجل الزمنية المرتبطة بأسعار الفوائد ، والعقارات والأراضي بمختلف استخداماتها والفنادق والمنتجات ، وشركات الطاقة والتعدين والتكنولوجيا ، والبنوك والتأمين وأسهم الشركات حسب أغراضها في أسواق الأوراق المالية العالمية الرئيسية والثانوية والآجلة ، وغيرها من الأدوات الاستثمارية الأخرى ، عطا على المشاركة في تطوير المشاريع الانمائية والدخول في الاكتتابات لأسهم الشركات .

وهذا التنوع في أصول الصناديق السيادية الخليجية يتم بشكل متوازن ، من أجل إعطاء المرونة وسهولة الحركة في إدارة هذه الأصول، وهو يهدف إلى تقليل الصدمات من الأزمات الاقتصادية ، والحصول على عوائد مالية وتغطية الخسائر المحتملة<sup>1</sup> .

وللتوضيح أكثر نستعرض الجدول الموالي الخاص بتنوع أصول الصناديق السيادية لبعض الدول الخليجية وتوزعها الجغرافي:

**الجدول رقم 16:** التوزع الجغرافي لأصول الصناديق السيادية الخليجية

الدولة	اسم الصندوق	نسب الأصول	التوزيع الجغرافي
أبي ظبي	جهاز استثمار أبي ظبي	- أسواق الأسهم المتطورة 45-55% - أسواق الأسهم الناشئة 8-12% - أسهم الشركات الصغيرة 1-4% - السندات الحكومية 12-18% - سندات الشركات وسندات أخرى 4-8% - الاستثمارات البديلة 5-10% - العقارات 5-10% - الأسهم الخاصة 2-8% - البنية التحتية 0-4%	- الولايات المتحدة 35-50% - أوروبا 25-35% - آسيا 10-20% - الأسواق الناشئة 15-25%
الكويت	هيئة استثمار الكويت	- الأسهم 55-65% - السندات 8-12% - العقارات 8-12% - الاستثمارات البديلة 3-7%	- الولايات المتحدة وأوروبا 76-86% - آسيا واليابان 13-17%

<sup>1</sup> جريدة النهار ، العدد 1100 ، 21 نوفمبر 2010 .

- أسواق ناشئة أخرى 4-6%	- النقدية 3-7%		
- الإمارات العربية 33% - قطر 41% - دول أخرى 26%	-	صندوق مبادلة	أبي ظبي
- دبي 100%	- شركات قطاع النقل ~40% - شركات القطاع المالي ~20% - شركات قطاع الصناعة ~20% - الشركات العقارية ~15% - شركات أخرى ~5%	شركة دبي للاستثمار	دبي
- أوروبا 20% - الشرق الأوسط 25% - أمريكا الشمالية 40% - آسيا والمحيط الهادئ 5% - جنوب إفريقيا 5% - أمريكا اللاتينية 5%	- أسهم ورأس المال المغامر 40% - عقارات 60%	عالم الاستثمار	دبي

**Source :** Bernardo Bortolotti ,Veljko fotak , William L.Megginson , William F.Miracky , quiet leviathans , sovereign wealth fund investment, passivity , and the value of the firm , 25 octobre 2010 , p 34 .

تقديرات أصول صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي :

من البيانات المتاحة عن المعهد الدولي للصناديق السيادية تشير إلى أن تقديرات إجمالي أصول هذه الصناديق تصل إلى حوالي 3,9 تريليون دولار ، تمتلك منها دول مجلس التعاون الخليجي حوالي 1400 مليار دولار ، أي بنسبة 36,3% من إجمالي الصناديق السيادية في العالم .

تعد أبي ظبي صاحبة أكبر صندوق سيادي في العالم بعد الصين ، حيث تبلغ تقديرات أصول صناديقها السيادية 654,3 مليار دولار ، أما إجمالي الصناديق للامارات العربية المتحدة فتبلغ 675,1 مليار دولار إذا ما أضفنا الصندوق السيادي لدبي ورأس الخيمة ، وإجمالي أصول الصندوقين السياديين اللذين تملكهما المملكة العربية السعودية هو 437,3 مليار دولار ، وبخصوص الكويت فما تزال التقديرات عند 202 مليار دولار ، بينما ارتفعت أصول الصندوق السيادي القطري بحوالي 3 مليار دولار لتصل إلى 65 مليار دولار ، لكن هناك دراسات أكدت أن صفقات قطرية عملاقة بلغ إجمالي قيمتها ما يفوق 18,3 مليار دولار ، عطا على صفقة شراء متاجر "هارودز" الشهيرة مقابل 2,3 مليار دولار ، حيث ساهمت هذه الصفقات وغيرها في زيادة قيم أصول ذلك الصندوق إلى نحو 100 مليار دولار<sup>1</sup> .

وهناك صندوقان آخران ولكنهما منخفضا القيمة ، وهما الصندوق السيادي البحريني 14 مليار دولار ، والصندوق السيادي لعمان 8,2 مليار دولار .

#### جدول رقم 17 : استثمارات الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي

الدولة	الجهة التي تدير الصندوق	سنة إنشاء الصندوق	قيمة استثمارات الصندوق (مليار دولار)
الإمارات أبي ظبي	جهاز أبي ظبي للاستثمار	1976	627
الإمارات أبي ظبي	شركة الاستثمارات	1984	14

<sup>1</sup>صناديق الثروة... الاستثمار الصامت في مواجهة الأزمة، يوم الزيارة : 2011/2/8 : [http:// www .aljarida .com/aljarida /article.aspx ?id =165860](http://www.aljarida.com/aljarida/article.aspx?id=165860)

		البتروولية الدولية	
13,3	2002	مبادلة	الإمارات أبي ظبي
654,3			إجمالي أبي ظبي
19,6	2006	شركة استثمار دبي	الإمارات دبي
1,2	2005	جهاز رأس الخيمة للاستثمار	الإمارات : رأس الخيمة
675,1			إجمالي الإمارات العربية المتحدة
432	غ م	مؤسسة النقد العربي السعودي ساما	المملكة العربية السعودية
5,3	2008	صندوق الاستثمارات العامة	المملكة العربية السعودية
437,3			إجمالي المملكة السعودية
202,8	1953	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت
65	2005	جهاز قطر للاستثمار	قطر
8,2	1980	صندوق الاحتياطي العام	عمان
14	2006	ممتلكات	البحرين
1402,2			إجمالي دول مجلس التعاون الخليجي
3867,7			إجمالي الصناديق

			السيادية في العالم
36,3%			نسبة دول مجلس التعاون

Source : <http://www.swfinstitute.org/funds.php>

الجدول السابق<sup>1</sup> يوضح أن دول مجلس التعاون تمتلك أصولاً في صناديقها السيادية تقدر ب حوالي 1400 مليار دولار، أي حوالي 35% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية في العالم، نصفها تقريباً تمتلكه الإمارات العربية المتحدة، بصفة خاصة إمارة أبو ظبي صاحبة أكبر صندوق ثروة سيادي في الخليج، وثاني أكبر صندوق سيادي في العالم بعد صندوق الثروة السيادي الصيني، ويعتبر الفرد في أبو ظبي صاحب أكبر متوسط نصيب للفرد من أصول صناديق الثروة السيادية في العالم. إجمالي أصول صندوق الثروة السيادي لأبوظبي يصل إلى 654 مليار دولاراً، وكانت تقديرات المعهد الدولي للصناديق السيادية للثروة تضع أصول هذا الصندوق حول 738 مليار دولاراً في 2008. غير أن المعهد الدولي للصناديق السيادية قام بعد ذلك بتخفيض تقديراته حول قيمة أصول صناديق أبو ظبي السيادية نتيجة للخسائر التي لحقت بهذه الصناديق نتيجة للأزمة المالية العالمية.

يلي الإمارات العربية المتحدة من حيث الأهمية المملكة العربية السعودية، صاحبة ثاني أكبر صندوق ثروة سيادي في الخليج، وثالث أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم، والتي بلغت تقديرات أصول صندوقها السيادي حوالي 473 مليار دولاراً. ووفقاً للبيانات المتاحة، تراجعت أصول هذا الصندوق بحوالي 15 مليار دولار العام الماضي، ومقارنةً بباقي صناديق الثروة السيادية الخليجية، يعد صندوق الثروة السيادي السعودي أكثر هذه الصناديق من حيث درجة التقلب، حيث تزداد أصول هذا الصندوق بصورة أكبر من أي صندوق آخر في المنطقة، وذلك عندما ترتفع أسعار النفط، نظراً للطاقة التصديرية الجبارة التي تمتلكها المملكة في مجال النفط الخام، ومن ثم تتحقق للمملكة فوائض ضخمة عندما ترتفع

<sup>1</sup> الصناديق السيادية ، مدونة اقتصاديات الكويت ودول مجلس التعاون الخليجي ، مرجع سابق .

أسعار النفط الخام تحول للصندوق، بينما في حال تراجع أسعار النفط تزداد عمليات السحب من الصندوق نظرا لميزانية الإنفاق العام الضخم للمملكة، وذلك مقارنة بباقي دول مجلس التعاون. صندوق الثروة السيادي السعودي يعمل بشكل ممتاز كصندوق لاستقرار هيكل الإنفاق العالم في المملكة وحماية الاقتصاد المحلي من آثار تقلبات أسعار النفط الخام.

الدولة الثالثة خليجيا من حيث أهمية أصول صندوقها السيادي هي الكويت، والتي تبلغ تقديرات أصول صندوقها السيادي 202 مليار دولارا، وتعول الكويت كثيرا على صندوق الثروة السيادي الخاص بها كأحد خياراتها المستقبلية بعد نفاذ النفط.

الدولة الرابعة من حيث الترتيب والأهمية هي قطر والتي تبلغ قيمة أصول صندوق الثروة السيادي لها 65 مليار دولارا، باقي الدول الخليجية (البحرين وعمان) تحتفظ بقدر متواضع من الأصول الخارجية في صناديق الثروة السيادية الخاصة بها، كما هو موضح في الجدول، والسبب طبعا معروف وهو انخفاض حجم الفوائض التي تحققها هاتن الدولتين، قياسا إلى مستويات الإنفاق العام بهما.

تشير الدراسات المنشورة إلى اختلاف أداء الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي ، ويعود هذا الاختلاف في الأداء إلى اختلاف استراتيجيات الاستثمار ، وإلى تطورات الأسواق المالية التي اتجهت إليها تلك الاستثمارات ، إضافة إلى تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الصرف .

**معايير أداء الصناديق السيادية لدول الخليج :**

من خلال الدراسة التي أجراها "ترومان" على 46 صندوقاً سيادياً ، حاول إيجاد مؤشر لآداء تلك الصناديق بالتركيز على أربعة معايير هي <sup>1</sup> :

- الهيكلية : وتشمل درجة وضوح تمويل الصناديق ، واستخدامات أصولها وعوائدها وعلاقتها بالميزانية والاستراتيجية الاستثمارية ، ومدى انفصال تلك الصناديق عن الاحتياطات الخارجية للدولة .
  - الحوكمة : وتشمل على مدى وضوح دور الحكومة في استراتيجية الاستثمار للصناديق محل الدراسة ، ودور مديري تلك الصناديق ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار .
  - الشفافية والمساءلة : ويشمل هذا المعيار توفر المعلومات الفصلية والسنوية عن الاستثمارات وآدائها وحجم الصناديق وعوائدها وتوزيع الاستثمارات الجغرافي وفيما بين العملات ، والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصناديق .
  - سلوك الصناديق في الأسواق التي تستثمر فيها ، من خلال إدارة المخاطر واستعمال المشتقات .
- جدول رقم 18 : معايير تقييم أداء الصناديق السيادية الخليجية ( % )**

اسم الصندوق	الهيكلية	الحوكمة	الشفافية والمساءلة	السلوك	التقييم العام
هيئة الاستثمار الكويتية	88	86	48	29	63
هيئة الاستثمار القطرية	47	14	2	0	15
هيئة أبو ظبي للاستثمار	25	14	4	0	11
صندوق مبادلة لأبو ظبي	63	57	68	25	59
صندوق عالم الاستثمار لدبي	31	21	7	0	15

<sup>1</sup>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, Washington D.C, September 10,2008,p16,p74.



23	0	18	0	63	صندوق الاحتياطي العام في عمان
59	33	57	56	76	متوسط أداء الصناديق السيادية
97	83	100	100	100	صندوق المعاشات النرويجي

**Source :** 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,

Washington D.C, september 10 , 2008 , pp 12-15 .

من خلال تحليل نتائج الجدول ومقارنتها بالصندوق النرويجي الذي يعتبر نموذجاً لأفضل الممارسات الاستثمارية

- الهيكلية : من خلال دراسة ترومان نجد أن الصناديق السيادية الخليجية تختلف في تطبيقها لهذا المعيار ، إذ تأتي هيئة استثمار الكويت في المرتبة الأولى بأعلى نسبة تليها عمان ثم صندوق مبادلة ، أما باقي الدول فنسبة الهيكلية منخفضة جداً خاصة هيئة أبو ظبي للاستثمار .

- الحوكمة : تظهر نسب هذا المعيار منخفضة ومقاربة في جميع الصناديق السيادية الخليجية باستثناء هيئة الكويت التي تبدو مقاربة من الصندوق النرويجي في الأداء

- الشفافية والسلوك : تؤكد نسب هذا المعيار الصناديق الخليجية تتميز بدرجة عالية من الغموض .

وبصفة عامة تحتل الكويت المرتبة الأولى من حيث الأداء في الصناديق السيادية الخليجية ، عكس هيئة أبو ظبي التي تكاد تكون المعلومات عن آدائها معدومة .

### 2.3. صناديق الثروة السيادية الخليجية والآراء الخاصة بها أثناء الأزمة<sup>1</sup> :

تقدم أربعة صناديق ثروة سيادية الدعم لاقتصادات دول الخليج العربي في مواجهة الأزمة الاقتصادية 2007-2008 ، لكن مراقبين يحذرون من أن بعض حكومات المنطقة أسرفت في الانفاق من تلك الصناديق التي فقدت 350 مليار دولار من قيمتها في الأزمة ، وتملك تلك الصناديق الأربعة حكومات قطر والكويت والسعودية وأبي ظبي بالإمارات ، ووفقا لتقرير نشرته الأمم المتحدة عن الاستثمار في العالم في عام 2009 ، انخفضت القيمة التقريبية للصناديق الخليجية نهاية عام 2008 إلى 1,115 تريليون دولار من 1,165 تريليون في عام 2007 .

وحسب التقرير نفسه بلغت خسائر رؤوس أموال تلك الصناديق عام 2008 350 مليار دولار ، أي أكثر من 35% من قيمتها .

يرى "إيكارت وورترز" الخبير الاقتصادي في مركز الخليج للأبحاث في دبي أن صناديق الثروة السيادية الخليجية تضع دول الخليج في موقع قوي تستطيع منه التعامل مع الأزمة ، حيث هون وورترز من شأن الخسائر التي تكبدتها هذه الصناديق منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية ، مشيرا إلى أنها صناديق طويلة الأجل ، ويشير محللون إلى أن تعرض صناديق الثروة الخليجية لتراجعات أسواق الأسهم هو العامل الأساسي في الخسائر التي واجهتها عام 2008 .

ووفقا للباحث "إيكارت وورترز" فإنه ينسب العوامل السلبية التي ألحقت ضررا بصناديق الثروة السيادية الخليجية إلى لجوء الدول المالكة لها إلى سحب أموال منها لأجل تنفيذ مشاريع حكومية في البنية التحتية في حين أن تلك الصناديق كانت تتعرض لضغط الأزمة المالية وانخفاض أسعار النفط .

<sup>1</sup> المواقع الالكترونية التالية

- [45&Itemid=1&In=ar#up](#) الصناديق السيادية.. شبكة أمان للدول الخليجية .
- وزارة الاقتصاد الوطني ، الإدارة العامة للسياسات والتحليل والاحصاء ، قضايا اقتصادية دولية ، السعودية ، أكتوبر 2009 ، ص ص 3، 4 .
- <http://www.alraimedia.com/Alrai/Article.aspx?id=161600> جاسم السعدون ، الصناديق السيادية الخليجية قامت باستثمارات «ذات طبيعة سياسية» في الغرب ، يوم الزيارة 2011/2/15.

