

# دور الصناديق السيادية في تنمية اقتصادات الدول المختلفة

إعداد الطالبة: عبير الشمري

## تمهيد

الصناديق السيادية، صناديق استثمارية أنشأتها الحكومات وغذتها بفوائض الموازنات الحكومية والفائض من الاحتياطي الأجنبي، وهكذا تراكمت لدى هذه الصناديق أصول مالية معتبرة، كان قد جرى استثمارها في الشركات المالية والصناعية الأمريكية والأوروبية. وتشارك هذه الصناديق بثلاث خصائص بينة: أولاً، أنها مملوكة للدولة ملكية تامة؛ وثانياً، أنها غير ملزمة بتسديد مدفوعات دورية، شبيهة بالمدفوعات الواجب على صناديق المعاشات التقاعدية الوفاء بها بنحو دوري؛ وثالثاً، أن هذه الصناديق تدار بمنأى عن احتياطي العملات الأجنبية، أي أنها تعمل بمنأى عن السياسات، التي ينفذها المصرف المركزي الوطني في مجال الاحتياطي الأجنبي واستثمار هذا الاحتياطي<sup>1</sup>.

وقد أظهرت البيانات المحدثة لمؤسسة (SWF Institute) المتخصص في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، في تقرير عام 2018 أن صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في المرتبة الأولى كأكبر صندوق سيادي في العالم، بأصول قيمتها 1058.05 مليار دولار، تلتها شركة الصين للاستثمار في المركز الثاني. كما حافظ جهاز أبوظبي للاستثمار على مركزه الثالث بقيمة أصول بلغت 683 مليار دولار، والهيئة العامة للاستثمار الكويتية على مركزها الرابع بأصول قيمتها 592 مليار دولار. وجاء صندوق مبادلة للاستثمار الناتج عن اندماج مجلس أبوظبي للاستثمار ومجموعة شركة مبادلة للاستثمار في المركز الـ 14 بأصول بلغت 226 مليار دولار. وبحسب التقرير بلغ إجمالي موجودات الصناديق السيادية بنهاية أغسطس 2018 نحو 8.11 تريليون دولار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Davis, Mr Jeffrey M., Ms Annalisa Fedelino and Mr Rolando Ossowski. 2018. Fiscal policy formulation and implementation in oil-producing countries. International Monetary Fund.p.p. 11-13 and Deng, Shijie. 2015. Stochastic models of energy commodity prices and their applications: Mean-reversion with jumps and spikes. Berkeley: University of California Energy Institute.

<sup>2</sup> لمطالعة التقرير على الرابط التالي <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/576180> تاريخ الدخول 31 اغسطس 2019 للمزيد يمكن مراجعة:

1. Pierru, Axel and Walid Matar. 2014. "The impact of oil price volatility on welfare in the Kingdom of Saudi Arabia: implications for public investment decision-making." The Energy Journal 35, 99-118."
2. Ross, Michael L. 2015. "What have we learned about the resource curse?" Annual Review of Political Science 18: 239-259.
3. Teisberg, Thomas J. 2011. "A dynamic programming model of the U.S. strategic petroleum reserve." The Bell Journal of Economics, 526-546

من خلال ما سبق يمكن بلورة مشكلة الدراسة الحالية في تساؤل رئيس وهو ما دور الصناديق السيادية في تطوير اقتصادات الدول المختلفة؟  
الدراسات السابقة

هناك عدد من الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع، اهمها ما يلي:

### 1. دراسة عبد الله بلوناس، 2011<sup>1</sup>

هدفت الدراسة للتعرف على واقع الصناديق السيادية العربية في ضوء ازمة الرهن العقاري في العام 2009. وقد خلصت الدراسة للعديد من النتائج كان اهمها:

- إن الصناديق السيادية العربية وعلى رأسها الصندوق السيادي الكويتي والإماراتي ذات أصول مالية كبيرة جدا وتشكل مراكز متقدمة للإستثمار العالمي.
- قامت الصناديق السيادية بالعديد من الاستثمارات خلال الأزمة في المؤسسات الأجنبية التي هي بحاجة إلى سيولة.
- اكتسبت صناديق الثروة السيادية أهمية متزايدة في النظام المالي العالمي، إذ تعتبر عامل مساعد في معالجة الاختلالات المالية على الصعيد العالمي، وذلك من خلال نقل الأموال من دول الفائض إلى دول العجز المالي، بالإضافة إلى كونها عامل هام في زيادة التكامل الاقتصادي العالمي.
- 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.

### 2. دراسة فاطمة الزهراء طاهري، 2012.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> د. عبد الله بلوناس، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، الجزائر، جامعة بومرداس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، 2011

<sup>2</sup> فاطمة الزهراء طاهري، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية" ملتقى وطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 2012.

خلصت الدراسة إلى أن الحوكمة تضمن للأفراد قدرا مناسباً من الربحية على الاستثمارات وسلامة للأداء ومن ثم تدعيم واستقرار الأسواق المالية وتقديم المجتمعات، كونها تؤدي إلى تقليل المخاطر وتحفيز الأداء وتحسين القدرة على تسويق المنتجات والخدمات، بما يضمن زيادة الشفافية في الإفصاح عن المعلومات لكافة المتعاملين في الأوراق المالية، وبذلك تمثل الحوكمة الدعامة الأساسية لنجاح السوق وتفعيل أدائه وكفاءته.

### 3. دراسة عبد أحمد ياسين وآخرون، 2016<sup>1</sup>

هدفت الدراسة لتوضيح الإطار المفاهيمي للصناديق السيادية وإبراز دورها في الحفاظ على موارد الثروة النفطية للمستقبل، وقد توصلت إلى أن للصناديق السيادية آثار قوية ومتشعبة في الاقتصاد المحلي وفي السوق المالية الدولية، كما ساهمت هذه الصناديق في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة، وكان لها دور ملموس في تحقيق الاستقرار المالي خلال الأزمة المالية العالمية في عام 2002

### 4. دراسة بوفميح نبيل، 2016<sup>2</sup>

قام الباحث بدراسة مجموعة من الصناديق السيادية لمجموعة من الدول، وكذلك صندوق ضبط الموارد في الجزائر لتوضيح دور هذه الصناديق في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، وقد خلصت الدراسة إلى توفر صناديق الثروة السيادية النفطية عبر قدرات تمويل عالية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية عن طريق رفع مستوى تصنيفها المالي، وتوفير مصدر تمويل بديل عن مصادر التمويل الأجنبية، مما يؤدي إلى التخلص من مشكلة المديونية، كما تساهم في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتعزيز قدرة الاقتصاد على التصدي لمختلف الأزمات الاقتصادية.

### 5. دراسة إدوين ترومان، 2017<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> عبد أحمد ياسين وآخرون، دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض النفطية"، بحث منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 44 ، 2016

<sup>2</sup> دراسة بوفميح نبيل، " دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه في العموم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3. 2016

<sup>3</sup> إدوين ترومان، مشروع الممارسات الأمثل لصناديق الثروة السيادية، بحث منشور في مجلة الاقتصاد المالي الصادرة عن جمعية الاقتصاد المالي الفرنسية، عدد خاص بصناديق الثروة السيادية، تونس ، 2017

صمم الباحث مؤشر خاص لتصنيف وقياس أداء صناديق الثروة السيادية، وفي ضوء نتائج التصنيف اقترح الباحث مجموعة من الممارسات التي تساهم في تحسين حوكمة وأداء صناديق الثروة السيادية لعل ابرزها ضرورة التخطيط الجيد للإستثمارات في الصناديق السيادية الى جانب اختيار سبل التعاون الأمثل مع الشركاء في المجال الإستثماري من أجل الوصول الى تطبيقات جيدة في الصناديق السيادية..

استفادت الباحثة من خلال البحث في الدراسات السابقة بلورة الأبعاد الموضوعية والمنهجية للمشكلة

البحثية على النحو التالي:

1- بلورة المشكلة البحثية في إطار تحليل العلاقة بين الصناديق السيادية وبين تحقيق التنمية المستدامة في الدول المختلفة.

2- بيان أصالة البحث وأوجه النقص والخلل في الدراسات السابقة والتي يسعى هذا البحث لتغطيتها، وبيان ما سيضيفه البحث للمعرفة وللعلم.

3- الاستفادة من الدراسات السابقة في التعرف على الأخطاء التي وقع فيها الآخرون وتجنبها في البحث. الى جانب الاستفادة من الفرضيات والأهداف والنتائج، وأسئلة البحث الفرعية وتحديد المشكلة ونطاقها.

4- الإطلاع والتعرف على أدوات التحليل وطريقة استخدامها. والاستفادة من المناهج التي استخدمت في الدراسات السابقة للتعرف على منهجية البحث وكيفية تحديد العينات.

الاستفادة من الدراسات السابقة في التعرف على طرق الربط بين العناصر والمشاهدات المختلفة والعلاقات المتوقعة بين متغيرات الدراسة. الى جانب الاستفادة من الاقتراحات الموجودة في الدراسات السابقة حول الدراسات المستقبلية التي يمكن القيام بها.

### أهمية البحث

يمكن تحديد أهمية هذه الدراسة في ضوء الاعتبارات التالية:

1- حداثة موضوع الدراسة على المستوى العربي ، إذ تجد الباحثة ندرة في الكتابات الإقتصادية الاكاديمية العربية التي سعت للخوض في هذا الموضوع.

2- يستمد هذا الموضوع أهميته من طبيعة الصناديق السيادية ودورها في التنمية الإقتصادية، فدراسة دور هذه الصناديق تعد حديثة على المجتمع العربي، وتحتاج للمزيد من الإهتمام والدراسة.

3- من خلال البحث والدراسة في المكتبة العربية في مجال دور الصناديق السيادية، نجد ان اغلب الدراسات والبحوث تتناول إما تعريف الصناديق السيادية بصفة عامة أو توضيح اهدافها ودورها. ولذا تحاول هذه الدراسة ان تقدم اطروحة اكايدمية تقدم للمكتبة العربية اسهاما متواضعا لدراسة دور الصناديق السيادية في تحقيق التنمية المستدامة.