كما أوضح الخبير الاقتصادي الكويتي جاسم السعدون أن الصناديق الخليجية الرئيسية قامت بمجازفات خطيرة خلال الطفرة عام 2008 باستثناء الصندوق السعودي ، وأشار في هذا السياق إلى أن نسبة الأسهم في هذه الصناديق باتت أعلى من السندات ، وهو ما يطرح مخاطر في نظره ، كما انتقد بعض الصناديق الخليجية لأنها تحركت بدوافع سياسية حين استثمرت في مؤسسات مالية غريبة متعثرة في ذروة الأزمة ويرى أن هذه الصناديق اقترفت خطأ من خلال سعيها إلى البرهنة للعالم أنها دول تتحلّى بالمسؤولية ذاهبا إلى أن ذلك خطأ عمق خسائر الصناديق .

ومن خلال ما سبق يتأكد لنا أن الصناديق الخليجية تبقى غامضة إلى درجة كبيرة في إدارتها فاستثماراتها في المؤسسات العالمية المتعثرة في ذروة الأزمة قد يكون وراءه هدف على المدى الطويل ولم تصرح به هذه الصناديق ، كما قد يكون ذلك دليلا على أن صناديق الثروة الخليجية لم تتكبد خسائر خلال الأزمة ، أو ربما تكون خسائرها ضئيلة أمام موجوداتها .

#### تقديرات خسائر الصناديق السيادية الخليجية نهاية عام 2008 :

فيما يلي جدول يوضح تقديرات لخسائر الصناديق الخليجية نهاية عام 2008 ومقارنة النتائج مع الصندوق النرويجي ، والأرقام مقدرة بمليارات الدولارات :

#### جدول رقم 19 : خسائر الصناديق السيادية نهاية 2008

اسم الصندوق	تقدير الأصول 2007/12	تقدير الأصول 2008/12	الإضافة للأصول	الخسائر	معدل الخسائر (%)
جهاز أبي ظبي للاستثمار	453	328	59	183	40
هيئة الاستثمار	262	228	57	94	36

					الكويتية
41	27	28	58	65	هيئة الاستثمار القطرية
12	46	162	501	385	أصول مدارة من ساما السعودية
27	350	273	1200	1282	إجمالي دول مجلس التعاون
30	111	64	325	371	مقارنة مع الصندوق النرويجي

**Source :** Brad Setser and Rachel Ziemba , GCC Sovereign Funds  
Reversal of Fortune , center for geoeconomic studies , January  
2009, p2 .

### الاستراتيجيات المتبعة من الصناديق السيادية الخليجية لتخطي الأزمة المالية العالمية :

أبرزت الأزمة المالية العالمية أهمية تسليط الضوء على المخاطر المالية لمؤسسات الاستثمار الخارجية ، فأظهرت ضرورة تبني أدوات وعمليات خاصة ، تهدف إلى إدارة مخاطر التشغيل ووضع برامج خاصة لإدارة الاستثمارات الخارجية ، من أجل ضمان أمن وسلامة الاستثمارات والأموال وحمايتها من الهزات والاضطرابات المالية في الأسواق العالمية ، ومعرفة آفاق المستقبل للصناديق السيادية ، والملاحق الاستراتيجية لإقامة تحالفات وشراكات عالمية ، لتعزيز وجودها في الأسواق الدولية.

يرى الخبير الاقتصادي "مازن الشكرجي" <sup>1</sup> " أن حماية الصناديق السيادية تكون من خلال الإدارة السليمة لها التي تأخذ في الاعتبار الاستثمار على المدى الطويل ، كما ركز على ضرورة تنويع استثمارات تلك الصناديق لتقليل المخاطر وتحقيق العائدات المجزية ، من خلال التنويع جغرافيا في منطقة معينة أو عالميا ، أو عن طريق نوعية الاستثمار ، كالأسهم في الشركات أو العقارات أو سندات الخزينة وأدوات مالية أخرى .

قامت بعض الصناديق السيادية الخليجية بتغيير استراتيجيتها استثماراتها ، خلال الفترة الماضية ، بحيث أصبحت تتوزع بنسبة 30% على البنوك والاستثمار في الأسواق المالية ، مقابل 50% في عام 2003 فيما تركزت 20% من استثماراتها على قطاع العقارات وأسهم الملكية الخاصة ، مقابل 20% في قطاع سندات الخزينة ، مقارنة بـ 25% خلال سنة 2003 ، و 30% منها على الأسهم ، مقارنة بـ 15% في عام 2003 . وبذلك أكد الشكرجي أن الصناديق السيادية الخليجية تمكنت من تعويض 60% من الخسائر التي تكبدتها ، وفسر ذلك على أن الاستثمار على المدى الطويل يعوض الخسائر ويحقق الأرباح <sup>2</sup> .

### 3.3. الأدوار الواجبة على الصناديق السيادية الخليجية لتعزيز التنمية المستدامة :

أصدرت شركة "بوزاند كومباني" تقريرا عن الدور الحيوي للصناديق السيادية في مستقبل دول مجلس التعاون الخليجي ، حيث أشار التقرير إلى أن بلدان المجلس قد توافرت لديها مبالغ طائلة من عائدات البترول منذ النصف الثاني من القرن الماضي أدت إلى ارتفاع رصيد الاحتياطات الأجنبية لدول الخليج كما تقوم هذه الأخيرة بالمساعدة في توفير الاستقرار الاقتصادي ، والاستثمار الطويل المدى ، والسعي وراء تحقيق العائدات المالية المرتفعة ، عطا على ذلك فهناك خطوات إضافية يمكن لهذه الصناديق اتخاذها بهدف تعزيز دورها ، والتي تتمثل في <sup>3</sup> :

#### 1- نقل المعرفة من خلال الاستثمارات :

<sup>1</sup> مازن الشكرجي : خبير اقتصادي ومحلل مالي سابق لدى مؤسسة التصنيف الائتمانية العالمية ميريل لينش .

<sup>2</sup> جريدة الرؤية الاقتصادية ، 4 سبتمبر 2010 ، على الموقع الإلكتروني : <http://www.alroya.com/mode/94211>.

<sup>3</sup> - جريدة القبس ، الأربعاء 7 ربيع الأول 1430 ، 4 مارس 2009 ، السنة 38 ، العدد 12845 .

- والعربية money work مارس / آذار 2009 ، على الموقع

<http://www.moneyworks.ae/news/qrchive/2200903.pdf>.

تستطيع الصناديق السيادية الخليجية أن تدعم استراتيجيات النمو الاقتصادي المحلي من خلال استثماراتها الدولية والمحلية ، بحيث إن الاستثمارات الدولية توفر سبلا للتعاون مع إدارات الشركات المستثمر فيها ، والتعرف على نماذج عمل مختلفة ، وإجراءات واستراتيجيات من شأنها أن تضاف إلى الخبرات المحلية ، كما يسهل الاستثمار في الشركات متعددة الجنسيات كسب التكنولوجيات المهمة .

أما محليا وبهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي تقوم الصناديق السيادية الخليجية باستهداف القطاعات التي تكفل استثماراتها العالمية .

ولتحقيق هذا الدور بفعالية لابد من أن يكون مصحوبا بمقومات أساسية ، مثل رأس المال البشري المؤهل والبنية التحتية ، والمؤسسات الفعالة .

## **2- تعزيز الشركات الحكومية :**

بحيث تمثل هذه الشركات جزءا كبيرا من النشاطات الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي .

## **3- التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية :**

على الصناديق السيادية الخليجية أن تستخدم ثروتها في المراحل التي تتميز بحركة اقتصادية ضعيفة بهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي والحفاظ على تمويل الاستثمارات الاستراتيجية .

## **4- تعزيز التعاون الإقليمي والدولي :**

على صناديق الثروة السيادية الخليجية النظر في تأسيس صناديق مشتركة على المستويين الإقليمي والدولي ، فعلى الصعيد الإقليمي ، تتضمن الصناديق المشتركة تشارك المخاطر ، وزيادة الفرص الاستثمارية ، أما على الصعيد الدولي فيمكن لهذه الصناديق أن تسهل دخول الأسواق وتعزز آليات نقل المعرفة ، وخير مثال على ذلك صندوق الصين ودبي المشترك China Dubai Capital الذي أعلن في أبريل 2008 ، بحيث يستثمر هذا الصندوق في مجموعة واسعة من القطاعات الحيوية ، تشمل مشاريع البنية التحتية ، والموارد والرعاية الصحية والخدمات .

## 5- تنفيذ الإصلاح وكسب الثقة :

يؤدي تحسين الحوكمة والشفافية وكسب الثقة في الصناديق السيادية الخليجية إلى تحفيز إدارة هذه الصناديق على تبني أفضل الممارسات العالمية ، كما أنها تساعد في تبني المسؤولية تجاه النتائج المالية لهذه الصناديق .

## المبحث الثاني : نماذج من الصناديق السيادية الخليجية

### 1.صناديق الثروة السيادية في أبي ظبي<sup>1</sup> :

تسيطر إمارة أبي ظبي على ثلاثة صناديق ثروة سيادية مهمة ، هيئة أبي ظبي للاستثمار (ADIA) وشركة مبادلة للتنمية ( Moubadala ) ، وهو صندوق أصغر حجما لكنه أكثر جرأة على صعيد المغامرة ، وشركة أبي ظبي للاستثمارات الدولية البترولية (IPIC) ، وقد تم تأسيس الصناديق سابقة الذكر على مدى عقود عدة لإدارة عائدات الإمارة من النفط والغاز ، وتعزيز موقعها في أسواق النفط الاقليمية والعالمية ، والاسهام في تنويع اقتصاد أبو ظبي بعيدا عن المخاطر التي تمثلها أسواق النفط المنقلبة .

#### 1.1 هيئة أبي ظبي للاستثمار :

في عام 1976 تم تأسيس هيئة أبي ظبي للاستثمار وذلك استجابة لارتفاع أسعار النفط في السبعينات وتمثلت مهمة الهيئة في ضمان ازدهار أبي ظبي والحفاظ عليها .

كما تعد هيئة أبي ظبي للاستثمار واحدة من أضخم صناديق الثروات السيادية في العالم ، فلها حصص ملكية ضخمة في الأسهم من خلال مجلس أبي ظبي للاستثمار الذي تملكه الهيئة بنسبة 100% . كما تميزت الهيئة بغموضها في نشر أصولها وأسلوب إدارتها واستراتيجيتها الاستثمارية ، فقد تكهن الخبراء المليونون الدوليون في عامي 2007 و 2008 أن أصولها تتراوح بين 500 و 875 بليون دولار أمريكي يضاف إلى ذلك أنها تصدر نسبة 80% من أموالها إلى شركات خارجية .

#### توزيع أصول جهاز أبي ظبي للاستثمار :

أدى الاضطراب الذي أصاب الأسواق المالية في نهاية 2007 وبداية 2008 إلى تسليط الضوء على هيئة أبي ظبي للاستثمار، وقد كان استحواد الهيئة على نسبة 4,9% في سيتي غروب أهم حدث في تلك

<sup>1</sup> سفين برينت ، حين يتكلم المال : الصناديق السيادية العربية في خطاب العولمة ، مرجع سابق ، ص 10 .



الفترة ، كما أدت ضغوط الجمهور الدولي إلى استجابة الهيئة لتكون أكثر وضوحا في سياساتها ، بحيث كشفت هذه الأخيرة عن بعض المعلومات الخاصة بتوزيع أصولها ، فتبين أنها استثمرت<sup>1</sup> :

- نسبة 45-55% في الأسواق الناشئة

- نسبة 8-12% في السندات الحكومية

- نسبة 12-18% في العقارات

- فيما تم استثمار النسبة المتبقية في الأسهم الخاصة والأسهم الرأسمالية الصغيرة والبنية الأساسية والسيولة .

أما نسبة توزيع ما تمتلكه من عملات فتقدر ب : 45 بالدولار الأمريكي ، 40 باليورو ، 5 بالين ، 10 موزعة على عملات الأسواق الناشئة .

**بعض استثمارات هيئة أبي ظبي للاستثمار<sup>2</sup> :**

اشترت هيئة أبي ظبي للاستثمار يوم 5 فبراير 2010 حصة في مطار "جاتويك" البريطاني مما يزيد استثماراتها في أصول البنية التحتية ، إذ تظهر الصناديق السيادية كمستثمر كبير في قطاع البنية الأساسية إلى جانب صناديق معاشات التقاعد وشركات التأمين رغم أن فرصها قد تكون محدودة ، إذ إن معظم الدول تعتبر البنية الأساسية قطاعا استراتيجيا . وقال المتحدث باسم الهيئة أنها أصبحت الآن تملك حصة أقلية في "جاتويك" بعد شرائها حصة من صندوق (جلوبل إنفرستراكتز بارتنرز ) لكنه رفض التعليق على حجم الحصة بالتحديد والمبلغ الذي دفعته الهيئة . لكن صرح مصدران مقربان من الصفقة أن الهيئة ستدفع نحو 125 مليون جنيه استرليني (4,196 مليون دولار) للحصول على حصة 15% في جاتويك مما يؤكد تقريرا نشرته صحيفة تايم .

وقد جاء استثمار الهيئة في ثاني أكبر مطار في لندن بعد يومين من إعلان صندوق المعاشات الوطني في كوريا الجنوبية أنه يعتزم شراء حصة قدرها 12% في نفس المطار مقابل نحو 100 مليون جنيه استرليني .

<sup>1</sup> Bernardo Bortolotti ,Veljko fotak , William L.Megginson , William F.Miracky, p 34 .

<sup>2</sup> نادي خبراء المال ، على الموقع الالكتروني بتاريخ 2010/12/3 ، [www.m-e-c.biz/gatopekdubai.html](http://www.m-e-c.biz/gatopekdubai.html)

## أنشطة جهاز أبي ظبي للاستثمار :

تهتم الصناديق الخليجية بمختلف القطاعات الاقتصادية خاصة الصناعة التحويلية والخدمات ، وفيما يلي أمثلة لمساهمة جهاز أبي ظبي للاستثمار في رأسمال الشركات الأجنبية<sup>1</sup> :

- 16% من إستيرن أوربيان البريطانية
- 8,3% من هرمس المصرية
- 7,6% من السويس للاسمنت المصرية
- 4,9% من سيتي غروب الأمريكية
- 9% من أبولو مانجمنت الأمريكية
- 3% من فيفالدي الفرنسية
- 2% من ميديا سات الإيطالية
- 3% من سوني اليابانية

## 2.1. صندوق مبادلة :

يعتبر صندوق مبادلة الأصغر حجما ، والأكثر فاعلية في تنويع اقتصاد أبي ظبي ، فقد تأسس عام 2002 ، لكنه طور - في غضون السنوات القليلة الماضية - شبكة مؤثرة من الشراكات العالمية والمحلية في قطاعات الطاقة والطيران والعقارات والرعاية الصحية والتكنولوجيا ، والبنية التحتية والخدمات وقطاعات أخرى .

## استثمارات صندوق مبادلة :

<sup>1</sup> الصناديق السيادية العربية ، يوم الزيارة 2010/12/3 ، على الموقع الإلكتروني :

<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B2-0F3ACE2AB682.htm>

عزت أبي ظبي مواقعها في صناعات الطيران العالمي والفضاء والتكنولوجيا ، من خلال شركة مبادلة للتنمية .

فقد تشاركت مع " فينميكانكا" ، وهي شركة الصناعات الجوية الإيطالية ، لتصنيع مكونات للطائرات المدنية ، وفي صيف 2008 ، تشاركت مع الشركة الأوروبية للطيران والدفاع والفضاء (EADS) لبناء مصنع جديد لمركبات هياكل الطيران<sup>1</sup> .

ومن أبرز الاستثمارات العالمية لصندوق مبادلة<sup>2</sup> :

- حصة تبلغ 7,5% في شركة كارليل (Carlyle) وهي شركة أسهم خاصة ، اشتراها الصندوق في سبتمبر 2007 ، مقابل 1,35 بليون دولار أمريكي .

- و 8,1% في شركة (AMD) لصناعة رقاقات الكمبيوتر المتطورة مقابل 622 مليون دولار أمريكي .

- و 25% في Lease plan corporation ومقرها هولندا ، وهي شبكة من الشركات العالمية تعمل في مجال إدارة السفن والشاحنات .

- و 5% في شركة (ferrari) لصناعة السيارات الرياضية .

- إضافة إلى حصة تبلغ 35% في شركة صناعة الطائرات ( Piaggio Aero )

وفي جويلية 2008 ، أعلن الصندوق أنه سيسعى إلى أن يصبح واحدا من أكبر عشرة مساهمين في جنرال الكتريك ، باستثمارات تصل إلى أزيد من 3 بلايين دولار أمريكي ، كما اتفق صندوق مبادلة و جنرال الكتريك على إقامة شراكة عالمية بقيمة 8 بلايين دولار أمريكي ، تتضمن استثمارات مشتركة في عمليات التمويل التجاري ، والأبحاث والتطوير في مجال الطاقة النفطية ، والطيران والصناعة والتعليم الإداري .

يتضح من هذه الاستثمارات قوة الدعم الذي يوفره صندوق مبادلة لاستراتيجية التنوع الخاصة بالإمارة في القطاعات الصناعية المختلفة .

### 3.1. شركة أبي ظبي الدولية للاستثمارات البترولية (IPIC) :

<sup>1</sup> سفين برينت ، صناديق الثروة السيادية الخليجية ، إدارة الثروة في زمن الاضطراب ، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي ، فيفري 2009 ، ص 3 .

<sup>2</sup> سفين برينت ، حين يتكلم المال ، مرجع سابق ، أكتوبر 2008 ، ص 11 .

تأسست شركة IPIC في عام 1984 كشركة مملوكة بالكامل لحكومة إمارة أبوظبي ، وأصبحت فيما بعد إحدى الشركات الرائدة في مجال الاستثمار في البترول والطاقة<sup>1</sup> .

تواصل أبي ظبي ترقية استراتيجية التنويع الوطني من خلال المشاركة في التنقيب عن الثروات الطبيعية ، وتعزيز موقعها في صناعة البتروكيماويات ، فقد اشترت شركة الاستثمارات البترولية حصة بلغت 17,6% من شركة oil search limited التي تشغل كل الحقول المنتجة للنفط والغاز في بابوا غينيا الجديدة ، مقابل ما يزيد عن 1 بليون دولار ، كما اشترت حصة نسبتها 70% فيروستال ، التي تصمم وحدات النفط والبتروكيماويات لصالح شركة صناعة الشاحنات الألمانية MAN. كما استثمرت الشركة أيضا مبلغ 1,63 بليون دولار للاستحواذ على حصة تبلغ 71% في شركة آبار للاستثمار في أبي ظبي ، وهي شركة تستثمر في قطاع الطاقة<sup>2</sup>.

### مجلس أبي ظبي للاستثمار (Abu Dhabi Investment Council) :

يجب أن نشير إلى صندوق استثماري رابع هو مجلس أبي ظبي للاستثمار الذي تأسس عام 2006 ، والذي يفترض أنه يتولى الاشراف على المحفظة الاستثمارية الداخلية لهيئة أبي ظبي للاستثمار ، ويسيطر على استثمارات أبي ظبي في بلدان الجوار العربي ، ولعدم توفر أي معلومات عن المجلس ، وهو ما أحدث نوعا من التشوش في شأن دوره في أسرة الأجهزة الاستثمارية في أبي ظبي ، وكان صيف 2008 دليلا على ذلك ، حيث حظي المجلس على قدر كبير من الاهتمام بسبب استحواده على نسبة 95% من المعلم النيويوركي ( New York Chrysler Building ) بمبلغ 800 مليون دولار ، وهو ما يتناقض مع ادعائه أنه يركز على الاستثمار إقليميا ويزيد من القلق حيال دور صناديق الثروة السيادية وصلحياتها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لشركة IPIC ، [www.ipic.ae](http://www.ipic.ae)

<sup>2</sup> سيفين برينت ، صناديق الثروة السيادية الخليجية ، إدارة الثروة في زمن الاضطراب ، فيفري 2009 ، مرجع سابق ، ص 3 .

<sup>3</sup> سيفين برينت ، حين يتكلم المال ، مرجع سابق ، ص 13 .

**جدول رقم 20 : حصص مجلس أبي ظبي للاستثمار في شركات البلد :**

الشركة	الحصة
بنك أبي ظبي الوطني	70,48%
بنك أبي ظبي التجاري	64,84%
بنك الاتحاد الوطني	50,01%
شركة طيران أبي ظبي	30%
شركة أبي ظبي الوطنية للتأمين	23,8%
شركة أبي ظبي الوطنية للفنادق	17,5%
شركة الإمارات للتأمين	11,81%
مصرف أبي ظبي الإسلامي	7,61%

المصدر: مجلس أبي ظبي للاستثمار ، على الموقع الالكتروني بتاريخ 30 نوفمبر 2010 :

<http://www.gulfbase.com/site/interface/arabic/CompanyOwnership.aspx?id=409&c=427>

من الملاحظ على الصناديق السالفة الذكر لإمارة أبي ظبي أنها تقوم بتقسيم العمل فيما بينها ، بحيث تعد هيئة أبي ظبي للاستثمار لاعبا رئيسا بين صناديق الثروة السيادية العالمية ، وهي تسعى إلى لعب دور المستثمر المحترف في المحافظ ، وقد جعلها نظام الإفصاح الصارم الذي تعمل في إطاره ، والذي لا يتيح الكشف سوى على القدر القليل من المعلومات ، لهدف التكهنتات واسعة النطاق في شأن حجمها

وتأثيرها في الأسواق المالية العالمية ، وعليه فأى ترتيب يهدف إلى دمج الصناديق السيادية عموماً في الهيكلية المالية العالمية يتطلب قدراً أكبر من الشفافية من جانب هيئة أبي ظبي للاستثمار .

أما صندوق مبادلة فقد أخذ مهمة محاولة تنويع الصورة الاقتصادية لأبي ظبي من خلال بناء شبكات عالمية جديدة ، وفي هذا المجال تكمل شركة أبي ظبي العالمية للاستثمارات البترولية ، أما مجلس أبي ظبي للاستثمار فقد فوضت له مهمة الإشراف على المحفظة الاستثمارية الإقليمية لإمارة أبي ظبي .

### جدول رقم 21: ملخص استثمارات الصناديق السيادية لإمارة أبي ظبي

اسم الصندوق	قيمة الأصول (مليار دولار)	توزيع الأصول جغرافياً	العملات المملوكة	نسبة الاستثمارات في الشركات الأجنبية
هيئة أبي ظبي للاستثمار 1976	بين 875-250	-أسواق ناشئة 45-55% -السندات	-الدولار الأمريكي 45%	-16% من إيسترن أوربيان البريطانية -8,3% من هرمس

المصرية -اليورو 40% -عملات -الأسواق الناشئة 10% -الين 5% -من أبولو مانجمنت الأمريكية -من فيفالدي الفرنسية -2% ميديا سات الإيطالية -3% من سوني اليابانية -15% مطار جاتويك البريطاني	الحكومية 8-12% -العقارات 12-18%		
7,5% من شركة كارليل -8,1% من شركة AMD -25% من شبكة Lease	-الإمارات العربية 33% -قطر 41%	13,3-10	مبادلة (2002)

plan corporation Ferrari من شركة %5- Piaggio من شركة %35- Aero		-دول أخرى %26		
Oil شركة %17,6- Search Limited %70- شركة فيروستال %71- شركة آبار للاستثمار			14-12	شركة أبي ظبي الدولية للاستثمارات البتروولية (IPIC) 1984
%70,84- بنك أبي ظبي الوطني %64,84- بنك أبي ظبي التجاري %50,01- بنك الاتحاد الوطني %30- شركة طيران أبي ظبي %23,8- شركة أبي ظبي الوطنية للتأمين %17,5- شركة أبي ظبي الوطنية للفنادق %11,81- شركة الامارات		أبي ظبي 100%		مجلس أبي ظبي للاستثمار 2006



للتأمين				
-7,61% مصرف أبي ظبي الاسلامي				

المصدر : من ترتيب الطالبة من واقع ما جمعتة من مراجع مختلفة .

**2.هيئة الاستثمار الكويتية :**

**1.2.نبذة مختصرة عن الهيئة<sup>1</sup> :**

---

الموقع الرسمي لهيئة استثمار الكويت ، يوم الزيارة 2011.2.3  
<http://www.kiagov.kw/Ar/kio/about/pages/default.aspx> <sup>1</sup>

يقع مكتب الاستثمار الكويتي في مدينة لندن ويدير الأموال نيابة عن دولة الكويت. وقد تم إنشاؤه في عام 1953 بهدف استثمار الفوائض النقدية نتيجة زيادة عوائد مبيعات النفط ولتقليل اعتماد الكويت على مصدر النفط المحدود.

تحول دولة الكويت 10% سنوياً من قيمة عائدات النفط إلى احتياطي الأجيال القادمة والذي يقع تحت مسؤولية الهيئة العامة للاستثمار في الكويت كونها المؤسسة الأم لمكتب الاستثمار الكويتي.

ويدير مكتب الاستثمار الكويتي أمواله كمستثمر عالمي وتتوزع استثماراته في جميع المناطق الجغرافية الرئيسية وعلى مختلف أنواع الأصول الاستثمارية والتي تدار من قبل مدراء محافظ على أسس فاعلة. ويعد المكتب مستثمر طويل الأجل وتغطي فرق إدارة الاستثمار أنواع الأصول الرئيسية وهي الأسهم والسندات والخزينة والمساهمات الخاصة والعقارية. ويهدف مكتب الاستثمار الكويتي إلى تحقيق أداء استثماري جيد بالمقارنة مع المؤشرات العالمية وفي حدود مؤشرات مخاطرة محددة.

ويعمل في مكتب الاستثمار الكويتي مجموعة مختلفة من الجنسيات يتضمنهم كويتيون وغير كويتيين ويبلغ عدد العاملين حوالي مائة موظف.

#### الأهداف :

إن أهداف مكتب الاستثمار الكويتي هي:

- إدارة الجزء المعهود للمكتب من احتياطي الأجيال القادمة لدولة الكويت بهدف المحافظة على القيمة الحقيقية لهذه الأموال وتحقيق عائد مجزي على المدى الطويل.
- إعادة تفعيل دور مكتب الإستثمار الكويتي و تعزيز مركزه كمؤسسة إستثمار متخصصة و متطورة في الأسواق المالية العالمية.

## 2.2. أصول هيئة الاستثمار الكويتية<sup>1</sup> :

تعد هيئة استثمار الكويت مسؤولة عن إدارة وتصريف أجور صندوق الاحتياطي العام في الإمارة وأصول صندوق احتياطي الأجيال . في جويلية 2007 ، أعلنت الهيئة أن مجموع ممتلكاتها يصل إلى 213 بليون دولار موزعة بين صندوق احتياطي الأجيال ( 174 بليون دولار) وصندوق الاحتياطي العام ( 39 بليون دولار) .

يملك صندوق الاحتياطي العام أصول الحكومة ويستلم كل عائداتها التي تسدد منها نفقات الميزانية ، أما صندوق احتياطي الأجيال فينتقى 10% من إجمالي عائدات الدولة ويعيد استثمارها ، وتبقى جميع أصول هذا الصندوق (احتياطي الأجيال) موجودة خارج الكويت . ويعتمد توزيع حصص أصول الهيئة على التوزيع العالمي لإجمالي الناتج المحلي العالمي .

كشف تقرير "مونييتور" عن نشاط الصناديق السيادية في 2009 ، أن أصول الهيئة العامة للاستثمار الكويتية في نهاية السنة قدرت بحوالي 295 مليار دولار ، مقسمة على الشكل التالي<sup>2</sup> :

- من 55% إلى 65% أسهم

- من 8% إلى 12% سندات

- من 8% إلى 12% عقارات

- من 3% إلى 7% استثمارات بديلة

- من 3% إلى 7% نقدي

كما أفاد التقرير بأن حصة الولايات المتحدة وأوروبا من استثمارات الهيئة تبلغ بين 76% و 86% ، أما حصة اليابان وآسيا فقدرت ب 13% و 17% ونسبة 4%-6% للأسواق الناشئة .

## 3.2. استثمارات الهيئة العامة للاستثمار الكويتية :

<sup>1</sup> سفين برينت ، حين يتكلم المال ، أكتوبر 2008 ، مرجع سابق ، ص 8 .

صحيفة الوسط البحرينية ، العدد 1766 ، الأحد 8 يونيو 2007 .

<sup>2</sup> عبد الحميد علي عبد المنعم ، مرجع سابق ، ص 9 .

تعد حصة 7,1% في (ديملر إي جي) من أبرز أصول هيئة الاستثمار الكويتية ، والتي يعود تاريخ الاستثمار فيها إلى العام 1969 ، وهو ما يجعلها أكبر مساهم منفرد في هذه الشركة الألمانية المصنعة للسيارات ، كما تملك أيضا حصة 2,7% "برينش بتروليوم" ، ما يجعلها من أهم المساهمين في مجموعة الطاقة العالمية هذه

ومن استثماراتها الكبيرة في السنوات الأخيرة تلك التي كانت في بنك الصين الصناعي والتجاري في العام 2006 ، مما أهلها لتكون أكبر مستثمر فيه ، كما استثمرت 3 بليون دولار في سيتي غروب ، و 2 بليون دولار في ميريل لينش في أواخر 2007 وأوائل 2008 ، ثم بليون دولار في تمويل استحواذ ( Dow Chemical ) على ( Rohm and Haas ) وهي شركة متخصصة بالمواد المميزة في صيف 2008 كما أعلنت الهيئة في نفس هذه السنة عن نيتها تخصيص حتى 50 بليون دولار ، أو 20% من أصولها في اليابان ، بهدف إعادة التوازن في توزيع أصولها العالمية<sup>1</sup> .

لقد حلت الهيئة العامة للاستثمار في المركز الثامن عالميا من بين الصناديق السيادية من حيث الأصول المدارة ، وذلك وفق ترتيب مؤسسة الصناديق السيادية في الولايات المتحدة ، وقدرت المؤسسة حجم الأصول الكويتية بنحو 202 مليار دولار أمريكي<sup>2</sup> .

### مشاريع الهيئة العامة للاستثمار للسنة المالية 2010 / 2011 لدولة الكويت :

استعرضت الهيئة العامة للاستثمار ملامح الخطة السنوية 2010-2011 على الشكل التالي<sup>3</sup> :

- مشروع إنشاء هيئة لتطوير جزيرة بوبيان ومدينة الحرير بكلفة أولية تقدر ب 7,5 مليار دينار يمولها الاحتياطي العام والقطاع الخاص ، حيث وفرت 85 ألف وظيفة للكويتيين .
- شركة مستشفيات الضمان الصحي بمبلغ 80 ألف دينار .
- شركتنا المستودعات الحدودية (الشقايا - العبدلي) بتكلفة دراسات قدرها 500 ألف دينار .
- إنشاء شركة مساهمة عامة لإدارة وإنشاء منطقة طبية تخصصية بالمنطقة الجنوبية للكويت تشارك فيها الهيئة بالتمويل بمبلغ 200 ألف دينار ، ووزارة الصحة بالخبرة الفنية والطبية .

<sup>1</sup> سفين برينت ، حين يتكلم المال ، أكتوبر 2008 ، مرجع سابق ، ص ص 8 ، 9 .

<sup>2</sup> عبد الحميد علي عبد المنعم ، مرجع سابق ، ص 38 .

<sup>3</sup> عبد الحميد علي عبد المنعم ، مرجع سابق ، ص 40 .