### تقسيم الدراسة الحالية

#### **أولاً: تعريف الصناديق السيادية**

#### **ثانياً: أهمية الصناديق السيادية في الإقتصادات العالمية**

#### **ثالثاً: فعالية صناديق الثروة السيادية في تحقيق التنمية المستدامة**

#### **رابعاً: دور صناديق الثروة السيادية في النمو المالي العالمي**

## أولاً: تعريف الصناديق السيادية

يعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية (بأنها صناديق أو ترتيبات استثمارية عامة ذات أغراض محددة. مملوكة للحكومة وتحت سيطرتها، مهمتها الاحتفاظ بإدارة أصول أهداف الاقتصادية الكلية متوسطة أو طويلة المدى، وتلك الصناديق يتم بناؤها من عمليات الصرف الأجنبي أو عوائد عمليات التخصيص، أو فوائض المالية العامة أو عوائد صادرات السلع. وتطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشتمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية). ويضم صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا صناديق استقرار العائدات، وصناديق الادخار، وصناديق تمويل التنمية، وصناديق التقاعد الحكومية التي ليست لديها التزامات<sup>(1)</sup>.

تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) صناديق الثروة السيادية بأنها (وسائط استثمار مملوكة للحكومة يتم تمويلها من موجودات الصرف الأجنبي)<sup>(2)</sup>. وتضيف وزارة الخزانة الأمريكية إلى ذلك بأنها (تدار بشكل مستقل عن الاحتياطات الرسمية للسلطات النقدية) ويعرفها كيمت بأنها (قنوات رأسمالية عدة تسيطر عليها الحكومة، وتستثمر في الأسواق)<sup>(3)</sup>.

**تعريف معهد صناديق الثروة السيادية<sup>(4)</sup>:** الصندوق السيادي عبارة عن صندوق استثمار حكومي مكون من أصول مالية على غرار الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية علماً أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عمليات الخصخصة أو إيرادات الصادرات السلعية، ووفقاً لهذا التعريف فإن صندوق الثروة السيادية لا يتضمن صناديق التقاعد الحكومية والشركات الاقتصادية المملوكة للدولة بالإضافة إلى احتياطات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية والمستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية<sup>(5)</sup>.

(1) Ronald Beck and Michael fedora, The Impact of swf global financial markets, the occasional paper series no, 91 frank furt :European central Bank , 2008 , p7.

(2) Taosun and Heiko Hesse, swfs, and Financial stability-An Event study Analysis, IMF working paper, IMF, wp/09/239, October, 2009, p5.

(3) IMF, sovereign wealth funds: A work Agenda, working paper (washing on, Dc: IMF, 2008), p4.

(4) معهد صناديق الثروة السيادية عبارة عن مؤسسة بحثية أمريكية تهتم بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية وتأثيرها على الاقتصاد العالمي، السياسات الاقتصادية، الأسواق المالية، التجارة الدولية والسياسات العامة.

(5) Sovereign Wealth Fund Institute, what is a Sovereign Wealth Fund “www.swfinstitute.org/swf.php” “ 15/09/2009 ”.

**تعريف مجموعة Monitor Group**<sup>(1)</sup>: صندوق الثروة السيادي عبارة عن أداة مملوكة من طرف حكومة سيادية يتم تسييره باستقلالية عن البنك المركزي أو وزارة المالية أو الخزينة العمومية، كما تستثمر أمواله في محفظة من الأصول المالية المتعددة الأصناف والمخاطر على غرار الأسهم والسندات والممتلكات والمشتقات المالية علما أن معظم استثمارات الصندوق تتم في الأسواق المالية الخارجية<sup>(2)</sup>.

**تعريف البنك الألماني Deutsch Bank**: عبارة عن وسائط مالية مملوكة للدولة التي تحتفظ وتدير موارد المالية العامة وتستثمرها في أصول متنوعة وتلك الموارد ناتجة عن سيولة إضافية في القطاع العام بسبب فوائض الميزانية أو الاحتياطات الرسمية للبنوك المركزية<sup>(3)</sup>.

**التعريف الخاص بمجلة Problème Economique**: هي صناديق استثمار عمومية مملوكة أو مراقبة من طرف الحكومة لتسيير أصول مالية في إطار زمني بعيد المدى، وتسعى لتحقيق أهداف اقتصادية كلية محددة على غرار الادخار للأجيال القادمة، وتنوع الناتج المحلي الإجمالي، تتكون مواردها من فائض الميزان الجاري الذي يمكن أن يتحقق عن طريق صادرات المواد الأولية أو المنتجات المصنعة وبطريقة غير مباشرة يمكن تمويل هذه الصناديق عن طريق تحويلات البنك المركزي لجزء من احتياطات الصرف الأجنبي<sup>(4)</sup>.

**تعريف M.H. Bouchet**: صندوق الثروة السيادي عبارة عن أداة لتسيير الفائض الجاري للدولة بالعملات الأجنبية، مملوك أو مراقب من طرف الحكومة<sup>(5)</sup>.

(1) مجموعة Monitor Group عبارة عن مكتب دراسات واستشارات دولي تأسس في سنة 1983 مختص في الآلات المتعلقة بالاستراتيجيات، التنظيم الابتكار، التسويق والمنافسة يقع مقره في الولايات المتحدة الأمريكية، مع العلم أنه قد تم تصنيف المجموعة كخامس أكبر مكتب دراسات في العالم في سنة 2007 برقم أعمال تجاوز 1 مليار دولار أمريكي وعدد مستخدمين يتجاوز 1500 خبير. راجع: نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، رسالة دكتوراه غير منشورة، الجزائر، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية، 2011، ص. 98

(2) William Miracky, Davis Dyer, Assessing the Risks, the Behaviors of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy, Rapport of Monitor Company Group, 2008, P11.

(3) ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الدول العربية المصدرة للبترو، المجلد الخامس والثلاثون، العدد 129، ربيع 2009، الكويت، ص 214.

(4) La Rédaction de la Revue Problème Economiques, Fonds Souverains , Fonds de Pension, Hedge Funds Trois Piliers de la Finance Internationales, Revues Problème Economiques N: 295102, Juillet 2008, la Documentation Française, France, P :05.

(5) M.H.Bouchet, Sovereign Wealth Funds Comment redessiner le Paysage de la Finance Mondiale, Systeme Financier International, Ceram Business School, Nice, France,2007, P:02.

**تعريف Edwin. M. Truman:** "صندوق الثروة السيادي مصطلح يطلق على مجموعة من الأصول المالية المملوكة أو المراقبة من قبل الحكومة والمتضمنة لبعض الأصول المالية الدولية"<sup>(1)</sup>.

**تعريف رياض الحفظي:** "صناديق الثروة السيادية عبارة عن أدوات مالية عمومية تمتلك وتدير أموال عمومية وتستثمرها في عدد كبير من الأصول، علما أن مواردها تتشكل أساسا من فائض السيولة المحقق في القطاع العام"<sup>(2)</sup>.

**تعريف Simon Johnson:** "إن عبارة الصناديق السيادية مصطلح حديث يطلق على ظاهرة اقتصادية قديمة تتمثل في احتياطات الصرف الأجنبية المملوكة من طرف الدولة إذ أن جميع دول العالم تمتلك احتياطات صرف مقومة إما بالدولار الأمريكي أو الأورو، أو الين الياباني، وعند تحقيق أي بلد لفائض جاري فإن ذلك يؤدي إلى تراكم احتياطات صرف أجنبية تفوق احتياجاته الحالية، وبالتالي يمكن لهذا البلد انشاء صندوق سيادي لتسيير هذا الفائض في الموارد"<sup>(3)</sup>.

كما أكد (Keith Pilbeam) على الصعود الدراماتيكي (لصناديق الثروة السيادية) في أسواق الاستثمار العالمي، وتوقع لها المزيد من التطور على كافة الصعدة<sup>(4)</sup>. كما تعرف صناديق الثروة السيادية بأنها صناديق استثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة. وتنشأ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول وتتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية وتتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هيكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسة الحكومة وهي مجموعة متغايرة الخصائص، فمنها صناديق استقرار المالية العامة وصناديق مدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطات وصناديق التنمية وصناديق احتياطات التقاعد غير المقترنة بالتزامات تقاعدية صريحة. كما لا تعد هذه الصناديق مجرد حسابات مصرفية فهي صناديق استثمارية تابعة للدولة مع محافظ مختلطة من العملات الأجنبية، والسندات الحكومية وغيرها كما وتعد مؤسسات استثمارية نموذجية لاسيما الاستثمار الطويل

(1) Edwin. M. Truman, A Blueprint For Sovereign Wealth Fund Best Practices Policy, Peterson Institute Number 03, 2008, P:01.

(2) Riadh EL Hafdhi, A l'origine des fonds Souverains, Revue Problème Economiques, la Documentation Française, N : 2951, juillet 2008, France, p : 03.

(3) Simon Johnson, La Montée en Puissance des Fonds Souverains Revue Finances et Développement FMI Septembre 2007, Washington.

(4) Keith pilbeam, finance financial markets, third edition, published By Palgrave Macmillan, printed in China.

الأجل, وبلغت نسبة النمو لصناديق الثروة السيادية لعام (2011) (9%) بواقع أصول مقدرة بي (408) تريليون دولار أمريكي حسب ذا ستيما بوكيه ونموها بنسبة (8%) في (2012) وبواقع أصول مقدرة (5.2) تريليون دولار أمريكي حسب المصدر نفسه كما أن سبب النشاء الرئيسي لصناديق الثروة السيادية هو تنوع مخاطر القطاع الاستثماري, وجعل مصدري السلع أكثر استقلالية عن أسواق السلع العامة المتقلبة, وكذلك التنوع بمرور الزمن والتأكد من أنه لا يزال هناك مخزون مالي متوفر بمجرد بيع آخر قطرة من النفط ونتيجة لهذه الرؤية طويلة الأمد, فإن الصناديق السيادية تعد بمثابة استثمارات مستقرة نسبياً إلى حد كبير, ومن غير المحتمل أن يقوم بسحب مبالغ ضخمة من المال بناء على توقعات قصيرة المد. فالاستقرار والقدرة على احتمال المخاطر مرتبطة بالرؤيا طويلة الأمد, الأمر الذي يجعل الصناديق السيادية تماثل المستثمرين المؤسساتيين المعهودين<sup>(1)</sup>.

كما عرف جوكان افينوغلو: صندوق الثروة السيادية هو صندوق تدعمه حكومة بلد معين يموله فائض ميزانية ذلك البلد, وهذا الفائض: أما مصدره الصادرات أو الإيرادات النفطية وكما تعرف بأنها صناديق استثمارية ضخمة تدعمها الحكومات, وهي في الغالب رافعة اقتصادية إيجابية, من شأنها بعث الروح في الشركات, كذلك البلدان التي تنتشر فيها ليس هذا فقط, بل تعد قوة استقرار بالنسبة للأمة منشئة الاستثمار. ويرى هذا الكاتب أن لا داعي للمبالغة في القلق بشأن هذه الصناديق التي تحركها الأهداف السياسية أكثر من الاقتصادية. إذ توجد أهداف سياسية متعددة تبغيها الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية في العالم منها التأثير على القرارات السياسية لحكومات الدول المتلقية لاستثمارات الصناديق السيادية وغيرها الكثير. كما تعرف صناديق الثروة السيادية على أنها عبارة عن صناديق مكلفة بإدارة الاحتياطات الدولية لحكومات الدول التي لديها مدخرات تفوق استثماراتها بشكل متواصل, فوائض مالية متتالية في الحساب الجاري مما وفر ثروات تطلبت سياسة استثمارية مدروسة نتج عنها حيازة هذه الحكومات لأصول مالية أجنبية (مقومة بعملة بلد آخر)<sup>(2)</sup>. إذ أنها تنشأ في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية أو عائدات الخصخصة, أو فوائض المالية العامة, أو الإيرادات المالية المتحققة من الصادرات السلعية, أو كل هذه الموارد مجتمعة, أما الأصول المستبعدة من

(1) Agenda, prepared by the monetary and capital markets and policy Development and Review Departments, International Monetary Fund, February 29, 2008, p 29.

(2) [Http://www-swfinstitute-org-found-kuwait php, htm](http://www-swfinstitute-org-found-kuwait php, htm), 2008.

صناديق الثروة السيادية فهي تتضمن احتياطات النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية لأغراض تقليدية متعلقة بميزان المدفوعات والسياسة النقدية أو أموال المؤسسات المملوكة للدولة بمفهومها التقليدي أو صناديق تقاعد موظفي الحكومة أو الأصول التي تدر لصالح الأفراد<sup>(1)</sup>. عرفت بأنها صندوق مملوكة من قبل الدولة ويتكون من أصول مثل الأراضي السهم أو السندات أو أجهزة استثمارية أخرى ومن الممكن وصف هذه الصناديق ككيانات تدير فوائض الدولة من أجل الاستثمار<sup>(2)</sup>.

إن التعاريف السابقة الذكر تبين أنه لا يوجد اتفاق عالمي على ما يمكن أن يعتبر صندوقاً سيادياً مما يؤدي إلى اختلاف تقديرات أصول تلك الصناديق مجتمعة آنياً أو مستقبلاً مع العلم أن معظمها يركز على اعتبار صندوق الثروة السيادي صندوق استثمار حكومي يستثمر أصوله في الأسواق الخارجية وهو تعريف يفنقر للدقة باعتبار أن بعض الصناديق تنشأ لأهداف ادخارية وغير استثمارية، كما أن مجال نشاطها قد يكون داخلي وغير خارجي، ومن هذا المنطلق فإن التعريف المناسب لوصف ظاهرة صناديق الثروة السيادية يكون على النحو التالي: "صندوق الثروة السيادي عبارة عن أداة مالية مستحدثة ومدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الحكومة لأغراض استثمارية أو ادخارية ويتم تمويله عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة كما أن مجال نشاطه قد يكون داخلي أو خارجي".

## **ثانياً: أهمية الصناديق السيادية في الإقتصادات العالمية**

تكمن أهمية صناديق الثروة السيادية في النقاط التالية<sup>(3)</sup>:

- دعم السياسة المالية والنقدية وإدارة السيولة والعمل على تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية الدولية.
- نقل المعرفة من خلال الاستثمارات، تعزيز الشركات الحكومية، التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية تعزيز التعاون الإقليمي والدولي، تنفيذ الإصلاح الهيكلي وكسب الثقة.

(1) Jean Pierre Alleger, monnaie financée ET mondialization, Be edition Libraries, Velbert Paris, 2008, p12.

(2) ماجد عبد الله اللطيف، صناديق الثروة السيادية وردها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 48، 49 الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، 2010م، ص632.

(3) صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق على محي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، الطبعة 1، دار الأيام، عمان، الأردن، 2015، ص ص 38-39.

- ضمان عمليات كفاءة لإدارة المخاطر المالية والتشغيلية، والحوكمة، والإفصاح، والشفافية بالنسبة للاقتصاد المحلي وتشجيع الاستثمار طويل المدى والذي يمنع التقلبات في الأسواق المالية الدولية.

- تعزيز الدور الاقتصادي والاجتماعي، وزيادة تكامل الاقتصاد العالمي.

- تنوع المحافظ الاستثمارية والتركيز على العوائد، ومكافحة البطالة من خلال الاستثمار في الأصول الحقيقية، والفائدة التوزيعية لمنافع الثروات الوطنية بين الأجيال الحالية والمستقبلية وكذلك بين الجيل الحالي ذاته، والاقتراب من نظرية التوزيع الإسلامية من خلال التقاء حقوق الفرد بحقوق الجماعة.

ونظراً للأهمية المتنامية للصناديق السيادية وحجم الأصول التي تديرها، وانعكاسات قراراتها على مجمل الأوضاع المالية في العالم، فقد أدرج لها بند خاص في منتدى دافوس في العالم 2008م، لاسيما وأن هناك تقييمات متفاوتة لدور وأهمية توجهات هذه الصناديق، وذلك بسبب التداخل بين الاقتصاد، السياسة والنظرة الاستراتيجية بعيدة المدى للاستثمارات الخارجية، وتم التطرق إلى إمكانية استثمار الصناديق السيادية في التكنولوجيا النظيفة والتصدي لظاهرة التغير المناخي، كون ثلثي ثروتها من مشاريع النفط والغاز<sup>1</sup>.

وأكد "ليبسكي"<sup>(2)</sup> على الأهمية المتزايدة التي تكتسبها صناديق الثروة السيادية ليس فقط في البلدان التي تنتمي إليها وإنما أيضاً في النظام المالي الدولي، قائلاً إن هذه الصناديق تشكل ربع أو ثلث الأصول الأجنبية في البلدان المختلفة. وأضاف أنه من المتوقع لهذه الأصول أن تتجاوز رصيد احتياطات النقد الأجنبي في المستقبل غير البعيد. وأشاد "ليبسكي" بالدور الذي أسهمت به هذه الصناديق في امتصاص الصدمات، عن طريق توفير رأس المال في أسواق الاقتصاديات المتقدمة أثناء الاضطرابات المالية في 2007م، كذلك أشار إلى أن هذه الصناديق تدرك بوضوح أن مصلحتها على المدى الطويل تكمن في الحفاظ على أسواق تتسم بالانفتاح والسيولة وكفاءة الأداء<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> مريم زرقاظة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص. 124

<sup>(2)</sup> جون ليبسكي، النائب الأول لمدير العام لصندوق النقد الدولي.

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

ورغم الحجم المالي الكبير للصناديق السيادية، فإنها تبقى متواضعة بالمقارنة مع بعض الهيئات المالية العاملة على مستوى الأسواق المالية العالمية<sup>(1)</sup>، حيث:

- تمثل 6/1 الأصول المدارة من قبل شركات التأمين التي تدير أكثر من 16 تريليون دولار.
- تمثل 7/1 الأصول المدارة من قبل صناديق المعاشات والتي تصل إلى أكثر من 15 تريليون دولار.
- تمثل أقل من 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، وأكثر من 10 أضعاف الأموال القابلة للإقراض من قبل صندوق النقد الدولي والتي تصل إلى 250 مليار دولار. كما أن أصول الصناديق السيادية الموزعة بين الصناديق النفطية وغير النفطية، تمثل نسبة لا تتجاوز 1.6% من أصول الأسواق المالية، و24% من رسملة سوق ستاندرد أند بورز، وأقل من 6% من الاستثمارات المؤسسية وهي نسب منخفضة مقارنة بالأصول المالية العالمية الأخرى. كما يبرز دور وأهمية الصناديق السيادية للدولة المالكة والدولة المتلقية فيما يلي<sup>(2)</sup>:

تفترض السياسة الاقتصادية الرشيدة استثمار الأموال العامة بصورة منتجة بدلاً من إنفاقها في ميادين الأبهة، أو وضعها في حسابات مصرفية لا تدر دخلاً 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>3</sup>.

أما إيجابيات الصناديق السيادية في الدول المتلقية فهي كثيرة، إذ أن 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.

(1) 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 2009م، ص4.

(2) صباح نعوش، الصناديق السيادية العربية، موقع الجزيرة، 2010/12/27:

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

<sup>3</sup> مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.128

لكن من جهة أخرى لا يمكن 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 النفطية، الذي يمكن توليده لو تم استثمار أصول هذه الصناديق محلياً في أصول إنتاجية حقيقية في الداخل. الى جانب فرص التوظيف الضائعة والتي يمكن خلقها للشباب من المواطنين، لو تم استثمار هذه الأصول في أصول إنتاجية حقيقية في الداخل، بدلاً 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.

-انخفاض معدلات النمو الاقتصادي المحققة مقارنة بمعدل النمو الكامن أي الذي يمكن تحقيقه لو تم استثمار هذه الأصول محلياً الى جانب المخاطر التي تصاحب استثمار تلك الأصول في الخارج والناجمة عن احتمال تعرض أصول تلك الصناديق للانهايار مع انهيار أصول المؤسسات التي يتم الاستثمار فيها.

-المخاطر الأخلاقية، حيث ليس هناك ضمان لحسن إدارة تلك الأصول في الدول المضيفة، خصوصاً وأن في أغلب الأحوال لا تملك الدول المالكة قوة تصويتية، ولا تمثل في مجالس إدارات الشركات التي تستثمر فيها تلك الأصول، وهو ما يرفع احتمال تعرض تلك الاستثمارات إلى الخطر<sup>2</sup>.