- إعداد مركز التدريب الاقتصادي CET التابع لصندوق النقد الدولي بمشاركة الهيئة وخبراء صندوق النقد الدولي ، بكلفة أولية 5,4 مليون دينار ، ويهدف المشروع إلى استفادة المتدربين الكويتيين من خبرات صندوق النقد في مجالات التمويل، والاقتصاد، والتنمية .
- مشروع المنح الدراسية للحصول على ماجستير أعمال MBA بمشاركة الهيئة ووزارة التعليم العالي ، بهدف تطوير ورفع كفاءة قوة العمل الوطنية للقطاع الخاص ، بتكلفة 397 ألف دينار .
- مشروع تدريب وتأهيل الخريجين الكويتيين الجدد بمشاركة الهيئة العامة للاستثمار والمؤسسات المالية التي تتعامل معها ، بهدف توفير الكوادر الكويتية للقطاعين الحكومي والخاص ، بكلفة 675 ألف دينار .

#### 4.2. شفافية هيئة الاستثمار العامة<sup>1</sup> :

من خلال دراسة للثروات السيادية 2010 التي أجرتها «هيل اند نولتون» و «بين شوين بيرلاند» السابقة الذكر في الفصل السابق ، تبين أن نحو ثلاثة أرباع من النخب العالمية المستطلعة آراؤهم حوالي 74% تتقبل قدوم استثمارات من دولة الكويت إلى دولها ، مسجلة بذلك النسبة الأعلى بين دول الشرق الأوسط التي شملتها الدراسة .

كما حصلت الكويت على أعلى الأصوات بين دول الشرق الأوسط في موضوع الشفافية حيث سجلت 54% من الأصوات الذين يؤيدون أو يؤيدون إلى حد ما المنهج الذي تتبعه الكويت في مسألة السجلات المالية وشفافية الاستثمارات ، وجاءت الكويت في المرتبة الرابعة بعد النرويج (81%) وسنغافورة (66%) وهونغ كونغ (64%) .

تأثير الأزمة المالية العالمية 2007-2008 على هيئة الاستثمار الكويتية :

<sup>1</sup> موقع جريدة الراي ، يوم الزيارة 2011/2/9:

أظهرت تقارير لمجلس العلاقات الخارجية الأمريكي، عن قيمة الخسائر خلال عام 2008 في دول الخليج العربي جراء الأزمة العالمية، وجاء فيه أن الكويت تأتي في المرتبة الثانية من حيث الخسائر ، كما أظهرت بيانات المجلس أن خسائر الاستثمارات الكويتية بلغت 94 مليار دولار، أي نسبة 36% مقارنة بـ2007، رغم ضخ تدفقات مالية جديدة بلغت 57 ملياراً، لتراجع أصول هيئة الاستثمار إلى 228 مليار دولار في ديسمبر 2008، من 262 مليار دولار في أواخر 2007<sup>1</sup>.

أما بالنسبة للتعويض الصادر عن مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (انكتاد) فقد أعلن أن الصندوق السيادي الكويتي كان أكثر الصناديق الخليجية خسارة ، بتسجيله لخسائر بلغت نحو 41% في عام 2008، ما يعادل 94 مليار دولار أميركي<sup>2</sup>.

### 3. نظرة موجزة لاستثمارات بعض الصناديق السيادية الخليجية الأخرى

#### 1.3. مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> الجريدة ، 11 مارس 2009 .

<sup>2</sup> جريدة القيس ، 27 سبتمبر 2009 .

– مليارات الاستثمارات الخارجية في مهب ريح الأزمة العالمية ، يوم الزيارة 2011/2/17 ، على الموقع الإلكتروني

<http://www.alamalyawm.com/articleDetail.aspx?artid=146496>

<sup>3</sup> سفين برينت ، أكتوبر 2008 ، مرجع سابق ، ص 16 .

الموقع الرسمي لساما ، <http://www.sama.gov.sa/indexes.htm> .

المصدر : النفط

تاريخ الانشاء : غير متوفر وفي بعض المراجع 1952

حجم الأصول المدارة : 501 مليار دولار (398 مليار أورو)

رئيس الصندوق : حمد السيارى ، مدير البنك المركزي السعودي

بقيت القيادة السعودية حتى فترة طويلة مترددة في استغلال الصناديق السيادية كوسيلة للانخراط في الأسواق المالية العالمية ، ويرجع ذلك إلى جغرافيتها الاقتصادية وحجم سكانها فيها يتطلبان درجة كبيرة من السيولة المالية .

حاليا يقوم صندوق ساما بالاستثمار من أجل سلامة النظام المالي السعودي ، وذلك من خلال تشجيع الخصوصية في جميع قطاعات الاقتصاد السعودي .

تقدر مؤسسة ماكنزي ( Mackensey ) أن إجمالي الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي SAMA موزعة على النحو التالي :

20% أوراق مالية/ودائع ، 55-60% ودائع ذات دخل ثابت ، 20-25% أسهم .

أما في الأزمة المالية العالمية فقد قام صندوق ساما في فيفري 2008 بشراء أسهم ممتازة بقيمة 77,5 مليون دولار ، مدفوعة على مرتين 48,2 و 29,3 مليون دولار . وأسهم عادية بقيمة 7,89 مليون دولار في ناشيونال سيتي ( National city corporation (NCC) .

### 2.3. هيئة قطر الاستثمارية <sup>1</sup> QIA :

المصدر : النفط

تاريخ الانشاء : 2005

<sup>1</sup> سفين برينت ، أكتوبر 2008 ، مرجع سابق ، ص 17 .

الموقع الإلكتروني الرسمي لهيئة استثمار قطر . [www.qia.qa](http://www.qia.qa)

حجم الأصول المدارة 58 مليار دولار (46 مليار أورو)

رئيس الصندوق : الأمير تميم بن حمد الثاني

نسب الساهمات : Sainsbury (25%) ، Lagardere (7%) ، سوق لندن المالي 15% Barclays  
7%

يعد تنويع الأصول المالية وتوزيعها في مجموعة أصول جديدة وتعزيز الاقتصاد القطري الهدف الرئيسي من إنشاء الهيئة القطرية للاستثمار ، كما تستثمر الهيئة في الأسواق الدولية ، أما في الداخل فتستثمر خارج نطاق قطاع الطاقة .

وفقا للمعلومات الخاصة بـ 2007 ، تتكون ممتلكات الهيئة القطرية من 40% بالدولار الأمريكي و40% بالأورو ، و 20 عملة أخرى بما في ذلك الجنيه الاسترليني . ومن أهم ما تملكه الهيئة شركة "Four seasons healthcare" ومقرها بريطانيا ، والتي استحوذت عليها "أليانس كبيتال بارترز" عام 2007 بحصة 15% في بورصة لندن ، مقابل 2,8 بليون أورو ، وحصلت الهيئة على نسبة تبلغ 2% في شركة كريدي سويس ، كما رفعت حصتها لدى Sainsbury وهي ثالث أكبر مجموعة سوبر ماركت في بريطانيا لتصل إلى 25% ، كما تعد الهيئة أكبر مساهم في Barclays بنسبة 7% .



## خلاصة الفصل

في ظل التوقعات المحتملة للفوائض من النفط في أعقاب انتهاء الأزمة العالمية فإن دول مجلس التعاون مرشحة لأن تكون مركزاً مهماً لتدوير الأموال على المستوى العالمي، وهو ما يبشر به تعاظم الدور الذي أصبحت تلعبه دول الخليج على صعيد التمويل الدولي. وهذا ينطبق بشكل كبير على المملكة العربية السعودية والكويت وقطر والإمارات العربية المتحدة. أما بالنسبة إلى البحرين وعمان فإن استفادتهما من الوفرة النفطية الأخيرة تكاد تكون محدودة في ما يتعلق بضعف الإنتاج النفطي للدولتين.

وحتى في ما يتعلق بتحدي الآثار السلبية التي تركتها الأزمة العالمية على الأصول الخارجية التي تمتلكها دول مجلس التعاون الخليجي فإن موقف هذه الدول لا يزال يتمتع بموقف خارجي قوي جداً. وتشير التقارير إلى أن دول الخليج قادرة على التعامل مع أسوأ السيناريوهات المتوقعة للأزمة العالمية سواء على المدى القصير أو المتوسط.

ومن جهة أخرى ونظرا للاهتمام الواسع الذي حظيت به الصناديق السيادية الخليجية والدور المتميز الذي أدته خلال الأزمة على الصعيد العالمي ، من المفترض أن تأخذ دول الخليج دائما في الاعتبار الأهداف الحقيقية التي أنشئت من أجلها هذه الصناديق وإدارة استثماراتها والتي من أهمها :

-التوظيف الإيجابي للأموال والفوائض النفطية بما يوفر الحماية للاقتصادات الخليجية حال تراجع أسعار النفط ، وليس أن تكون مجرد خزان مالي يتم إنفاقه واستنفاده في حالة تراجع أسعار النفط الذي يعد حاليا الممول والمغذي الأساسي لها .

-تحقيق القيمة المضافة الحقيقية لهذه الاقتصادات الخليجية عبر الاستفادة من دورها على المستوى العالمي ، ونقل الخبرة والمعرفة والتكنولوجيا المكتسبة إلى بلدانها ، من خلال الاستثمارات الخارجية في الشركات والمؤسسات العالمية الكبرى ومن خلال تطوير الشراكات ، والعمل على استيعاب هذه المعرفة المنقولة من خلال تهيئة البنية التحتية والبشرية اللازمة للاستفادة منها .

-العمل على تحقيق التنمية المستدامة والاستقرار الاقتصادي على المدى البعيد ، من خلال توجيه إيجابيات الاستثمار الخارجي إلى الداخل ، وتحويل الأزمة إلى فرصة حقيقية .

# الخاتمة

## الخاتمة

إن مسألة الاستقرار المالي بالغة الأهمية خاصة بعد العجز الواضح في إيجاد حلول فعالة تمنع تكرار حدوث الأزمات المالية بشكل دوري. هذا التكرار يبرز وجود خلل أساسي في النظام القائم، كما أشار لذلك عدد من الدارسين والمحللين للأمر والمتتبعين له عبر أزمنة وأمكنة مختلفة ، كأستاذ روبرت هولند عام 1985 ، ليستر ثورو عام 1996 ، كذلك المؤرخ للأزمات والمحلل لعوامل حدوثها تشارلز كيندلبرجر (Charles Kindelberger) 1996 ، ومن ثم فإن البحث عن الحل لا يمكن أن يكون داخل الأطر والسياسات التقليدية المعروفة. لأن السؤال التقليدي عقب كل اضطراب أضحى يصاغ على النحو الآتي : متى سيقع الاضطراب اللاحق؟ وأين؟ بدل " هل سيقع اضطراب أم لا؟" وهذا ما هو متداول هذه الأيام، فقد أشار محافظ بنك إنجلترا ميرفن كينج (Mervyn King) إلى أن الأزمات المالية أمر لا مفر منه لأن جذور هذه الأزمات حسب اعتقاده مرتبط بالطبيعة البشرية غير المستقرة .

ورغم ذلك يقتضي الحرص اعتماد استراتيجيات تتمثل في دعم الأطر الرقابية والتنظيمية الوطنية وتعزيز الانضباط وفق شروط السوق في الأسواق المحلية والدولية ، واعتماد منظور عالمي يتجسد في اعتراف كل دول العالم واعتمادها المبدأ القائل إن عولمة التمويل جعلت من الاستقرار المالي العالمي سلعة عامة عالمية تسمو على الأهداف والمصالح الوطنية ، من خلال فهم مبدأ أن كل الدول يمكنها المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي العالمي من خلال تحقيق الاستقرار المالي الوطني والحفاظ عليه .

كما وقد أسفرت الأزمة المالية العالمية 2007-2008 على إلقاء المزيد من الضوء والاهتمام بالصناديق السيادية، وعلى مكانتها المتنامية في النظام المالي العالمي .ورغم أن الصناديق ليست مسؤولة عن الأزمة، إلا أن التخوف من أدوارها المستقبلية زاد من الأعمال المتصلة بوضع إطار لعملها بما يدعم شفافية أدائها وحوكمتها .إلا أن الصناديق السيادية المنتمة بالخصوص إلى دول العالم الثالث بالرغم من التزاماتها ومسؤولياتها العالمية فهي مسؤولة بشكل أكبر عن دعم مسيرة التنمية في بلدانها الأصلية، وتمكين الأجيال القادمة من الاستفادة من ثمار النمو الاقتصادي .وان تنفادي تركيز مساهماتها في عدد قليل من المؤسسات بشراء حصص كبيرة، بل تعمل على توسيع هذه المشاركات بشراء حصص صغيرة في أكبر عدد من المؤسسات في قطاعات واسعة.

وعلى الرغم من تداعيات الأزمة المالية التي خربت العالم ( 2007-2008)، يتوقع ITEM CLUB ودراسات أخرى أن يتراوح النمو المفترض في أصول بعض صناديق الثروة السيادية بين 12 إلى 15 في المائة سنوياً، مشيراً إلى أن إجمالي الأموال التي تخضع لإدارة هذه الصناديق قد يرتفع إلى 8 تريليون دولار بحلول عام 2015 م .وعلى الرغم من أن الرقم سابق الذكر يبقى أقل مما كان متوقفاً تحقيقه في الفترة نفسها قبل حلول الركود الاقتصادي العالمي (أكثر من 10 تريليون دولار)، إلا أن الأرقام المتوقعة تؤكد أن صناديق الثروة السيادية ستكون لاعباً أساسياً خلال الأعوام المقبلة.

كما أن هناك من الأسباب ما يدعونا للتفاؤل ، فصناديق الثروات السيادية تبداً وكأنها اكتسبت خبرات مهمة من أزمة الرهن العقاري ، إذ تمكنت من استخدامها في النظم الجديدة المعنية بإدارة ورصد المخاطر وزيادة تنويع حافظتها المالية وأنشطتها الاقتصادية ، وإصلاح تنظيماتها المصرفية وأطرها الرقابية ، كما أطلق المجتمع الدولي مبادرات من شأنها تعزيز الهيكل المالي الدولي .

أمام هذه المعطيات قامت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية بوضع مجموعة من القوانين غير الملزمة ، والتي أطلق عليها اسم مبادئ سننباغو ، لتوثيق القرارات الاستثمارية لهذه الصناديق ، والتي يجب أن تسيرها الاعتبارات المالية والاقتصادية لا الدوافع السياسية .

من جهة أخرى تمثل مبادئ سننباغو اختباراً هاماً لمدى فاعلية الأشكال الجديدة من الحوكمة العالمية ، ومع ذلك فإن التهاون في تنفيذ تلك المبادئ من شأنه أن يؤدي إلى خفض قيمتها ، هذا ما يجعل صناديق الثروة السيادية أكثر انكشافاً أمام المخاطر السياسية البشرية .

ويجب ألا يغيب عن ذهننا في ظل دورة الصعود والهبوط التي تمر بها الصناديق السيادية ودورها على الصعيد العالمي، أنه من المفترض أن تأخذ دول الخليج خاصة والدول العربية عامة دائماً في الاعتبار الأهداف الحقيقية من إنشاء هذه الصناديق السيادية وإدارة استثماراتها . خاصة وأن ثمة طرح قوي يعتبر أن الدور الجديد للصناديق السيادية العربية -كونها من أهم الجهات الممولة للاقتصاد العالمي- سيكون له أثر كبير على رؤيتها الاستراتيجية ، كما وسيكون لهذا التحول نتائج حاسمة على حاكميتها وإدارتها .

توظف الصناديق السيادية العربية مئات المليارات في أصول واستثمارات خارجية تبعاً لتدخلها ودورها في حماية النظام المالي والدولي، لكن ما هو مطمئن في هذا المجال، ان التوظيفات والاستثمارات العائدة لهذه الصناديق تكون غالباً لأجل طويلة ولا تتسحب نتيجة أزمة أو اختلالات سوقية، وهذا يشكل عنصر حماية جيد لها .

## نتائج الدراسة :

توصلنا من دراسة تطور الصناديق السيادية العالمية، وخصائصها، وأدائها، وأفضل ممارساتها إلى أنه يمكن استخلاص العبر والنتائج التالية :

-تعتبر أزمة الرهن العقاري أزمة سيولة ، لذا كان الحل الرئيسي لها هو ضخ الكتلة النقدية ، وهذا ما حاولت القيام به صناديق الثروة السيادية ، فهذه الأخيرة تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لأغراض اقتصادية كلية .

- اكتسبت الصناديق السيادية أهمية متزايدة في النظام المالي العالمي ، إذ تعتبر عامل مساعد في معالجة الاختلالات المالية على الصعيد العالمي، وذلك من خلال نقل الأموال من دول الفائض إلى دول العجز المالي، بالإضافة إلى كونها عامل هام في زيادة التكامل الاقتصادي العالمي.
- تمتلك خمس دول عربية صناديق ثروة سيادية ضخمة تمثل مجتمعة 1540 مليار دولار، أي أكثر من نصف مجموع حجم عشرين أولى صناديق الثروة السيادية في العالم، حيث تعد عائدات النفط المصدر الرئيسي لهذه الصناديق، والتي استعملت خلال الأزمة لاقتناء أسهم شركات ضخمة في العالم مثل: HSBC, Citigroup.
- تلخصت إستراتيجية صناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري في الاستثمار في المؤسسات الغربية التي هي بحاجة إلى سيولة ثم كنتيجة لتأثر الأسواق المالية العربية بالأزمة أصبحت هذه الصناديق تستثمر في الداخل، والنتيجة أن إستراتيجيتها الأولى لم تكن جد فعالة لملاحظتنا استمرار تحقيق هذه المؤسسات خسائر ضخمة.
- الصناديق السيادية أداة مهمة للدخار وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما أنها ثروة للمستقبل والأجيال القادمة خاصة في الدول العربية .
- تُعد الاستثمارات الطويلة المدى عنصراً أساسياً لنجاح الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية.
- تسعى الصناديق السيادية الناجحة لتحقيق عائدات مالية واجتماعية.
- تقوم الصناديق السيادية بدور مهم في التنمية الاجتماعية والاقتصادية لبلدانها من خلال الاستثمار المحلي بهدف إطلاق عجلة نمو القطاعات الإستراتيجية.
- ينظر الغرب إلى صناديق الثروة السيادية العربية وكأنها تهدف إلى غزو الاقتصادات الغربية، ولكن الإحصائيات المنشورة أثبتت أنها تكبدت خسائر ضخمة بسبب انخفاض قيمة الدولار.
- تركز الصناديق السيادية استثماراتها الأجنبية على قطاعات تعزز استراتيجيات النمو الاقتصادي المحلي من خلال نقل المعرفة والاستثمارات الأجنبية المباشرة.
- من شأن الاستثمارات الإقليمية والدولية أن تزيد من التعاون الإقليمي والدولي.
- يمكن للصناديق السيادية أن تكون شفافة، وتحقق في الوقت ذاته عائدات جيدة على الاستثمارات، كما هو الحال في النرويج.
- من الممكن جمع الشركات الحكومية التي تغطي قطاعات اقتصادية مختلفة تحت مظلة شركة قابضة تعمل كأسس تجارية، وذلك لتحقيق وفورات اقتصادية ، وقد نجح Temasek Holdings في هذه المهمة، مما أدى إلى زيادة الإنتاجية الاقتصادية لسنغافورة.
- يستحسن تطبيق أفضل الممارسات في الهيكل التنظيمي، والحوكمة، والسلوك الاستثماري بشكل تدريجي.

- اختلف أداء الاستثمارات الأجنبية لدول مجلس التعاون الخليجي باختلاف الاستراتيجيات المشتقة من الأهداف التي وضعت للصناديق السيادية من جهة ، واختلاف أساليب إدارة الأصول والاستثمارات والشكل المؤسسي لهذه الصناديق من جهة أخرى .
- كما يستنتج من تجربة الدول الخليجية في صناديق الثروة السيادية ما يلي :  
تمكنت من تحقيق عوائد استثمارية بمعدلات عالية .
- مشاركة شركات دولية عملاقة ومالكة للتقنيات المتطورة بنسبة من رأس المال .
- تعاظم التوجه نحو الاستثمار في الأصول الانتاجية والخدمية بدلا من الاستثمار في الأوراق المالية .
- وقد اختلفت معايير تقييم الصناديق السيادية لدول الخليج فيما يتعلق بالبنية والشفافية والمساءلة والحوكمة ، وكان أداؤها أقل من متوسط أداء الصناديق السيادية مجتمعة وأقل بكثير من أداء صناديق المعاشات الحكومي النرويجي .

يتضح مما تقدم من استنتاجات تأكيد الفرضيات التي بني عليها هذا البحث وهي :

- تعتبر أزمة الرهن العقاري أزمة سيولة .
- الصناديق السيادية لها تأثير إيجابي على استقرار النظام المالي العالمي .
- الصناديق السيادية عامل قادر على تعزيز المناخ الاستثماري وتشجيع تدفق رؤوس الأموال حول العالم .
- يمكن لصناديق الثروة السيادية العربية أن تلعب دورا هاما في إنقاذ المؤسسات المالية الغربية من الإفلاس، أو الحد من ذلك .
- حققت صناديق الثروة السيادية الخليجية من وراء استثماراتها في البنوك و المؤسسات الغربية عوائد هائلة، مما يبرر مخاوف الدول الغربية من الهيمنة على اقتصادياتها .

توصيات الدراسة :



بعد عرض النتائج المتوصل إليها من وراء هذه الدراسة، يمكننا تقديم جملة التوصيات التالية:

- أهمية وجود صناديق الثروة السيادية في العالم لخلق التوازن بين دول الفائض والعجز المالي.
  - تشجيع مواصلة استثمار صناديق الثروة السيادية وخاصة العربية في المؤسسات المالية الأمريكية والأوروبية، لعل هذا يجنبها الإفلاس ومن ثم تحقيق الاستقرار المالي.
  - البحث عن حلول أخرى لمعالجة أزمة الرهن العقاري نظرا لخطورتها وعدم قدرة صناديق الثروة السيادية معالجتها بصفة نهائية.
  - تعد صناديق الثروة السيادية الخيار الاستراتيجي الأمثل لدول الخليج خاصة والعربية عامة ، لذا يجب أن يولى القطاع غير النفطي اهتماماً أكبر، ويعطى الأولوية لكي يصبح المورد الرئيس للدخل وتوفير فرص عمل.
  - تشجيع باقي الدول العربية على إنشاء صناديق ثروة سيادية أو تطوير صناديقها الموجودة مثل الجزائر نظرا للمزايا التي تحققها على المدى المتوسط والطويل محليا ودوليا، مع أخذ الاحتياطات اللازمة ضد المخاطر المحتملة.
  - الحد من تخوف الدول الغربية وعرقلتها لعمل هذه الصناديق لما لها من دور ايجابي في دعم الاستقرار المالي العالمي، خاصة أن ما تمثله هذه الصناديق لا يتعدى % 2 من مجموع أصول الدول الصناعية.
  - قيام صناديق الثروة السيادية بتغيير أسلوبها في مسألتي الشفافية والإفصاح حتى يكون ذلك من المصلحة الفردية والجماعية لهذه الصناديق ، بوصفها فئة استثمارية عالمية ناشئة .
  - وعليه يمكن القول أن تحول الصناديق السيادية نحو شفافية أكثر يمكن أن يكون اقتراحا أكثر قيمة مما كان عليه سابقا . وبما أنه يتم تطوير قدر أكبر من المعرفة في شأن صناديق استثمار الثروات السيادية ، فإن قيمة عدم الإفصاح عن المعلومات تتناقص . كل ذلك يؤدي إلى افتراض أن الشكوك الباقية في شأن صناديق الثروة السيادية تعطي زحما لأنظمة وتشريعات جديدة ، ما يزيد من العلاوة السياسية والرقابية لاستثمارات هذه الصناديق .
- يبقى أن نشير إلى أن هذا البحث المتواضع ما هو إلا جزء من موضوع واسع يتطلب المزيد من الأبحاث والدراسات والمتابعة والتطوير حتى يكون أكثر اندماجا في البناء المالي والاقتصادي العالمي.

## قائمة المراجع :

### الكتب باللغة العربية :

1. أشرف محمد دوابة ، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق ، دار السلام ، القاهرة ، ط 1 ، 2004.
2. توفيق عبد الرحمان ، البورصات المالية وتقييم محافظ الاستثمار ، مركز الخبرات المهنية للإدارة ، القاهرة ، 2004 .
3. توهين ماثيير ، ترجمة الخزامي عبد الحكم أحمد ، الأسواق والمؤسسات المالية الفرص والمخاطر دار الفجر ، القاهرة ، دون سنة نشر .
4. حسن حمدي ، دليلك إلى البورصة والاستثمار ، دار الكتاب العربي ، دمشق ، 2006.
5. حسين بن هاني ، الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها المشتقة ، نادر الكندي ، عمان ، 2002.
6. خالد وهيب الراوي ، الاستثمار ، دار المسيرة ، عمان ، ط 1 ، 1999.
7. خطيب شذا جمال ، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال ، مؤسسة طابا ، عابدين ، 2002.
8. دريد كامل آل شبيب ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان ، 2009.
9. ديفدسون ألكسندر ، المضاربة في البورصة ، التعاملات التجارية ، التحليل الفني ، المراهنة على الفروق المالية ، دار الفاروق ، القاهرة ، 2005.
10. رمضان الشراح ، الاستثمار ، ذات السلاسل ، الكويت ، 2005.
11. السعودي جمال الزيدانين ، أساسيات في الجهاز المالي ، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان ، 1999.
12. سهيل حسين الفتلاوي ، العولمة وآثارها على الوطن العربي ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، بدون سنة نشر .

- 13.** سيد عليوة ، إدارة الأزمات والكوارث ، دار الأمين للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2004.
- 14.** صلاح عباس ، إدارة الأزمات في المنشآت التجارية ، مؤسسات شباب الجامعة ، الاسكندرية ، 2007.
- 15.** عبد الحليم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر 2003 .
- 16.** عبد الحميد عبد المطلب ، المنظور الاستراتيجي للتحويلات الاقتصادية للقرن الحادي والعشرين مدخل الاليات تعامل القيادات الادارية ، الدار الجامعية للنشر ، الاسكندرية ، 2009.
- 17.** عبد الحميد عبد المطلب ، النظام الاقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر 2001، مجموعة النيل العربية ، القاهرة ، 2003.
- 18.** عبد الرزاق موري ، البورصة بورصة الجزائر ، دار هومة ، الجزائر ، 1999.
- 19.** عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية أسهم سندات وثائق مالية خيارات ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2000.
- 20.** عبد الغفار حنفي ، البورصات أسهم سندات صناديق استثمار ، المكتب العربي الحديث ، دون سنة نشر .
- 21.** عبد المجيد قدرى علي ، اتصال الأزمة وإدارة الأزمات ، الدار الجامعية الجديدة ، مصر ، 2008.
- 22.** غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان ، 2003 ، ط 2 .
- 23.** فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 1998-1999 .
- 24.** فليح حسن خلف ، الأسواق المالية والنقدية ، جدار الكتاب العالمي ، عالم الكتب الحديث ، عمان ، الأردن ، ط 1 ، 2006.
- 25.** قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، ط 1، 2009.
- 26.** محسن أحمد الحضيرى ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، إيتراك للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 1996.
- 27.** محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم السريقات ، الاستثمار في البورصة أسهم سندات أوراق مالية ، دار الحامد ، عمان ، 2006.
- 28.** محمود جاد الله ، إدارة الأزمات ، دار أسامة للنشر ، عمان ، 2007.
- 29.** محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات ، دار الشروق ، عمان ، 2005.
- 30.** منى قاسم ، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ، 1995.
- 31.** منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف للتوزيع ، الاسكندرية ، 2002 .
- 32.** منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأسمال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، الاسكندرية ، 1999 .
- 33.** منير ابراهيم هندي ، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999.
- 34.** المهدي عادل ، عولمة النظام الاقتصادي ومنظمة التجارة العالمية ، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ، 2004.
- 35.** نزيه عبد المقصود ميروك ، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، 2009 .

- 36.** نصار محمد عبد الستار كامل ، دور القانون الدولي في الاقتصاد العالمي الجديد ،دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2007 ، ط 1 .
- 37.** بيتر ثورو ، ترجمة فائزة حكيم ، النظام الاقتصادي العالمي جراً ومخاطرة ، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية ، القاهرة ، 2006.
- 38.** يوسف أحمد أبو قارة ، إدارة الأزمات مدخل متكامل ، أبو قارة إثراء للنشر ، عمان ، 2009.

#### الكتب الأجنبية :

1. Jean Claude Trichet, Stabilité financière et banques centrales, Ed Economica, Sep 2007.

#### الدوريات والمجلات والملتقيات :

#### باللغة الأجنبية :

1. Anouar Achour ,Helene Cometto, Descamps S., Hammoud C., Lacoye-Mateus , les fonds souverain , conquete de la politique par la finance , école de guerre économique ,decembre 2007.
2. Barthalon Eric, Crises financières, Revue problèmes économiques, N°2595, 1998.
3. Belaicha Amine, Bouzidi Abdeldjellil, Labaronne Daniel, Un fond d'investissement d'état pour l'algérie, Colloque international, crises financières internationale ralentissement économique mondial et effets sur les économies euromagrébines, Université de Béjaia.
4. Bettina Wassener « Singapore's Sovereign Fund Loses 31% of Its Portfolio » in The New York Times, 11 février 2009.
5. Brad Setser and Rachel Ziemba , GCC Sovereign Funds Reversal of Fortune , center for geoeconomic studies , January 2009 .
6. Démarolle Alain, Rapport sur les fonds souverains, Paris, Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, 2008.
7. Djebbar ,M, Sovereign wealth funds : New Global Players, National Conference on The Use of Oil and Gas Revenues :repayment of debts, financing the economy and investment abroad , Faculty of Economic and Management sciences , Algiers University , Feb 24,2011

- 8.** Driss Agardi et Alain Alcouffe, Fonds souverains et gouvernement d'entreprise, un état des lieux, LIRHE Unité mixte de recherche CNRS/UT1, Septembre 2008.
- 9.** durmus yilmaz governor, financial security and stability, central bank of the republic of Turkey Istanbul ,june2007.
- 10.** Economiesnise, Dossierpolitique : Les fonds souverains, N°8,.Financial Power, Chatham House, London,7 Mai 2008 .
- 11.** Focus, Banque de France, Bilan et perspectives des fonds souverains, N°1-28 novembre 2008.
- 12.** government pension fund global , annual report 2009 . nbim.
- 13.** International Monetary Fund (IMF) Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda, Working Paper, Washington D.C , 2008 .
- 14.** Jacquet Pierre, Les fonds souverains, acteurs du développement?, cercle des économistes, contribution au cahier sur les fonds souverains.
- 15.** Jen, Stephen The GCC: Transforming Oil Wealth into Financial Portfolios, , in J. Nugee and P Subacchi (eds.) The Gulf Region: A New Hub of Global Financial Power, Chatham House, London, 2008 .
- 16.** Kimmitt, Robert M. Sovereign Wealth Funds and the World Economy,Foreign Affairs, Vol. 87, No. 1 Washington D.C. 2008
- 17.** Lucas Papademos, financial stability and macro prudential supervision objectives, instruments and the role of the ECB at the conference "the ECB and its watchers x1, Frankfurt,4-09-2009" [www.ecb.int/press/key/date/2009/html-le 5.10.2010](http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html-le 5.10.2010).
- 18.** Moez Labidi, Lamia Mazigh, Jaidane, Fonds souverains et stabilité financière internationale, EAS Université de Monastir, Tunisie.
- 19.** Tresor- ECO. Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale, République Française, Janvier 2008, n°28.
- 20.** Truman, E. Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a ChangingLandscape, Testimony before the Subcommittee on Domestic and InternationalMonetary Policy, Trade and Technology, US House Representatives,Washington D.C. 2008
- 21.** Véron Nicolas, Les fonds souverains réhabilités par la crise, La tribune, 7 Janvier 2008.