### **ثالثاً: فعالية صناديق الثروة السيادية في تحقيق التنمية المستدامة**

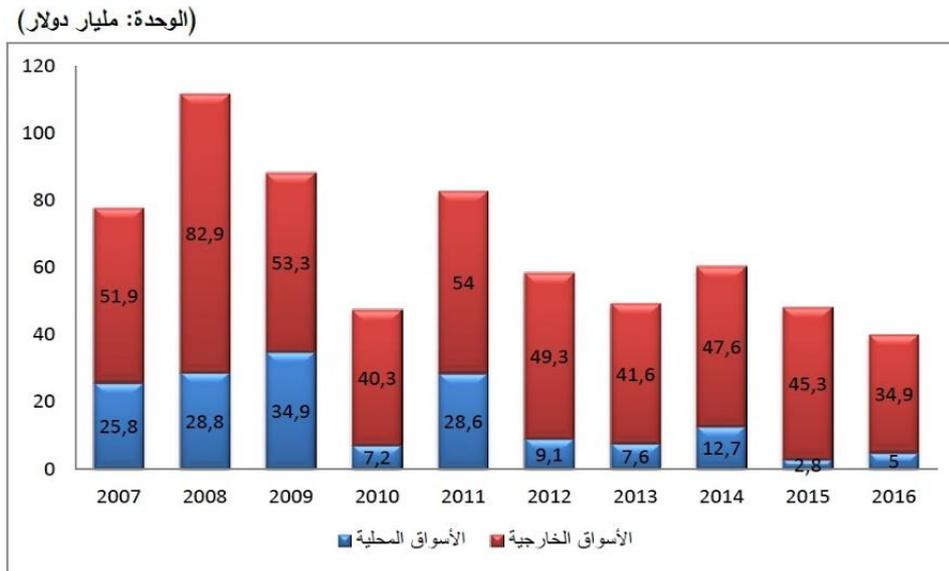
لقد ارتفعت الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية سواء النفطية أو غير النفطية بشكل كبير بداية هذه الألفية، نتيجة زيادة الطلب على السلع غير النفطية مما ساهم في تحفيز النمو الاقتصادي في الصين والهند وغيرهما من دول الاقتصاديات الناشئة، كما أن الزيادة الهائلة والمفاجئة في أسعار النفط والغاز الطبيعي وفرت للدول النفطية إيرادات كبيرة هذه الزيادات وفرت المصدر الرئيسي لتمويل صناديق الثروة السيادية للدول النفطية وغير النفطية، حيث تزايد عدد الصناديق منذ عام 1953 بإنشاء صندوق

(1) الصناديق السيادية، مدونة اقتصاديات الكويت ودول مجلس التعاون الخليجي، على الموقع الالكتروني "2010/11/30": [http://economyofkuwait.blogspot.com/2010/08/blog-post\\_24.html](http://economyofkuwait.blogspot.com/2010/08/blog-post_24.html)

<sup>2</sup> مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.130

سيادي كويتي (الصندوق الكويتي KIA) ليرتفع عددها إلى أربعة وعشرون صندوقاً □ اية عقد التسعينيات من القرن المنصرم وبلغ عددها 77 صندوقاً وهذا وفق لبيانات "معهد صناديق الثروة السيادية" لعام 2014 .

**شكل رقم (1): تطور استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المحلية والأسواق الخارجية خلال الفترة (2007-2016)**



Source : Bernardo Bortolotti, Annual Report 2016, ibid, p 31.

يبين الشكل أعلاه قيمة صناديق الثروة السيادية ، فمن 1850 مليار دولار لعام 2004 إلى 7057 مليار دولار أي تضاعفت قيمتها بما يقارب الأربعة مرات، واستنداً لمتوسط معدل النمو السنوي لأصول صناديق الثروة السيادية والمقدر % 14.5 للفترة ( 2004 إلى 2014 ) فهي تشهد نمو سريع من سنة لأخرى ما يجعلها خلال السنوات القليلة القادمة تضاعف قيمة أصولها أكثر فأكثر، إن السبب الرئيسي في نمو الصناديق يعود بالدرجة الأولى إلى ارتفاع أسعار النفط والتنافسية سلع دول جنوب شرق آسيا في الأسواق العالمية ما أدى باقتصاديات هذه الدول إلى تحقيق فوائض مالية كبيرة، وكذا رواج فكرة استغلال هذه الفوائض في شكل صناديق الثروة السيادية . هذا الاتجاه التصاعدي في أصول الصناديق زاد من اهتمام

الرأي العام والخاص الداخلي والخارجي - الخارجي أكثر -؛ المحلي من خلال المحافظة عليها والسعى إلى تعظيم عوائدها أكثر وكذا مراقبة إدارة أصولها من قبل القائمين عليها على اعتبارها مكلفة بإدارة المال العام وضرورة المحافظة عليه، والاهتمام الدولي من خلال مخاوف ومتطلبات الدول المتلقية لاستثماراتها وكذا الهيئات المالية الدولية وعلى رأسها " صندوق النقد الدولي " و " منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية"<sup>1</sup>.

كما نلاحظ أن صناديق الثروة السيادية تحبذ الاستثمار في الأسواق الخارجية أكثر من أسواقها المحلية، إذ بلغت قيمة الاستثمار فيها سنة 2016 حوالي 34.9 مليار دولار أي ما نسبته % 87 . 5 من إجمالي الاستثمارات بعدما كانت النسبة % 66 . 8 سنة 2007، أما الأسواق المحلية فبلغت قيمة الاستثمار فيها 5 مليار دولار أي ما نسبته % 12 . 5 بعدما كانت % 33 . 2 سنة 2007، وذلك راجع إلى ارتفاع قيمة العوائد والفرص الاستثمارية في الأسواق الخارجية. وهذه النتيجة لا تنطبق على كل الصناديق السيادية فهناك البعض منها يميل للاستثمار في الداخل على حساب الاستثمار في الخارج مثل صندوق ضبط الموارد في الجزائر، وصندوق مبادلة الإمارة أبوظبي

وقد أبدت الدول المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا قلقاً متزايداً على اعتبار أنهما الأكثر استقطاباً لاستثماراتها، وذلك من خلال أن ملكية الصناديق السيادية تعود للحكومات من جهة<sup>(2)</sup>، وكذا النمو السريع الذي تشهده أصول صناديق الثروة السيادية والتي من الممكن أن تؤثر بالسلب على أسواق الدول المتلقية. مخاوف الدول المتلقية أخذت ناحيتين سياسية واقتصادية<sup>(3)</sup>، ولكن سوف نركز على هذه الأخيرة، وفيما يلي أهم المخاوف من الناحية الاقتصادية:<sup>(4)</sup>

(أ) التخوف من التحكم في الأسواق الأمريكية أو الأوروبية، حيث ينظر لها بنها تخفى وراءها أغراضاً تتعدى الربح، وصولاً إلى السيطرة على الأسواق الأمريكية والأوروبية، والاستحواذ على نسبة كبيرة من رؤوس الأموال الموجودة في الأسواق المالية والتحكم فيها مستقبلاً، واستخدامها كأدوات للضغط السياسي في المستقبل.

1 د. أحمد نصير ، صناديق الثروة السيادية مآلية حديثة لتمويل التنمية الاقتصادية المستدامة ، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، الجزائر، جامعة الجزائر، المجلد رقم "1" ، ابريل 2018، ص. 25

2- IWG, op cit, p 5.

3- Afshin Mehrpouya and other, Report : An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IRRC Institute, October 2009, pp 43-57

4- bid:p57.

ب) عدم العدالة في المنافسة بين صناديق الثروة السيادية وشركات الاستثمار: ترى حكومات بعض الدول -الولايات المتحدة وأوروبا- أن المنافسة غير عادلة كون أن المؤسسات المدعومة حكومياً أقل خضوعاً لقواعد السوق من شركاتها الخاصة المنافسة، كما أن صناديق الثروة السيادية من الممكن أن تستغل صلاتها الرسمية للحصول على معلومات غير متاحة لباقي المستثمرين.

ج) إحداهت تغير داخل الأسواق الأمريكية والأوروبية: هناك مخاوف من تصاعد رأسمالية الدولة في أسواق رأس المال خاصة بالولايات المتحدة الأمريكية؛ بمعنى توسع دور الحكومات في أسواق المال والصناعات في هذه الدول التي تسودها أموال القطاع الخاص، حيث أن هناك تساءل فيما يخص هذا الإطار عن مدى قدرة الهيكل التنظيمي القائم على إدارة نشاط صناديق الثروة السيادية في أسواق صممت أساساً للمعاملات التي يقوم بها القطاع الخاص، ولم توضع لوائح وقواعد خاصة بعمل هذه الصناديق، الأمر الذي يفضي لمزيد من تدخل الدولة في أسواق رأس المال، الأمر الذي يحتمل فيه التحول من السوق الرأسمالية إلى رأسمالية الدولة التي تختلط فيها الدوافع التجارية بالدوافع السياسية، مما قد يترتب عليه من تراجع في الإنتاجية والابتكار والنمو.

د) تغيير مجال نشاط صناديق الثروة السيادية في الاقتصاديات المتلقية: لم تعد استثمارات صناديق الثروة السيادية مقصورة على الاستثمار في سندات الخزنة الأمريكية ذات العائد الثابت، بل إن بعض هذه الصناديق الخليجية قامت باستثمارات في أهم الشركات الأمريكية مثل شركة "بارنيز نيويورك Barneys New York" وشركة الاستثمارات العقارية العملاقة "كارليل كروب Carlyle Group" و"أم جي أم ميراج MGM Mirage" بل وحتى في "مؤشر ناسداك للشركات التكنولوجية، وذلك في ضوء انخفاض أسعار الدولار وانهيار سوق العقارات الأمريكية وارتفاع أسعار النفط. كما قامت عدد من الصناديق الآسيوية باستثمارات في الشركات الأمريكية باستحواد الصين على حصة قدرها 5 مليارات دولار في "مورجان ستانلي morgan Stanley الأمريكي بعد أضرار الناتجة عن أزمة الرهن العقاري، كما نجحت سنغافورة في شراء حصة قدرها 9.7 مليار دولار في بنك "يو بي أس" USB السويسري. (1)

إن من حق أي دولة حماية اقتصادها من تقلبات التي قد تطرأ على أسواقها بأي شكل من الأشكال ولكن مخاوف الدول المتلقية والتي على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي مبالغ فيها إلى

(1) ماجد عبد الله منيف، مرجع سابق، ص ص 201 : 210

حد كبير، فأغلب استثمارات صناديق الثروة السيادية في أسواق هاتين المنطقتين لا تتعدى % 10 وإن تعدت فيها في قطاعات غير استراتيجية، ولكن هذا لا ينفي من جهة أخرى من أن صناديق الثروة السيادية (في أغلبها) كذلك مقصرة فيما يخص حوكمة صناديقها وتوضيح الرؤية الاستثمارية لها، خصوصاً وأن ملكيتها تعود للحكومات وعليه فإن من الضروري أن تتقيد هذه الصناديق بقواعد الحوكمة لأنها مطلب وطني ودولي في ظل الأوضاع الاقتصادية العالمية التي أصبحت فيه المعلومة الشفافة والواقعية ضرورة ملحة ومفروضة على المستثمر سوى كان هذا المستثمر عام.<sup>1</sup>

يضاف إلى معضلة المالية العامة في البلدان النفطية وأبعادها التنموية، معضلة أخرى تواجه تلك البلدان التي تعتمد على إنتاج وصادرات النفط، وتلك المعضلة كانت ولا تزال أهم هاجس لمخططي التنمية في تلك البلدان. وتتمثل بالاستعداد لعصر ما بعد نضوب النفط (سواء كان نضوباً طبيعياً أو انحسار دوره بسبب التطور التقني للمصادر البديلة). لذلك كان هدف التنوع الاقتصادي، أي تنوع مصادر الدخل الوطني أو تنوع مصادر الدخل الحكومي بتطوير القطاعات والإيرادات غير النفطية<sup>2</sup>. ومع أن تلك الصناديق تهدف إلى ادخار جزء من الإيرادات للمستقبل، خلافاً لصناديق استقرار العائدات، إلا أن الأخيرة يمكنها أن تحول مهامها في حالة ارتفاع الإيرادات النفطية وتحقيق فائض مالي خصوصاً في فترة الطفرة إلى صناديق للادخار<sup>3</sup>.

وهناك عدة اعتبارات لإنشاء صناديق للادخار أو للأجيال القادمة، أحدها التحسب للنضوب الطبيعي للمورد، والحاجة لبناء أصول أخرى تدر دخلاً للأجيال يعوض نضوب الأصل الحالي، واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، وهو ما اصطلح عليه بتحقيق العدالة بين الأجيال. وبمقتضى ذلك الاعتبار فقط فإن البلدان التي يكون فيها العمر الزمني لاحتياطي الأصل الناضب قصيراً، يكون الحافز لديها أكبر للادخار من تلك البلدان التي يكون العمر الزمني لاحتياطياتها أطول كبلدان الخليج مثلاً. أما إذا ألقينا نظرة شاملة على النضوب (أي تقلص الطلب على النفط وبالتالي إنتاجه وصادراته بسبب البدائل بغض النظر عن النضوب) واضفنا إلى ذلك أن العمر الزمني للاحتياطي غير ثابت، إذ يمكن أن يتسارع بالاستغلال

1 د. أحمد نصير، صناديق الثروة السيادية مآلية حديثة لتمويل التنمية الاقتصادية المستدامة، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، مرجع سابق، ص. 29

<sup>2</sup> Sven Behrendt, "When Money Talks Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse," Carnegie Papers, Carnegie Endowment for International Peace, no. 12 (October 2008): 3

<sup>3</sup> "A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices," *Policy Brief* (Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, April 2018, p.11-13).

المفرط ويمكن أن يرتفع بالتطور التقني وزيادة الاستثمار لتطوير الاحتياطي، فعندها يصبح العمر الزمني للاحتياطي حينئذ غير ذي أهمية بالنسبة لقرار انشاء الصندوق الادخاري من عدمه. (1)

أما الاعتبار الثاني لإنشاء صناديق الادخار أو صناديق الأجيال في البلدان النفطية، فيتعلق بالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وإمكانات تنويع قاعدته. وهذه تعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج، وبالتالي حجم العائدات بالنسبة للفرد، وكذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات وعوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية والممكنة لذلك الاقتصاد. (2)

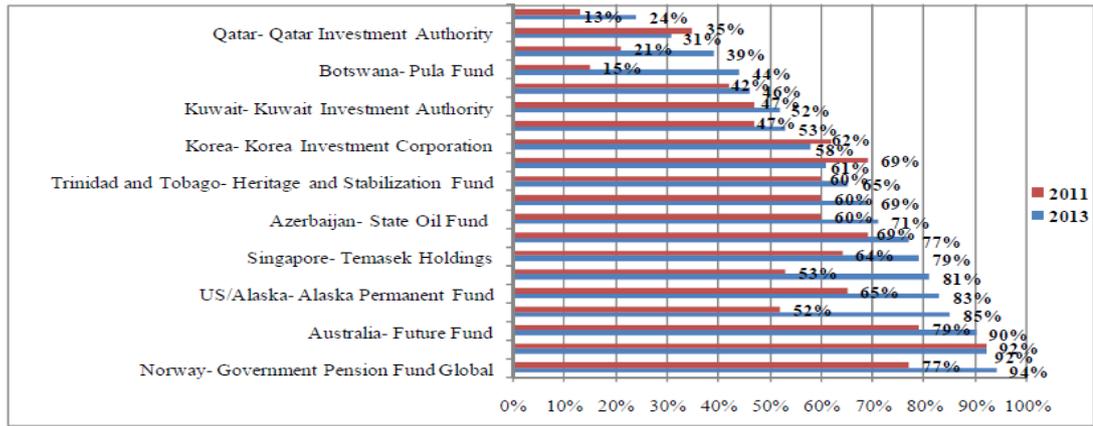
يعتبر " مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو "من بين مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة السيادية على غرار " مؤشر ترومان" ومؤشر " لينابورغ -مادويل للشفافية ". إن امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ " سانتياغو "كان متفاوتاً، حيث صنفت درجة الأداء والامتثال إلى ثلاثة مجموعات حسب مؤشر الامتثال لمبادئ " سانتياغو " لعام 2013 ؛ المجموعة الأولى تضم صناديق صاحبة أفضل أداء وتعتبر متوافقة مع مبادئ " سانتياغو " بتحقيقها لنسبة امتثال بما لا يقل على % 80 أما المجموعة الثانية فدرجة امتثالها متوسطة وتتراوح نسبة الامتثال ما بين % 79 و % 50 وهي متوافقة جزئياً مع مبادئ " سانتياغو ". أما المجموعة الثالثة تصنف ضمن الصناديق ذات الأداء الضعيف ونسبة امتثالها أقل من % 50 وتعتبر صناديقها غير متوافقة مع مبادئ " سانتياغو"(3)، وللوقوف على مدى التزام صناديق الثروة السيادية لمبادئ " سانتياغو " نعرض الشكل التالي:

### الشكل رقم (2) مؤشر الامتثال لمبادئ "سانتياغو" (2011 - 2013)

(1) نفس المرجع ، ص 211 :

2- GEOECONOMICA, The Santiago Compliance Index 2013 -Rating governace standards of sovereign wealth funds-, Benchmarking Series, January 2014, p p 3-4.

(3) بوفليج نبيل و لعاطف عبد القادر، مداخلة بعنوان: فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخيل الثروة البترولية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي 08. أبريل 2008 ، ص / 13 :حول: التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة، جامعة فرحات عباس، سطيف،



– Source: Santiago – GEOECONOMICA, Sovereign Wealth Funds and their Commitment to the – The Santiago Compliance Index 2011–, April 2011, p 2."Principles

يتضح من الشكل ( 2 ) أن هناك ثلاثة مجموعات لصناديق الثروة السيادية كما يلي:

**(1) المجموعة الأولى:** تتكون صناديق هذه المجموعة من ستة صناديق؛ النرويج GPF، نيوزلندا NZSF، استراليا AFF، تشيلي ESSF، آلاسكا APF و تيمور الشرقية HSF، والتي تتراوح نسبة امتثالها ما بين 81% و 94% أي أن هذه الصناديق متوافقة مع مبادئ "سانتياغو"، كما أن هذه الصناديق ارتقت بحوكمة صناديق مقارنة بعام 2011 من خلال تحسن نسبة الامتثال فيما عدا صندوق النيوزلندي الذي بقيت نسبته ثابتة لعام 2013 مقارنة بمؤشر عام 2011 وتؤكد مراعاة الصندوق لهذه المبادئ<sup>1</sup>.

**(2) المجموعة الثانية:** وتضم هذه المجموعة تسعة صناديق؛ سنغافورة بصندوقي Tesamek و GIC، كندا AHSTF، أذربيجان SOL، تيمور الشرقية HSF، الصين CIC، كوريا الجنوبية KIC الإمارات ADIA، الكويت KIA، والتي تتراوح نسبة امتثالها ما بين 52% و 79% وهي تعبر عن امتثال متوسط ومعظم هذه الصناديق حسب من نسبتها مقارنة بمؤشر 2011 ويحسب لصندوق العربيين أنهما التحقا بهذه المجموعة وذلك بعد أن كانا ضمن المجموعة الثالثة إلا أنهما يحتاجان للعمل أكثر لارتقاء بحوكمة صناديقهما على اعتبارهما آخر تصنيف هذه المجموعة.

**(3) المجموعة الثالثة:** وتضم خمسة صناديق الثروة السيادية المتبقية ونقصد بها كل من روسيا RRF & NWF، بوتسوانا PF المكسيك ORSF، قطر AIA والبحرين FGRF التي تعبر على الامتثال الضعيف ولا يراعي مبادئ "سانتياغو"، كما أن نسبة امتثال لعام 2011 ضعيفة وطراً عليه تقدم طفيف لم يعطى

<sup>1</sup> Russell Green and Tom Torgerson, "Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?" Office of International Affairs Occasional Paper no. 6, U.S. Department of the Treasury, March 2017, p.p.8-13

أي اضافة بالنسبة لهذه الصناديق، وعليها أن تحسن مركزها أكثر في سلم ترتيب الامتثال فهذه المبادئ  
تعبّر بشكل صريح عن مدى حوكمة كل صندوق<sup>1</sup>.