## باللغة العربية :

1. أحمد ظلفاح، مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي ، المعهد العربي للتخطيط، أبريل 2005.
2. بربش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، أزمة الرهن العقاري، بحث مقدم في ملتقى النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، 5، 6 ماي 2009.
3. بو فليح نبيل ، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية ، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية ، 2010 .
4. بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2005-2006.
5. جاسم المناعي، ظاهرة صناديق الثروة السيادية...مرة أخرى ، صندوق النقد العربي ، مارس 2008 .
6. جون لبيسكي، مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود، صندوق النقد الدولي ، 3 سبتمبر 2008.
7. حاتم مهران ، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي ، بدون سنة ، .API/WPS0702
8. حمد السويدي، هايم كاروانا، المبادئ والممارسات المتعارف عليها ، الهدف والغرض الخاص ، صندوق النقد الدولي ، أكتوبر 2008 .
9. درمان سليمان صادق ، دور التفكير الإبداعي في معالجة الأزمات التسويقية ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة دهوك ، العراق ، دون سنة .
10. سفين برينت، حيث يتكلم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، مركز كارينغي للشرق الأوسط، بيروت، العدد 12 ، أكتوبر 2008 .
11. سفين بيرينيت، أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنثياغو، أوراق كارينغي، العدد 22 ماي 2010 .
12. صندوق النقد الدولي ، ملخص وافي على البيئة الاقتصادية العالمية.
13. ضيف الله العيساوي، الأزمة المالية العالمية وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، ، بحث مقدم في ملتقى الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي والإسلامي نموذجاً، 5، 6 ماي 2009.
14. عبد الحميد علي عبد المنعم ، هيئة الاستثمار رصد أبريل ومايو ويونيو 2010 ، جمعية الشفافية الكويتية ، 2010.
15. عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيمه، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس 14/13 ماي 2009 (التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية)، جامعة فلادلفيا .
16. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، 13، 14 آذار 2009 .
17. علا الصيداني ، ورقة حول أثر الأزمة المالية والاقتصادية العالمية على سياسات التجارة الخارجية في الدول العربية ، بيروت ، نوفمبر 2009 .

- 18.** كريستيان ملدر، "عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل". مجلة التمويل و التنمية ، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر 2002 .
- 19.** كريستينا برينت وطارق الحق ونورا الكامل ، آثار الأزمة المالية والاقتصادية على البلدان العربية ، أفكار بشأن استجابة سياسات الاستخدام والحماية الاجتماعية ، منظمة العمل الدولية ، بيروت ، أبريل 2009 ، ط1.
- 20.** مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية (IWG)، تقرير مبادئ سانتياغو، 2008 .
- 21.** مفتاح صالح ومعارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، جامعة بسكرة ، مجلة الباحث عدد 07 /2009-2010.
- 22.** وزارة الاقتصاد الوطني ، الإدارة العامة للسياسات والتحليل والإحصاء ، قضايا اقتصادية دولية ، السعودية ، أكتوبر 2009 .
- 23.** ياسر محمد قاسم باسردة، الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على البنوك الإسلامية، بحث مقدم في ملتقى الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي والإسلامي نموذجا، 5، 6 ماي 2009.

### الجرائد :

1. الجريدة ، 11 مارس 2009 .
2. الرياض، عدد 14724، تاريخ 2008/10/16 الموافق لـ 16 شوال 1429، العربية السعودية.
3. عالم الاقتصاد السعودية، الصناديق السيادية ... فقاعة اقتصادية أم فرصة استثمارية استثنائية، العدد 197-2008/6/1.
4. القبس ، 27 سبتمبر 2009 .
5. القبس ، الأربعاء 7 ربيع الأول 1430 ، 4 مارس 2009 ، السنة 38 ، العدد 12845 .
6. القبس ، الجمعة 14 ذي القعدة 1431 هـ ، 22 أكتوبر 2010 ، السنة 39 ، العدد 13434 .
7. القدس العربي، 11 مارس 2008.
8. النهار ، العدد 1100 ، 21 نوفمبر 2010 .
9. الوسط البحرينية ، العدد 1766 ، الأحد 8 يونيو 2007 .

### مواقع الانترنت :

1. الموقع الرسمي للبنك العالمي ، [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
2. الموقع الرسمي لشركة IPIC ، [www.ipic.ae](http://www.ipic.ae)
3. موقع التقرير السنوي لصندوق المعاشات النرويجي ، [www.nbim.no](http://www.nbim.no)
4. موقع نادي خبراء المال ، [www.m-e-c.biz/gatopekdubai.html](http://www.m-e-c.biz/gatopekdubai.html)
5. موقع معهد الاستقرار المالي ، [www.bis.org/fsi/aboutfsi.htm](http://www.bis.org/fsi/aboutfsi.htm)

6. موقع جريدة الرؤية الاقتصادية، <http://www.alroya.com/mode /94211>
7. الموقع الرسمي لهيئة استثمار الكويت ، <http://www.kiagov.kw/Ar/kio/about/pages/default.aspx>
8. الموقع الرسمي لساما ، <http://www.sama.gov.sa/indexes.htm>
9. الموقع الرسمي لهيئة قطر ، [www.qia.qa](http://www.qia.qa)
10. موقع صندوق النقد الدولي ، [www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey)
11. موقع معهد الصناديق السيادية ، <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>
12. [www.fsforum.org/home/home.html](http://www.fsforum.org/home/home.html) يوم الزيارة: 05-10-2010
13. Le groupe Wikipedia, Crise financière, dans Wikipedia : the free encyclopedia, <http://fr.wikipedia.org/wiki/crise-Financière#Liste-des-criSES-financ-C3-A8res>,
14. "أزمة الاقتصاد العالمي"، اطلع في يوم 20-11-2009. <http://www.BBCArabic.com>
15. صناديق الثروة... الاستثمار الصامت في مواجهة الأزمة ، يوم الزيارة : 2011/2/8 . <http://www.aljarida.com/aljarida/Article.aspx?id=165860>.
16. الصناديق السيادية.. شبكة أمان للدول الخليجية: [http://www.arabianbusiness.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=570745&Itemid=1&ln=ar#up](http://www.arabianbusiness.com/index.php?option=com_content&view=article&id=570745&Itemid=1&ln=ar#up)
17. و العربية money work مارس / آذار 2009 ، على الموقع <http://www.moneyworks.ae/news/qrchive/2200903.pdf>
18. الصناديق السيادية العربية ، يوم الزيارة 2010/12/3 ، على الموقع الالكتروني : <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B20F3ACE2AB682.htm>
19. موقع جريدة الراي ، تاريخ الزيارة 2011/2/9 : <http://www.alraimedia.com/Alrai/Article.aspx?id=207102&date=27052010>
20. مليارات الاستثمارات الخارجية في مهب ربح الأزمة العالمية ، يوم الزيارة 2011/2/17 ، على الموقع الالكتروني : <http://www.alamalyawm.com/articleDetail.aspx?artid=146496>



21. موقع الجزيرة ، يوم الزيارة 2010/12/27 :

<http://www.aljazeera.net/Nr/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B2-OF3ACE2AB682.htm>

22. الصناديق السيادية ، مدونة اقتصاديات الكويت ودول مجلس التعاون الخليجي ، على الموقع الالكتروني :

[http://economyofkuwait.blogspot.com/2010/08/blog-post\\_24.html](http://economyofkuwait.blogspot.com/2010/08/blog-post_24.html)

23. International economics glossary , on Sep 30,2010 .

[www.personal.umich.edu/alandear/glossary/f.html](http://www.personal.umich.edu/alandear/glossary/f.html) يوم الزيارة 2010/09/30

24. صندوق النقد يحذر من تراجع النمو الاقتصادي العالمي، على الموقع الالكتروني بتاريخ 2010-10-4 :

<http://aldefaa3.com/almogtarbeen.mvc.aspx/show/240/3/12>

25. إدارة الأزمات والكوارث المدرسية على الموقع الالكتروني بتاريخ 2011-4-16 :

<http://www.7eda.com/vb/t25179.html>

## فهرس الأشكال

الرقم	الصفحة
	21
02	تطور عدد الصناديق السيادية 90
03	أصول الصناديق السيادية حسب مصدر التمويل والمنطقة 91
04	التوجهات الجغرافية للصناديق السيادية 99

## فهرس الجداول

الصفحة	الرقم
36-35	01 مؤشرات السلامة المالية
56-55	02 أساليب التعامل مع الأزمات وتشغيل آليات البورصة
57-56	03 نماذج العدوى المالية
62-58	04 عرض الأزمات المالية والنقدية التاريخية
74	05 نمو صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية
93	06 مؤشرات نسبة حجم أصول الصناديق السيادية إلى أصول أخرى
100-99	07 التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية (2008-2000)
-101 102	08 الصناديق السيادية وحجم أصولها
104	09 تقديرات صندوق النقد الدولي لأصول صناديق الثروة السيادية (فبراير 2008)
105	10 التطور الفصلي لحجم أصول الصناديق السيادية (2010-2007)
-105 106	11 تطور حجم أهم وأكبر الصناديق السيادية في العالم
-108 109	12 مساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة
-110	13 استثمارات الصناديق السيادية في النصف الأول من 2010

<b>111</b>		
<b>-117</b> <b>118</b>	قائمة أعضاء مجموعة العمل الدولية وحجم أصول صناديقها (مارس 2008)	14
<b>-135</b> <b>136</b>	إجراءات دول مجلس التعاون الخليجي للحد من الأزمة	15
<b>-137</b> <b>138</b>	التوزيع الجغرافي لأصول الصناديق السيادية الخليجية	16
<b>-139</b> <b>140</b>	استثمارات الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي	17
<b>142</b>	معايير تقييم أداء الصناديق السيادية الخليجية	18
<b>-144</b> <b>145</b>	خسائر الصناديق السيادية الخليجية نهاية 2008	19
<b>152</b>	حصص مجلس أبو ظبي للاستثمار في شركات البلد	20
<b>-153</b> <b>154</b>	ملخص استثمارات الصناديق السيادية لإمارة أبو ظبي	21

## فهرس المحتويات

	المقدمة
--	---------

<b>70-1</b>	<b>الفصل الأول : تأثير الأزمات المالية على الاستقرار المالي والنظام الاقتصادي العالمي</b>
<b>17-3</b>	<b>المبحث الأول: المنظور الاستراتيجي للنظام الاقتصادي العالمي.</b>
<b>3</b>	1. ماهية النظام الاقتصادي العالمي .
<b>3</b>	1.1. مفهوم النظام الاقتصادي العالمي .
<b>4</b>	2.1. علاقة النظام الاقتصادي بالعولمة.
<b>5</b>	2. مكونات النظام الاقتصادي العالمي .
<b>5</b>	1.2. صندوق النقد والنظام النقدي العالمي .
<b>7</b>	2.2. البنك الدولي والنظام المالي العالمي .
<b>8</b>	3.2. النظام التجاري الدولي .
<b>9</b>	3. خصائص النظام الاقتصادي العالمي:
<b>10</b>	1.3. الديناميكية.
<b>10</b>	2.3. سيطرة النظام الرأسمالي على الاقتصاد العالمي.
<b>10</b>	3.3. الاتجاه نحو المزيد من الاعتماد الاقتصادي المتبادل.
<b>10</b>	4.3. تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.
<b>11</b>	5.3. تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات.
<b>11</b>	6.3. تزايد دور المؤسسات الاقتصادية.
<b>11</b>	4. النظام الاقتصادي العالمي والحاجة إلى نظام اقتصادي عربي جديد.

<b>11</b>	1.4. الآثار الإيجابية والآثار السلبية للعولمة الاقتصادية على الوطن العربي.
<b>15</b>	2.4. التحولات الواجبة لإقامة نظام اقتصادي عربي جديد.
<b>36-18</b>	المبحث الثاني: استقرار النظام المالي العالمي
<b>18</b>	1. مدخل إلى الأسواق المالية العالمية.
<b>18</b>	1.1. مفهوم وأهمية الأسواق المالية.
<b>20</b>	2.1. تقسيمات الأسواق المالية
<b>23</b>	3.1. طريقة العمل في البورصة
<b>28</b>	4.1. كفاءة الأسواق المالية
<b>28</b>	2. الاستقرار المالي العالمي ومؤشراته.
<b>39</b>	1.2. ماهية الاستقرار المالي وأهميته
<b>32</b>	2.2. المبادرات الخاصة بتحقيق الاستقرار المالي
<b>32</b>	3.2. تحليل الاستقرار المالي ومؤشراته
<b>69-37</b>	المبحث الثالث: دراسة الأزمات المالية
<b>37</b>	1. مدخل إلى الأزمات
<b>37</b>	1.1. خلفية عامة في الأزمة ومفهومها
<b>41</b>	2.1. أسباب ، مراحل ، وأنواع الأزمات
<b>41</b>	1.2.1. أسباب الأزمات
<b>43</b>	2.2.1. مراحل الأزمات

<b>47</b>	<b>3.2.1. أنواع الأزمات</b>
<b>50</b>	<b>3.1. مناهج تشخيص الأزمات والتنبؤ بآثارها</b>
<b>54</b>	<b>2. الأزمة المالية</b>
<b>54</b>	<b>1.2. ماهية الأزمة المالية وظاهرة عدوى الأزمات</b>
<b>58</b>	<b>2.2. سرد تاريخي لبعض الأزمات المالية والنقدية</b>
<b>63</b>	<b>3.2. الأزمة المالية 2008-2009 (أسبابها ، تطوراتها ، آثارها ، حلولها )</b>
<b>63</b>	<b>1.3.2. أسباب الأزمة المالية</b>
<b>64</b>	<b>2.3.2. الأحداث المالية للأزمة وتطوراتها</b>
<b>66</b>	<b>3.3.2. آثار الأزمة المالية</b>
<b>70</b>	<b>خلاصة الفصل الأول</b>
<b>-71</b> <b>128</b>	<b>الفصل الثاني: ظاهرة الصناديق السيادية وعوامل نموها</b>
<b>87-73</b>	<b>المبحث الأول : صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية</b>
<b>73</b>	<b>1. صناديق الاستثمار</b>
<b>75</b>	<b>1.1. مفهومها وأهميتها وأهدافها</b>
<b>77</b>	<b>2.1. مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار</b>
<b>79</b>	<b>3.1. إنشاء وعمل صناديق الاستثمار</b>
<b>80</b>	<b>2. أنواع صناديق الاستثمار</b>

<b>80</b>	<b>1.2</b> . وفقا لهيكل رأس مالها
<b>81</b>	<b>2.2</b> . وفقا لأهدافها
<b>82</b>	<b>3.2</b> . وفقا لمكونات المحفظة المالية
<b>84</b>	<b>4.2</b> . وفقا لتحمل العميل لتكلفة البيع
<b>84</b>	<b>3</b> . المحافظ المالية
<b>84</b>	<b>1.3</b> . نشأة المحافظ الاستثمارية ومفهومها
<b>85</b>	<b>2.3</b> . أهمية المحافظ الاستثمارية وأهدافها
<b>86</b>	<b>3.3</b> . أنواع المحافظ الاستثمارية
<b>-88</b> <b>106</b>	المبحث الثاني : صناديق الثروة السيادية
<b>88</b>	<b>1</b> . طبيعة صناديق الثروة السيادية
<b>88</b>	<b>1.1</b> . مفهوم صناديق الثروة السيادية
<b>90</b>	<b>2.1</b> . تاريخ صناديق الثروة السيادية
<b>91</b>	<b>2</b> . أهمية صناديق الثروة السيادية ومميزاتها
<b>92</b>	<b>1.2</b> . أهمية صناديق الثروة السيادية ودورها الإيجابي في النظام المالي العالمي
<b>95</b>	<b>2.2</b> . أهداف صناديق الثروة السيادية
<b>96</b>	<b>3.2</b> . مميزات صناديق الثروة السيادية عن الهيئات المالية