#### **رابعاً: دور صناديق الثروة السيادية في النمو المالي العالمي**

إن تحديد وزن ومدى تأثير صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي يتطلب إجراء بعض المقارنات الدولية مع بعض الإجماليات الاقتصادية والمالية الدولية، إذ يتجاوز الحجم الإجمالي لرؤوس أموال الصناديق السيادية 3 تريليون مليار دولار أمريكي بينما الناتج المحلي الخام للاقتصاد الأمريكي 12 تريليون مليار دولار وتقدر القيمة 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 يعتبر مبلغاً كبيراً ولكنه ليس ضخماً، بيد أنه مبلغ كبير نسبياً إذا ما قورن بحجم بعض أسواق المال في الدول الناشئة، حيث تبلغ القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة في أسواق الدول الإفريقية والشرق الأوسط والدول الأوروبية الناشئة مجتمعة نحو 4 تريليون دولار وهو تقريبا حجم نفس مجموعة دول أمريكا اللاتينية، لكن مع توقع بلوغ إجمالي رؤوس أموال هذه الصناديق 12 تريليون دولار بحلول عام 2015، وبما نسبته % 10 من إجمالي الأصول المالية في العالم فمن المرجح أن تجذب هذه الظاهرة المزيد من الاهتمام في الاقتصاديات المتقدمة، ومن جهة أخرى فقد تخطى حجم رؤوس أموال هذه الصناديق القيمة الإجمالية لرؤوس أموال صناديق التحوط التي تمثل فئة عريضة من فئات صناديق الاستثمار الخاصة التي تتحمل مخاطر مرتفعة في سعيها لتحقيق عوائد مرتفعة والتي يعتقد بأن إجمالي رؤوس أموالها يزيد عن 2 تريليون دولار أمريكي.<sup>(2)</sup>

كل ذلك يبين المكانة المتميزة التي تشغلها صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي بالرغم من حداثة تجربتها مقارنة بهيئات مالية أخرى، كما أدت ردود أفعال ومواقف مختلف الأعوان

<sup>1</sup> "IMF Executive Board Discusses a Work Agenda on Sovereign Wealth Funds," Public Information Notices, International Monetary Fund (IMF), PIN no. 08/41, 1 April, at: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2020.htm>

<sup>2</sup> سلمى عناب، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدول النفطية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر، جامعة العربي

والهيئات المشكلة للنظام العالمي اتجاهاً إلى تعزيز مكانتها في الساحة المالية العالمية ، إذ تتباين مواقف هذه الجهات ما بين مؤيد ومتحفظ على نشاط هذه الصناديق.<sup>(1)</sup>

وتتسم مواقف الدول المستقبلية بنوع من الحذر فمن جهة لا تنكر الدور الإيجابي لهذه الصناديق من خلال حفاظها على سيولة أسواقها المالية وتوفير مصادر تمويل جديدة ومستدامة لشركاتها باعتبار أن استثمارات الصناديق السيادية تصنف ضمن الاستثمارات طويلة الأجل ومن جهة أخرى تتزايد مخاوف هذه الدول اتجاه نشاط الصناديق بسبب مجموعة من العوامل يمكن ذكرها فيما يلي:<sup>(2)</sup>

- الطبيعة الإستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق والطموحات الجيوسياسية لمالكها خاصة وأن بعض من هذه الصناديق مملوك لدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبتها.
- عدم تطابق إدارات هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الراشد والشفافية، وتأثيرات ذلك على تطورات الأسواق والانكشاف التجاري للدول الصناعية الكبرى، ذلك أن هذه الصناديق تفنقر إلى الإطار القانوني بخلاف المستثمرين المؤسسين، ومن شأن ذلك أن يهز أسس المنطق الرأسمالي للأسواق الذي يتناقض مع سيطرة الدولة على ملكية الأصول.<sup>3</sup>

وقد وصل عدد الصناديق السيادية عام 1969م إلى ثلاثة فقط، ثم واحد وعشرون صندوقاً على مستوى العالم سنة 1999م، وحتى عام 2005م كان هناك اثني عشر صندوقاً، وقد بلغت سنة 2015م خمسة وسبعون صندوقاً<sup>(4)</sup>. وفي إحصائيات 2017م فقد أصبح عددها حسب معهد الصناديق السيادية 79 صندوقاً سيادياً. والأرقام التي تحدد موجودات الصناديق السيادية تتفاوت بشكل واسع، لاسيما أن عدداً كبيراً منها لا يعلن عن حجم أمواله بسبب نقص الشفافية، ولكن تشير إحصائيات مؤسسة الصناديق

<sup>1</sup> - شعبان فرج، مريم دباغي، "صناديق الثروة السيادية ومساهماتها في رسم المشهد المالي العالمي"، الملتقى الدولي الثالث حول " موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، الجزائر، جامعة خميس مليانة، 30 ابريل 2015، ص.ص. 11-12

<sup>2</sup> - عبد المجيد قدي، **الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة**، مداخلة ضمن مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 14 مارس 2009، ص. 4

<sup>3</sup> "International Working Group of Sovereign Wealth Funds Presents the 'Santiago Principles' to the International Monetary and Financial Committee," Press Release no. 08/06, , at: <http://www.iwg-swf.org/pr/swfpr0806.htm>

<sup>(4)</sup> أحمد نصير، يونس زين، صناديق الثروة السيادية كخيار استراتيجي استثماري لتحقيق الاستقرار المالي في زمن انهيار أسعار النفط مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الثاني حول "متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة ألكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2016م، ص.3.

السيادية (SWF Institute) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، إلى أن حجم موجودات هذه الصناديق يقدر بـ 7416.9 مليار دولار سنة 2017م<sup>(1)</sup>.

### جدول رقم "1" أهم صناديق الثروة السيادية وحجم أصولها في سنة 2017م (الوحدة: مليار دولار)

البلد	اسم الصندوق	تاريخ الإنشاء	حجم الأصول	مصدر العوائد
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي	1990	954.07	نفط
الإمارات العربية	هيئة استثمار أبو ظبي	1976	828	نفط
الصين	شركة الاستثمار الصينية	2007	813.8	عملات أجنبية
الكويت	هيئة استثمار الكويت	1953	524	نفط
السعودية	الشركة القابضة الخارجية "SAMA"	-	514	نفط
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	1981	359	فائض الميزانية
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2005	320	نفط وغاز
الإمارات العربية	شركة دبي للاستثمار	2006	209.2	نفط
سنغافورة	تيماسك القابضة	1974	197	فائض الميزانية
السعودية	صندوق الاستثمار العمومي	2008	183	نفط
الإمارات العربية	شركة مبادلة للاستثمار	2002	125	نفط
كوريا الجنوبية	شركة الاستثمار الكورية	2005	122.3	احتياطي الصرف
الإمارات العربية	مجلس أبو ظبي للاستثمار	2007	110	نفط
إيران	الصندوق الوطني للتنمية	2011	91	نفط وغاز
روسيا	صندوق الاستقرار	2008	72.2	نفط
ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	2006	66	نفط
و.م.أ	صندوق ألاسكا	1976	54.8	نفط
الإمارات العربية	هيئة استثمار الإمارات	2007	34	نفط
البحرين	شركة ممتلكات القابضة	2006	10.6	-
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	2000	7.6	نفط وغاز
عمان	صندوق استثمار عمان	2006	6	نفط

(1) Sovereign Wealth Fund Institute, Fund Rankings, "September 2017, www.swfinstitute.org.

مجموع الصناديق النفطية	4201.10		
مجموع باقي الصناديق	3215.80		
المجموع الكلي	5416.90		

**Source: Sovereign Wealth Fund Institute, Fund Rankings, "September 2017"**

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤسسة الصناديق السيادية صنفت صندوق التقاعد الحكومي النرويجي كأكبر صندوق سيادي في العالم بموجودات قدرت بحوالي 954.07 مليار دولار، وهيئة أبو ظبي للاستثمار في المرتبة الثانية بحوالي 828 مليار دولار، تلاه شركة الاستثمار الصينية التي تقدمت بدرجة واحدة إلى المرتبة الثالثة بحوالي 813.8 مليار دولار<sup>1</sup> ويمكن تصنيف الصناديق كما يلي:

**1- تصنيف الصناديق السيادية حسب الدول المالكة لها:** إن عدد الدول التي تمتلك أكثر من صندوق واحد حسب الاحصائيات الأخيرة (2017م) يقدر بـ 11 دولة من بين 52 دولة من بينها: الإمارات، الصين، الولايات المتحدة الأمريكية، السعودية، سنغافورة علماً أن هذه البلدان تستحوذ على 40 صندوق من بين 79 صندوق المتواجدة في العالم. ويقدر حجم صناديق هذه الدول بـ 5103.1 مليار دولار أمريكي بما يمثل نسبة 68.8% من إجمال أصول صناديق الثروة السيادية، بينما تتجاوز أصول أربع دول من المجموعة "الإمارات، الصين، السعودية وسنغافورة" 4570.9 مليار دولار وبنسبة 61.63% من إجمالي الأصول، وهو يؤكد مدى قدرة هذه الدول على التأثير في توجهات صناديق الثروة السيادية .

**2- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد:** ويعتبر النفط المورد الرئيسي لغالبية صناديق الثروة السيادية في العالم، ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي:<sup>2</sup>

### جدول رقم "2" تصنيف الصناديق السيادية حسب المورد

نوع الصندوق	عدد الصناديق	قيمة الأصول (مليار دولار)	النسبة %
صناديق سيادية نفطية	43	4201.1	56.64
صناديق سيادية غير نفطية	36	3215.8	43.36
المجموع	79	7416.9	100

<sup>1</sup> مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.138

<sup>2</sup> Sovereign Wealth Fund Institute, "2017/9/22". www.swfinstitute.org".

Source: Sovereign Wealth Fund Institute, "2017/9/22". [www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org)".

يبين الجدول السابق أن النفط يعتبر المورد الرئيسي لـ 43 صندوق سيادي من بين 79 صندوق الموجود حالياً وبنسبة تقدر بـ 56.64% من إجمالي أصول الصناديق السيادية، مما يؤكد استحواذ البلدان النفطية على معظم صناديق الثروة السيادية المتواجدة في العالم، وفي المقابل تعد إيرادات الصادرات السلعية والموارد الطبيعية غير النفطية واحتياطات الصرف الأجنبي المورد الرئيسي لما تبقى من صناديق الثروة السيادية وبنسبة تعادل 43.36% من إجمالي الأصول.