96	3. أنواع صناديق الثروة السيادية
96	1.3. حسب مصادر دخلها
98	2.3. حسب الغرض من إنشائها
98	4. أهم صناديق الثروة السيادية في العالم وتوجهاتها
98	1.4. التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية
99	2.4. التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية
100	3.4. أهم صناديق الثروة السيادية
-107 128	المبحث الثالث: الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري وموقف الدول الغربية من تحركاتها
107	1. الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري
107	1.1. مساهمة الصناديق السيادية في مساعدة المؤسسات المالية المتعثرة
109	2.1. استثمارات الصناديق السيادية العالمية خلال النصف الأول من عام 2010
111	2. مخاوف الدول الصناعية بشأن الصناديق السيادية
112	1.2. مبررات مخاوف الدول الصناعية
112	2.2. المواقف الغربية من الصناديق السيادية
115	3. دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي العالمي
115	1.3. مدى تأثير الصناديق السيادية في أسواق المال العالمية
115	2.3. دور الصناديق السيادية النفطية في تحقيق الاستقرار المالي العالمي

<b>116</b>	<b>4. المبادئ والممارسات المتعارف عليها في الصناديق السيادية</b>
<b>116</b>	<b>1.4. المجالات الرئيسية للمبادئ والممارسات المتعارف عليها</b>
<b>116</b>	<b>2.4. مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية</b>
<b>119</b>	<b>3.4. الغرض من المبادئ والممارسات المتعارف عليها (مبادئ سننباغو)</b>
<b>123</b>	<b>4.4. دراسة الشفافية للصناديق السيادية لسنة 2010</b>
<b>123</b>	<b>5. نماذج عن الصناديق السيادية الأفضل أداء في العالم</b>
<b>124</b>	<b>1.5. الصندوق السيادي النرويجي</b>
<b>126</b>	<b>2.5. الصندوق السيادي لسنغافورة</b>
<b>127</b>	<b>خلاصة الفصل الثاني</b>
<b>-129</b> <b>161</b>	<b>الفصل الثالث : تجربة صناديق استثمار الثروات الخليجية</b>
<b>-131</b> <b>147</b>	<b>المبحث الأول : الأسواق المالية والصناديق السيادية الخليجية</b>
<b>131</b>	<b>1. سبل تطوير ورفع كفاءة الأسواق المالية الخليجية</b>
<b>131</b>	<b>1.1. تعزيز الدور الرقابي للسوق الخليجية</b>
<b>132</b>	<b>2.1. تحسين المركز التنافسي للأسواق الخليجية</b>
<b>132</b>	<b>3.1. الربط بين الأسواق الخليجية ومقومات تحقق ذلك</b>
<b>132</b>	<b>2. تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الخليجية</b>

<b>133</b>	<b>1.2</b> مظاهر تأثير الاقتصاد الخليجي بالأزمة المالية العالمية
<b>134</b>	<b>2.2</b> إجراءات دول الخليج للحد من الأزمة المالية العالمية
<b>137</b>	<b>3</b> الصناديق السيادية الخليجية ومظاهر نموها
<b>137</b>	<b>1.3</b> أصول الصناديق السيادية الخليجية
<b>143</b>	<b>2.3</b> الآراء الخاصة بصناديق الثروة السيادية الخليجية
<b>145</b>	<b>3.3</b> تأثير الأزمة المالية العالمية على الصناديق السيادية الخليجية
<b>-148</b> <b>160</b>	<b>المبحث الثاني : نماذج من الصناديق السيادية الخليجية</b>
<b>148</b>	<b>1</b> صناديق أبي ظبي للثروة السيادية
<b>148</b>	<b>1.1</b> هيئة أبي ظبي للاستثمار (تاريخها ، أصولها ، استثماراتها )
<b>150</b>	<b>2.1</b> صندوق مبادلة (تاريخه ، أصوله ، استثماراته )
<b>151</b>	<b>3.1</b> شركة أبي ظبي الدولية للاستثمارات البترولية (تاريخها ، أصولها ، استثماراتها )
<b>155</b>	<b>2</b> الهيئة العامة للاستثمار الكويتية
<b>155</b>	<b>1.2</b> تاريخ الهيئة العامة للاستثمار
<b>156</b>	<b>2.2</b> أصول الهيئة واستثماراتها ومشاريعها
<b>156</b>	<b>3.2</b> تأثير الأزمة المالية العالمية على الهيئة ودراسة شفافيتها
<b>158</b>	<b>4.2</b> شفافية هيئة الاستثمار العامة
<b>159</b>	<b>3</b> نظرة موجزة لاستثمارات بعض الصناديق السيادية الخليجية الأخرى

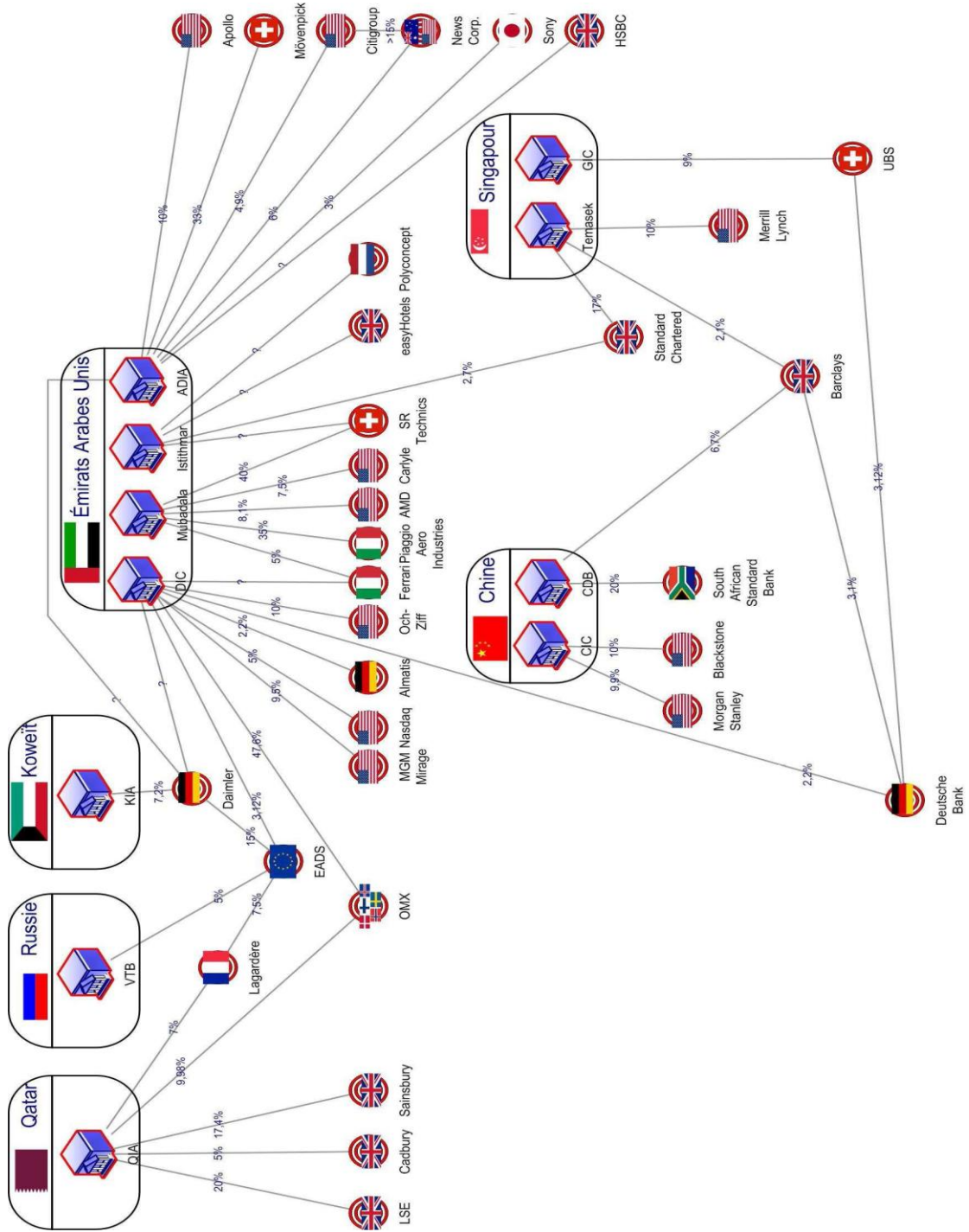
<b>159</b>	<b>1.3</b> .مؤسسة النقد العربي السعودي
<b>159</b>	<b>2.3</b> .هيئة قطر الاستثمارية
<b>161</b>	خلاصة الفصل الثالث
<b>-163</b> <b>167</b>	خاتمة
<b>168</b>	قائمة المراجع
<b>175</b>	فهرس الأشكال
<b>176</b>	فهرس الجداول
<b>177</b>	فهرس المحتويات
	الملاحق

## Fonds souverains en fonction du montant des actifs sous gestion (mai 2008)

No	Country	Fund/institution name	Inception	Funding source	AuM (\$bn)
1	United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	Oil	500-1,000
2	Norway	Government Pension Fund - Global	1990	Oil	373
3	Singapore	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	1981	Fiscal/Reserves	200-330
4	Saudi Arabia	Saudi Arabia Monetary Authority (SAMA)	1952	Oil	327
5	Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	1960	Oil	213-250
6	China	China Investment Corporation (CIC)	2007	Fiscal/Reserves	200
7	Hong Kong	Hong Kong Exchange Fund	1935	Fiscal/Reserves	182
8	Singapore	Temasek	1974	Fiscal	160
9	Russia	Oil & Gas Fund	2004	Oil, Gas	157
10	Australia	Queensland Investment Corporation (QIC)	1992	Fiscal	65
11	Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	2000	Oil	40-60
12	Australia	Future Fund	2006	Fiscal	55
13	France	Pension Reserve Fund	2001	Fiscal	51
14	Libya	Libyan Investment Authority (LIA)	1981	Oil	50
15	Algeria	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	2000	Oil	44
16	United States	Alaska Permanent Reserve Fund	1976	Oil	37
17	Australia	Victorian Funds Management Corporation (VFMC)	1994	Fiscal	36
18	Brunei	Brunei Investment Authority	1983	Oil	25-35
19	Ireland	National Pension Reserve Fund	2001	Fiscal	31
20	Malaysia	Khazanah Nasional BHD	1993	Fiscal	26
21	Saudi Arabia	Kingdom Holding Company (KHC)	1980	Oil	25
22	Kazakhstan	National Oil Fund	2000	Oil	23
23	South Korea	Korea Investment Corporation (KIC)	2006	Fiscal/Reserves	20
24	Venezuela	National Development Fund (Fonden)	2005	Oil/Reserves	15-20
25	Canada	Alberta Heritage Fund	1976	Oil	17
26	United States	New Mexico Permanent Trust Funds	1958	Fiscal	16
27	Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	1985	Copper	16
28	Taiwan	National Stabilization Fund (NSF)	2000	Fiscal	15
29	Saudi Arabia	Public Investment Fund (PIF)	1973	Fiscal	10-15
30	United Arab Emirates	Dubai International Capital	2004	Fiscal	13
31	Nigeria	Excess Crude Fund	2004	Oil	13
32	New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	2001	Fiscal	10
33	Iran	Oil Stabilization Fund	2000	Oil	10
34	United Arab Emirates	Mubadala	2002	Oil	10
35	Iraq	Development Fund for Iraq (DFI)	2003	Oil	8
36	Botswana	Pula Fund	1993	Diamonds	6
37	Oman	State General Reserve Fund	1980	Oil, Gas	6
38	United Arab Emirates	Istithmar World	2003	Fiscal	6
39	United States	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	1974	Minerals	4
40	Mexico	Oil Stabilization Fund	2000	Oil	2
41	East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	2005	Oil	2
42	Azerbaijan	State Oil Fund (SOFAZ)	1999	Oil	2
43	Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2007	Oil, Gas	2
44	Colombia	Oil Stabilization Fund	1995	Oil	2
45	Vietnam	State Capital Investment Corporation	2005	Fiscal	2
46	Chile	Chile Pension Reserve Fund	2006	Copper	1.4
47	Venezuela	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization	1998	Oil, Gas	0.8
48	Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund (RERF)	1956	Phosphates	0.6
49	Gabon	Fund for Future Generations	1998	Oil	0.5
50	Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	2006	Oil, Gas	0.3
51	Angola	Reserve Fund for Oil	2007	Oil	n.a.
52	United Arab Emirates	Emirates Investment Authority (EIA)	2007	Fiscal	n.a.
53	United Arab Emirates	Investment Corp of Dubai	2006	Oil	n.a.
			<b>Total</b>		<b>2.998—3.737</b>

**Source :** Focus, Banque de France, Bilan et perspectives des fonds souverains, N°1-28 novembre 2008.

## الملحق 2:



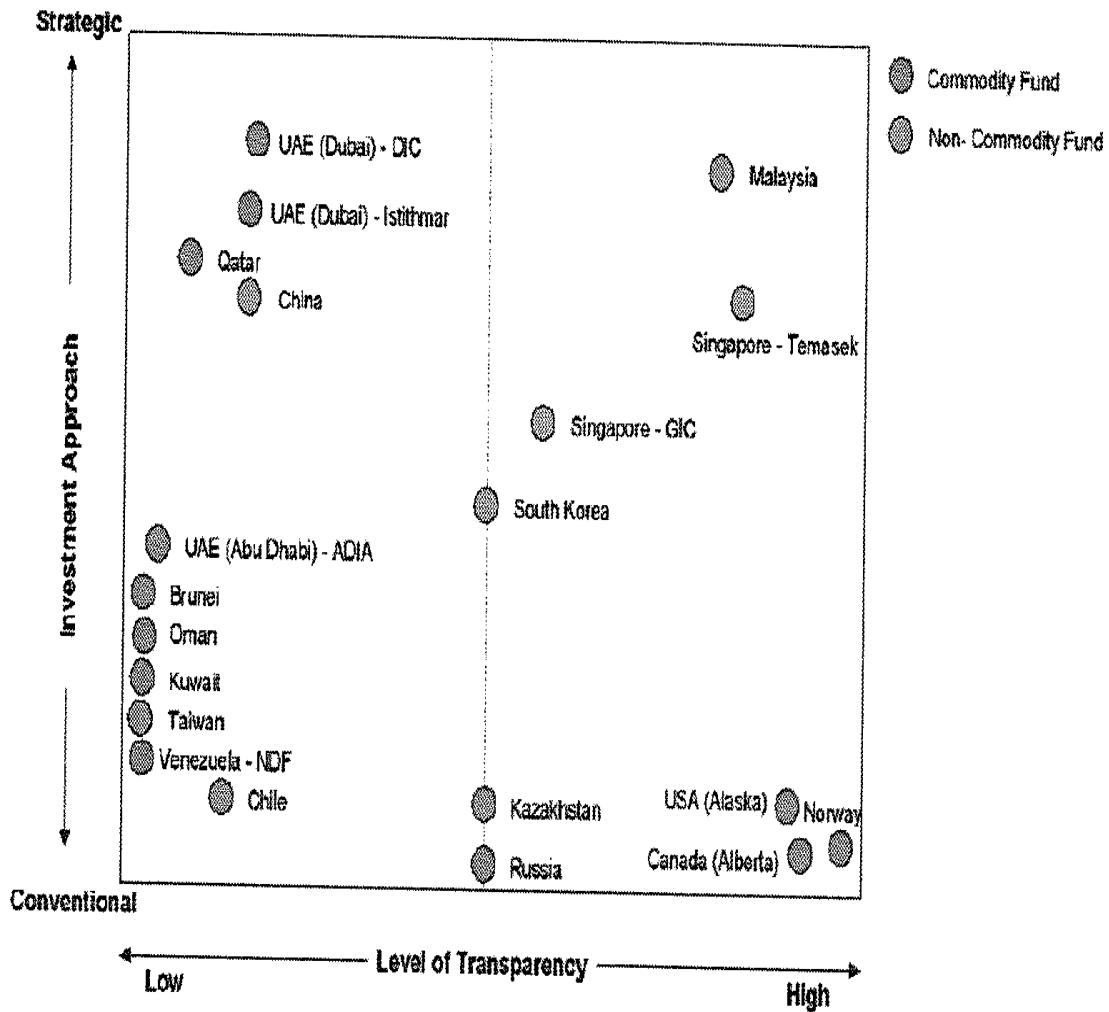
## Exemples de participations significatives