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

### جدول رقم "3" تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية

المنطقة	عدد الصناديق	حجم الأصول (مليار دولار)	النسبة %
الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	20	3048.7	41.1
آسيا	16	2942.4	39.67
أوروبا	6	1056.07	14.23
أمريكا الشمالية والجنوبية	24	218.9	2.95
باقي الدول	14	150.83	2.03
المجموع	79	7416.9	100

Source: Sovereign Wealth Fund Institute, 22/9/2017: "[www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org)".

من خلال الجدول نلاحظ أن صناديق الثروة السيادية تتركز في ثلاثة مناطق جغرافية هي:<sup>1</sup>

- منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: تمتلك 20 صندوقاً بحجم أصول يقدر بـ 3048.7 مليار دولار وبنسبة 41.1% من إجمالي أصول الصناديق السيادية.

- منطقة آسيا: تتوفر على 16 صندوقاً بحجم أصول يساوي 2942.4 مليار دولار وبنسبة 39.67% من إجمالي الأصول.

<sup>1</sup> مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.141

- منطقة أوروبا: تمتلك 6 صناديق بقيمة 1056.07 مليار دولار وبنسبة 14.23% من إجمالي أصول الصناديق السيادية. ومن خلال ما سبق نلاحظ أن معظم الصناديق السيادية تتركز في دول آسيا وشمال إفريقيا، بحيث تسيطر على 36 صندوق بحجم أصول يقدر بـ 5991 مليار دولار أي بنسبة 80.77% من إجمال الأصول، الأمر الذي يمنح لدول المنطقتين سيطرة شبه مطلقة على قرارات وتوجهات معظم صناديق الثروة السيادية الناشطة على الساحة المالية العالمية.

وقد تمثلت الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية بالتنوع الاقتصادي، حيث فضلت تخفيض الاستثمارات في القطاعات ذات المخاطر العالية خاصة قطاع المالية والخدمات العقارية التي كانت هدافاً رئيسية للصناديق السيادية لفترة 2007/2008، إذ استحوذ قطاع الخدمات المالية في سنة 2009م على نسبة 15% من إجمالي القيمة 10.2 بليون دولار، في المقابل سنة 2008 مثلت الاستثمارات في هذا القطاع أكثر من ثلثي قيمة الاستثمارات ما يعادل 81.7 بليون دولار، وتراجع أيضاً الاستثمار في قطاع العقارات بعدما كان 52 صفقة استثمارية بقيمة 9.8 بليون دولار في 2008 إلى 23 صفقة بقيمة 5.9 بليون دولار سنة 2008، وتوجهت الصناديق السيادية لتركيز الاستثمار في قطاعات أخرى كالصناعة مثل صناعة السيارات حيث بلغت الاستثمارات 17.4 بليون دولار بعدما كانت 65 مليون سنة 2008، وارتفع الاستثمار في موارد الطاقة مثل الفحم والغاز الطبيعي والنفط، وفي قطاع الخدمات بلغت 60 بليون دولار<sup>(1)</sup>.

ويلاحظ أنه في سنة 2014 ارتكزت الاستثمارات بصورة أساسية في الأصول الحقيقية بقيمة 34 مليار دولار وقطاع الطاقة والخدمات 25 مليار دولار، وتميزت هذه السنة بانخفاض أسعار النفط عالمياً إلى مستويات غير مسبوقة، حيث بلغ سعر البرميل 49.5 دولار بعد أن كان 105 دولار سنة 2013، ويعود هذا الانخفاض إلى الأسباب التالية<sup>(2)</sup>:

- ارتفاع إنتاج الولايات المتحدة الأمريكية للنفط بمقدار الضعف تقريباً وفي الوقت الذي كانت فيه السعودية ونيجيريا والجزائر تنافس على أسواق الولايات المتحدة الأمريكية تحول التنافس إلى الأسواق الآسيوية، واضطر المنتجون لخفض أسعار النفط في وقت ازدياد فيه إنتاج كندا، العراق وروسيا.

(1) أحمد نصير، يونس زين، مرجع سابق، ص14.

(2) أحمد نصير يونس، مرجع سابق، ص14.

- ارتفاع سعر صرف الدولار الذي يعتبر من أهم أسباب ضعف الطلب على النفط، ذلك أن برميل النفط مقيم بالدولار مما جعل سعره أعلى لمستخدمي العملات الأخرى.

وبما أن معظم الصناديق السيادية تعتمد في تمويلها على النفط كمصدر أساسي، فإن انهيار أسعار النفط يؤثر بشكل مباشر على الميزانية العامة وإيرادات الدول النفطية، مما يضطرها إلى القيام بعمليات سحب لتغطية النفقات العامة وتكاليف تمويل المشاريع التنموية للبنية التحتية، والتي بدورها تؤثر على مستويات الاستثمار للصناديق السيادية في ظل عدم التنوع الاقتصادي<sup>1</sup>.

ونلاحظ أن الحجم الإجمالي لاستثمارات الصناديق السيادية العالمية يختلف من سنة إلى أخرى، والملفت للانتباه هو اختلاف توزيع الاستثمارات إذ أنه خلال الفترة الممتدة بين (2006 - 2013) لم تكن هذه الصناديق تخصص للاستثمار في الأصول الآمنة<sup>(2)</sup> إلا نسباً قليلة من موجوداتها مقارنة بما تخصصه منها في استثمارات أخرى. أما في سنة 2014 فقد توجهت الصناديق السيادية إلى تخصيص قياً هامة من موجوداتها للاستثمار في الأصول الآمنة قدرت 32.9 مليار دولار، مقابل 35.8 مليار دولار في الاستثمارات الأخرى. وفي سنة 2015 فاقت قيم الاستثمار في الأصول الآمنة (27.6 مليار دولار) الاستثمارات الأخرى التي قدرت 20.5 مليار دولار من الحجم الإجمالي لاستثمارات الصناديق السيادية وذلك جراء الأزمات المتوالية بالأسواق المالية العالمية، على غرار أزمة 2008، وأزمة الديون السيادية الأوروبية في 2010م، وأخيراً الانخفاض غير المسبوق لأسعار النفط في الأسواق العالمية، مما جعل الصناديق السيادية تتجه إلى تخصيص نسب أعلى من موجوداتها للاستثمار في أصول آمنة ذات عوائد مستقرة ومضمونة ومخاطر أقل. غير أنه في سنة 2016 رفعت الصناديق السيادية من استثماراتها الأخرى بقيمة وصلت إلى 28.1 مليار دولار، وخفضت من الاستثمار في الأصول الآمنة بقيمة 11.8 مليار دولار وقد يعود السبب إلى انخفاض قيمة العوائد الناتجة عن الأصول الآمنة<sup>3</sup>. ومن بين مميزات الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية بشكل عام ما يلي<sup>(4)</sup>:

<sup>1</sup> مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.149  
<sup>(2)</sup> تشمل الأصول الآمنة مشاريع البنية التحتية والمرافق، وقطاع العقارات والمطاعم والفنادق.

<sup>3</sup> : Bernardo Bortolotti, Annual Report 2015, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Universita Bocconi, Milan, Italy, 2016, p20.

<sup>(4)</sup> بو عتروس عبد الحق، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، العدد التاسع، جامعة عدن، اليمن، ديسمبر 2012م، ص ص 25-26.

- تعتبر استثمارات الصناديق السيادية استثمارات على المدى الطويل، لما توفره من استقرار تساهمي بالنسبة للمؤسسات التي تمويلها ولها دوراً استقرارياً في الأسواق المالية الدولية.
- للصناديق السيادية أهداف مالية قريبة من المردودية الاقتصادية لرأس المال، فالدور الاستقراري للصناديق السيادية في الأسواق المالية، لا يبني على الآجال الطويلة فقط، بل يتضمن في جوهره الاستراتيجية التسييرية لها، مع الأخذ بالاعتبار تضمين الأهداف المالية القريبة من المردودية الاقتصادية لرأس المال، ففي دراسة لصندوق النقد الدولي خلصت إلى أن 29% من الصناديق السيادية محل المساءلة، ليس لها أهداف مالية أخرى إلا تحقيق الربح على المدى الطويل، بالمقابل نجد 42% منها لا تفضل الاستثمار التقليدي الهادف إلى الاكتساح على الأغلبية بهدف التأثير على القرارات الإدارية.
- هناك من صنف استثمارات الصناديق السيادية إلى استراتيجيات هجومية وأخرى دفاعية رغم ما تضمنته كل منها من عناصر هجينة في الصندوق الواحد، فقد تختلف تلك العناصر باختلاف الدولة المالكة للصندوق وتبعاً لخصوصية كل صندوق. وبشكل عام شكلت الاستراتيجية الهجومية سلوك جل الصناديق السيادية وإن اختلفت حدتها من صندوق إلى آخر من وجهة نظر الدول المتلقية، بينما شكلت الاستراتيجية الدفاعية محور اهتمام الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق السيادية<sup>1</sup>.

## الخاتمة

من خلال ما سبق، فإن المؤسسات المالية المنافسة على غرار صناديق التقاعد، والبنوك، ومؤسسات التأمين صناديق الثروة السيادية تعتبر شريك استثماري وزبون في نفس الوقت، حيث يسمح العمل المشترك مع الصناديق بالحصول على فرص استثمارية جديدة سواء في البلدان المالكة أو المستقبلية لاستثمارات الصناديق، ورغم ذلك هناك انشغالات تبديها هذه المؤسسات تتمثل أساساً في التخوف من حصول الصناديق على امتيازات استثنائية في البلدان أو الأسواق المستقبلية لاستثمارات الصناديق ما يؤدي إلى الإخلال بقواعد المنافسة.

ومع نمو عدد وأصول صناديق الثروة السيادية في الفترة ما بعد سنة 2000 بشكل كبير، جعلها تصبح متعامل مهم في النظام المالي العالمي، كما أسفرت الأزمة المالية العالمية على إلقاء المزيد من

---

<sup>1</sup> Bernardo Bortolotti, Annual Report 2016, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Universita Bocconi, Milan, Italy, 2017, p 25.