Fonds souverains	Participation > 5% dans une entreprise dont la capitalisation est > 2 MUSD	Participation > 2% dans une entreprise dont la capitalisation est > 10 MUSD
ADIA	- 9 % d'Apollo Management (Private Equity, Etats-Unis)	- 4,9 % dans Citigroup (banque, Etats-Unis) - 2% de Mediaset Spa (médias, Italie) - 8 % d'EFG-Hermes Holding (banque d'investissement, Egypte)
Mubadala	- 7,5% de Carlyle (Private Equity, Etats-Unis) - 8 % d'AMD (semi conducteurs, Etats-Unis)	
GIC		- 9 % d'UBS (banque, Suisse) - 4 % de Citigroup (banque, Etats-Unis)
Temasek		- 2 % dans Barclays (banque, Royaume-Uni) - 18 % de Standard Chartered (banque, Royaume-Uni) - 9,9 % de Merrill Lynch (banque d'investissement, Etats-Unis)
CIC		- 9,9 % de Blackstone (Private Equity, Etats-Unis) - 9,9 % de Morgan Stanley (banque d'investissement, Etats-Unis)
KIA		- 4 % de Merrill Lynch (banque d'investissement, Etats-Unis) - 6 % de Citigroup (banque, Etats-Unis) - 7 % de Daimler (automobile, Allemagne) - 2 % de BP (énergie, Royaume-Uni)
QIA	- 20 % du LSE (bourse, Royaume-Uni) - 5 % du groupe Lagardère (médias, France)	- 25 % de Sainsbury (alimentation, Royaume-Uni)

**Sourc**

**e** : Démarolle Alain, Rapport sur les fonds souverains, Paris, Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, 2008

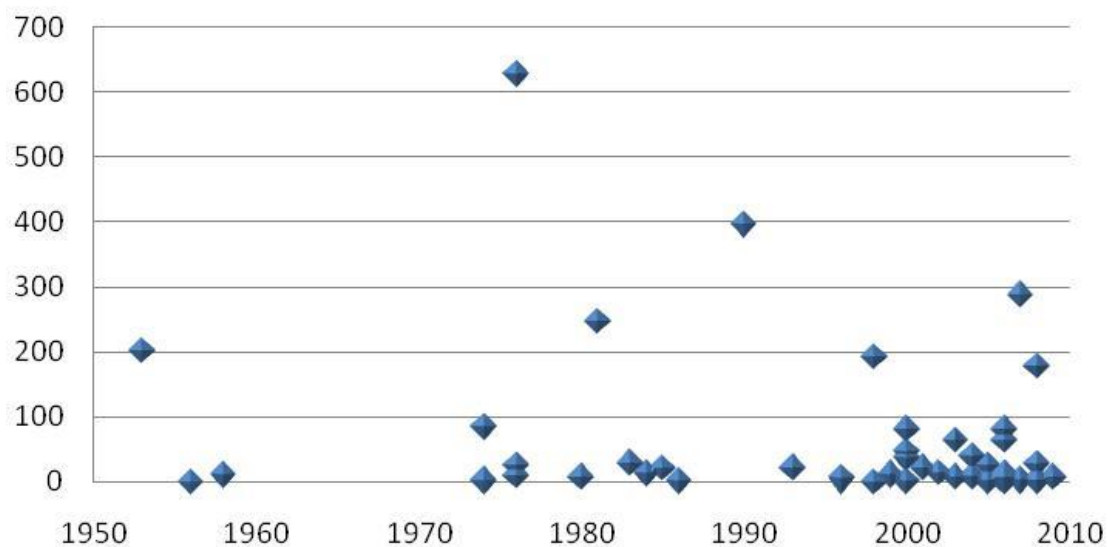
## Politique d'investissement des principaux fonds souverains



**Source :** Démarolle Alain, Rapport sur les fonds souverains, Paris, Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, 2008.



Date de création et volume d'actifs des fonds souverains (en milliards de dollars)

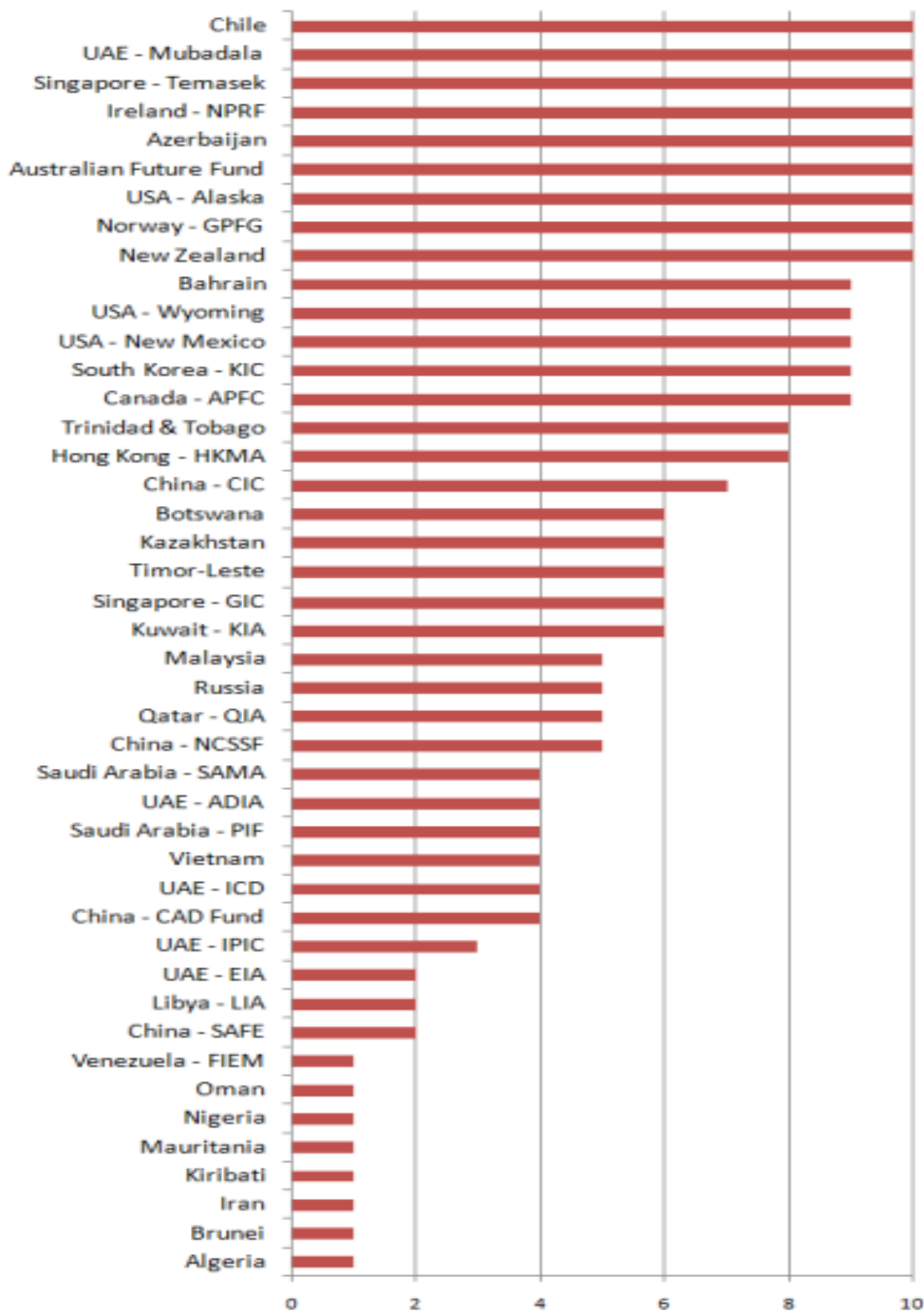


**Source :** [http://fr.wikipedia.org/wiki/Fonds\\_souverain](http://fr.wikipedia.org/wiki/Fonds_souverain)

: الملحق 6

**4Q 2010 Linaburg-Maduell Transparency Index ratings – Public Release**

**Source :** <http://www.swfinstitute.org/swf-news/4q-2010-linaburg-maduell-transparency-index-ratings-%e2%80%93-public-release/>



S

الملحق 7

# Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)—Santiago

# Principles

In furtherance of the “Objective and Purpose,” the IWG members either have implemented or intend to implement the following principles and practices, on a voluntary basis, *each of which is subject to* home country laws, regulations, requirements and obligations. This paragraph is an integral part of the GAPP.

## **GAPP 1. Principle**

The legal framework for the SWF should be sound and support its effective operation and the achievement of its stated objective(s).

*GAPP 1.1. Subprinciple.* The legal framework for the SWF should ensure legal soundness of the SWF and its transactions.

*GAPP 1.2. Subprinciple.* The key features of the SWF’s legal basis and structure, as well as the legal relationship between the SWF and other state bodies, should be publicly disclosed.

## **GAPP 2. Principle**

The policy purpose of the SWF should be clearly defined and publicly disclosed.

## **GAPP 3. Principle**

Where the SWF’s activities have significant direct domestic macroeconomic implications, those activities should be closely coordinated with the domestic fiscal and monetary authorities, so as to ensure consistency with the overall macroeconomic policies.

## **GAPP 4. Principle**

There should be clear and publicly disclosed policies, rules, procedures, or arrangements in relation to the SWF’s general approach to funding, withdrawal, and spending operations.

*GAPP 4.1. Subprinciple.* The source of SWF funding should be publicly disclosed.

*GAPP 4.2. Subprinciple.* The general approach to withdrawals from the SWF and spending on behalf of the government should be publicly disclosed.

## **GAPP 5. Principle**

The relevant statistical data pertaining to the SWF should be reported on a timely basis to the owner, or as otherwise required, for inclusion where appropriate in macroeconomic data sets.

## **GAPP 6. Principle**

The governance framework for the SWF should be sound and establish a clear and effective division of roles and responsibilities in order to facilitate accountability and operational independence in the management of the SWF to pursue its objectives.

## **GAPP 7. Principle**

The owner should set the objectives of the SWF, appoint the members of its governing body(ies) in accordance with clearly defined procedures, and exercise oversight over the SWF's operations.

**GAPP 8. Principle**

The governing body(ies) should act in the best interests of the SWF, and have a clear mandate and adequate authority and competency to carry out its functions.

**GAPP 9. Principle**

The operational management of the SWF should implement the SWF's strategies in an independent manner and in accordance with clearly defined responsibilities.

**GAPP 10. Principle**

The accountability framework for the SWF's operations should be clearly defined in the relevant legislation, charter, other constitutive documents, or management agreement.

**GAPP 11. Principle**

An annual report and accompanying financial statements on the SWF's operations and performance should be prepared in a timely fashion and in accordance with recognized international or national accounting standards in a consistent manner.

**GAPP 12. Principle**

The SWF's operations and financial statements should be audited annually in accordance with recognized international or national auditing standards in a consistent manner.

**GAPP 13. Principle**

Professional and ethical standards should be clearly defined and made known to the members of the SWF's governing body(ies), management, and staff.

**GAPP 14. Principle**

Dealing with third parties for the purpose of the SWF's operational management should be based on economic and financial grounds, and follow clear rules and procedures.

**GAPP 15. Principle**

SWF operations and activities in host countries should be conducted in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they operate.

**GAPP 16. Principle**

The governance framework and objectives, as well as the manner in which the SWF's management is operationally independent from the owner, should be publicly disclosed.

**GAPP 17. Principle**

Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to demonstrate its economic and financial orientation, so as to contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries.

**GAPP 18. Principle**

The SWF's investment policy should be clear and consistent with its defined objectives, risk tolerance, and investment strategy, as set by the owner or the governing body(ies), and be based on sound portfolio management principles.

*GAPP 18.1. Subprinciple.* The investment policy should guide the SWF's financial risk exposures and the possible use of leverage.

*GAPP 18.2. Subprinciple.* The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority, and the process by which they are selected and their performance monitored.

*GAPP 18.3. Subprinciple.* A description of the investment policy of the SWF should be publicly disclosed.

### **GAPP 19. Principle**

The SWF's investment decisions should aim to maximize risk-adjusted financial returns in a manner consistent with its investment policy, and based on economic and financial grounds.

*GAPP 19.1. Subprinciple.* If investment decisions are subject to *other than* economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed.

*GAPP 19.2. Subprinciple.* The management of an SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles.

### **GAPP 20. Principle**

The SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities.

### **GAPP 21. Principle**

SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments' value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights.

### **GAPP 22. Principle**

The SWF should have a framework that identifies, assesses, and manages the risks of its operations.

*GAPP 22.1. Subprinciple.* The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function.

*GAPP 22.2. Subprinciple.* The general approach to the SWF's risk management framework should be publicly disclosed.

**GAPP 23. Principle**

The assets and investment performance (absolute and relative to benchmarks, if any) of the SWF should be measured and reported to the owner according to clearly defined principles or standards.

**GAPP 24. Principle**

A process of regular review of the implementation of the GAPP should be engaged in by or on behalf of the SWF.

**SOURCE :** International Working Group of SWF ( IWG )

## ملخص:

بهدف الإجابة على إشكالية الموضوع ارتأينا في المرحلة الأولى محاولة إعطاء صورة واضحة للنظام الاقتصادي العالمي وأسباب الأزمة المالية التي هزت العالم ، ثم استعراض أهم الأحداث الواقعية التي تفاعلت على المستوى الاقتصادي الكلي وعلى مستوى الاقتصاد الجزئي مثل ارتفاع السيولة، انخفاض معدلات الفائدة وارتفاع قيمة الأصول. وحتى تكون الصورة أكثر وضوحا حاولنا التعرف قبل كل ه ذا على أهم التطورات التي عرفها سوق الرهن العقاري الأمريكي .

كما استعرضنا نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية ووجدنا أن الصناديق العربية وعلى رأسها الصندوق السيادي الإماراتي ذات أصول مالية كبيرة جدا ومجمعة تكون حوالي 49% من مجموع أصول عشرين أولى صناديق الثروات السيادية في العالم، كما تطرقنا إلى التوجهات القطاعية والجغرافية لها والتي عموما تحاول الاستثمار في الو م أ والاتحاد الأوروبي بسبب انخفاض فرص الاستثمار في الداخل، بالإضافة إلى استعراضنا لأهم الاستثمارات التي قامت بها ه ذه الصناديق خلال الأزمة في المؤسسات الأجنبية التي هي بحاجة إلى سيولة، كما تعرفنا على موقف الدول الغربية من تحركات الصناديق التي مازالت تواجه بعض التحديات مثل الإجراءات الحمائية في الصناعة المالية من قبل الدول المستقبلية ، الحوكمة العالمية وكذا الشفافية

## Abstract :

For the purpose of answering the issue of the subject, we have seen in the first stage a trial of giving a clear image for the causes of the crisis experienced by the world at the present time and then present the important events that are realistic and reacted at both the macroeconomic and microeconomic level, such as high liquidity, decrease in rates average increase in the value of assets . For the image to be much clearer we tried to identify all of these important developments defined by the American mortgage market

In the second stage, we presented the creation and development sovereign wealth funds and found that Arab sovereign funds, especially the UAE sovereign fund of financial assets with high amount around 49% of the total assets of the first twenty sovereign wealth funds in the world, and we discussed the sectoral and geographical trends which generally try to invest in the United States and the European Union due to the decline of the internal investment opportunities. In addition to presenting the most important investments by these funds during the crisis in the foreign institutions that need liquidity ،and finally we understood the behavior of western countries on the movement of these funds, which still face some challenges, such us financial protectionism from host countries, global governance and transparency .