الضوء والاهتمام بالصناديق السيادية، وعلى مكانتها المتنامية في النظام المالي العالمي، حيث أن دورها في العشر سنوات الأخيرة زاد بشكل كبير، حيث لعبت دوراً متزايداً في توفير الموارد المالية لمختلف المؤسسات المالية والاقتصادية في جميع أنحاء العالم خاصة بعد الأزمة المالية العالمية وما نتج عنها من شح في الموارد المالية لدى معظم المؤسسات المالية في الدول المتقدمة.<sup>1</sup>

إلا أن التخوف من أدوارها المستقبلية زاد من الأعمال المتصلة بوضع إطار لعملها بما يدعم شفافية أدائها وحوكمتها، ويمكن أن تلعب صناديق الثروة السيادية دور مهم في تعزيز الاستقرار المالي العالمي من خلال ما يلي:<sup>(2)</sup>

- قدرتها على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها، بتح ويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال المولودة بعد نضوب المواد الأولية؛
- سماحها بتتويج مصادر الناتج المحلي الخام من خلال تطوير أنشطة جديدة، كما هو حال صناديق أبو ظبي، بتطويره للسياحة وصناعات التسلية والأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية؛
- توفيرها لموارد دائمة ومنتظمة للدول المالكة لها وهي تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية مهما بلغ مخزنها تبقى قابلة للنضوب.
- تقوم بدور استقراري بامتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية، فيسمح بتكوين صندوق سيادي يوفر مداخيل سنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية وتعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية السلبية.
- المساهمة في تنمية الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق من خلال تمويل الهياكل التعاقدية، 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>1</sup> سلمى عناب، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدول النفطية، مرجع سابق، ص. 58  
<sup>2</sup> - أمال لعريبيد، الصناديق السيادية وفعاليتها بالأزمة المالية، مجلة العامل، الكويت، العدد 85، 2010

- المساهمة في تحقيق المزيد من الاستقرار الاقتصادي للدول المنتمة إليها بتنويع الاقتصاد بالتوسع في الأنشطة غير النفطية خاصة، بما يعمل على تقليص الاعتماد على واردات السلع الاستهلاكية ومن ثم تأثيرات التضخم المستورد.

ويمكن لصناديق الثروة السيادية المساهمة في النظام المالي العالمي من خلال ما يلي:<sup>(1)</sup>

- **نقل المعرفة من خلال الاستثمارات:** يمكن للصناديق السيادية أن تدعم استراتيجيات النمو الاقتصادي من خلال استثماراتها الدولية والمحلية، فالاستثمارات الدولية مثلاً توفر سبلاً للتعاون مع إدارات الشركات المستثمر فيها والتعرف على نماذج عمل مختلفة، بالإضافة إلى إجراءات واستراتيجيات من شأنها أن تضاف إلى الخبرات المحلية، كما تساعد الاستثمارات في الشركات المتعددة الجنسيات على كسب التكنولوجيات المهمة، والمعرفة من خلال توفير الحوافز لهذه الشركات والضغط عليها من أجل زيادة القيمة محلياً ونقل المعرفة والخبرة، أما محلياً يمكن للصناديق السيادية للدولة الأم أن تبادر باستثمارات تستهدف القطاعات التي تكمل استثماراتها العالمية بهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي.

- **تعزيز الشركات الحكومية:** تمثل الشركات الحكومية جزءاً كبيراً من النشاطات الاقتصادية في هذه الدول، مما قد يمثل فرصة لإدارة مجموعات من الشركات المملوكة للحكومات ويساعدها في خلق تحالفات وأعمال مهمة، بالإضافة إلى وفورات الحجم.

- **التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية:** يمكن للصناديق السيادية أن تستخدم ثروتها في المراحل التي تتميز بحركة اقتصادية ضعيفة بهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي والحفاظ على تمويل الاستثمارات الإستراتيجية، فصندوق النزوح السيادي على سبيل المثال سوف يدعم مشاريع البنية التحتية غداة الأزمة الاقتصادية العالمية بهدف الحفاظ على النمو الاقتصادي للبلاد، وصندوق الأجيال القادمة الكويتي ساهم في إعادة إعمار الكويت بعد الغزو العراقي.

- **تعزيز التعاون الإقليمي والدولي:** على الدول المالكة النظر في تأسيس صناديق مشتركة على المستويين الإقليمي والدولي، تتضمن فوائد الصناديق المشتركة تشارك المخاطر، وزيادة على الصعيد الدولي، يمكن للصناديق المشتركة أن تسهل الفرص الاستثمارية لدخول الأسواق وتعزيز آليات نقل المعرفة، وخير مثال

<sup>1</sup> - بلال بوجمعة، حدادي عبد الغني، مكانة الصناديق السيادية في الصناعة المالية مع الإشارة لبعض التجارب، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، العدد 04، 2010، ص08.

على ذلك صندوق الصين ودبي الذي أعلن إنشائه في أبريل 2008 كصندوق مشترك باسم Dubai China Capital هذا الصندوق المشترك يهدف للاستثمار في البنية التحتية، وقطاع النفط، والرعاية الصحية، وغيرها من النشاطات التي من شأنها أن تخلق تحالفت بين اقتصاد الإمارات العربية المتحدة والصين، مع تأمين الفرص الاستثمارية الناجحة للصين في المنطقة، بالإضافة إلى ذلك تعزز الاستثمارات التي تخدم مجتمعات البلدان المضيفة من دون التأثير على ربحية التعاون الدولي، وتتعاكس إيجاباً على الدور الاقتصادي والاجتماعي للصناديق السيادية.<sup>1</sup>

### هوامش الدراسة

1. <sup>1</sup> Davis, Mr Jeffrey M., Ms Annalisa Fedelino and Mr Rolando Ossowski. 2018. Fiscal policy formulation and implementation in oil-producing countries. Nternational Monetary Fund.p.p. 11-13 and Deng, Shijie. 2015. Stochastic models of energy commodity prices and their applications: Mean-reversion with jumps and spikes. Berkeley: University of California Energy Institute.
2. <sup>1</sup> لمطالعة التقرير على الرابط التالي <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/576180> تاريخ الدخول 31 اغسطس 2019 للمزيد يمكن مراجعة:
3. Pierru, Axel and Walid Matar. 2014. "The impact of oil price volatility on welfare in the Kingdom of Saudi Arabia: implications for public investment decision-making." The Energy Journal 35, 99-118."
4. Ross, Michael L. 2015. "What have we learned about the resource curse?" Annual Review of Political Science 18: 239-259.
5. Teisberg, Thomas J. 2011. "A dynamic programming model of the U.S. strategic petroleum reserve." The Bell Journal of Economics, 526-546
6. <sup>1</sup> د. عبد الله بلوناس، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، الجزائر، جامعة بومرداس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، 2011
7. <sup>1</sup> إدوين ترومان، مشروع الممارسات الأمثل لصناديق الثروة السيادية، بحث منشور في مجلة الاقتصاد المالي الصادرة عن جمعية الاقتصاد المالي الفرنسية، عدد خاص بصناديق الثروة السيادية، تونس ، 2017
8. <sup>1</sup> دراسة بوفميح نبيل، " دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه في العموم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3. 2016
9. <sup>1</sup> فاطمة الزهراء طاهري، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية" ملتقى وطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 2012.
10. <sup>1</sup> عبد أحمد ياسين وآخرون، دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض النفطية"، بحث منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 44 ، 2016
11. <sup>1</sup> فرج شعبان ومريم دباغي، صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي"، الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2015
12. <sup>(1)</sup> Ronald Beck and Michael fedora, The Impact of swf global financial markets, the occasional paper series no, 91 frank furt :European central Bank , 2008 , p7.
13. <sup>(1)</sup> Taosun and Heiko Hesse, swfs, and Financial stability-An Event study Analysis, IMF working paper, IMF, wp/09/239, October, 2009, p5.
14. <sup>(1)</sup> IMF, sovereign wealth funds: A work Agenda, working paper (washing on, Dc: IMF, 2008), p4.

<sup>1</sup> سلمى عناب، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدول النفطية، مرجع سابق، ص.59

15. (1) معهد صناديق الثروة السيادية عبارة عن مؤسسة بحثية أمريكية تهتم بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية وتأثيرها على الاقتصاد العالمي، السياسات الاقتصادية، الأسواق المالية، التجارة الدولية والسياسات العامة.
16. (1) Sovereign Wealth Fund Institute, what is a Sovereign Wealth Fund "www.swfinstitute.org/swf.php" "15/09/2009".
17. (1) مجموعة Monitor Group عبارة عن مكتب دراسات واستشارات دولي تأسس في سنة 1983 مختص في الآلات المتعلقة بالاستراتيجيات، التنظيم الابتكار، التسويق والمنافسة يقع مقره في الولايات المتحدة الأمريكية، مع العلم أنه قد تم تصنيف المجموعة كخامس أكبر مكتب دراسات في العالم في سنة 2007 برقم أعمال تجاوز 1 مليار دولار أمريكي وعدد مستخدمين يتجاوز 1500 خبير. راجع: نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، رسالة دكتوراه غير منشورة، الجزائر، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية، 2011، ص. 98
18. (1) William Miracky, Davis Dyer, Assessing the Risks, the Behaviors of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy, Rapport of Monitor Company Group, 2008, P11.
19. (1) ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الدول العربية المصدرة للبترول، المجلد الخامس والثلاثون، العدد 129، ربيع 2009، الكويت، ص 214.
20. (1) La Rédaction de la Revue Problème Economiques, Fonds Souverains , Fonds de Pension, Hedge Funds Trois Piliers de la Finance Internationales, Revues Problème Economiques N: 295102, Juillet 2008, la Documentation Française, France, P :05.
21. (1) M.H.Bouchet, Sovereign Wealth Funds Comment redessiner le Paysage de la Finance Mondiale, Systeme Financier International, Ceram Business School, Nice, France,2007, P:02.
22. (1) Edwin. M. Truman, A Blueprint For Sovereign Wealth Fund Best Practices Policy, Peterson Institute Number 03, 2008, P:01.
23. (1) Riadh EL Hafdhi, A l'origine des fonds Souverains, Revue Problème Economiques, la Documentation Française, N : 2951, juillet 2008, France, p : 03.
24. (1) Simon Johnson, La Montée en Puissance des Fonds Souverains Revue Finances et Développement FMI Septembre 2007, Washington.
25. (1) Keith pilbeam, finance financial markets, third edition, published By Palgrave Macmillan, printed in China.
26. (1) Agenda, prepared by the monetary and capital markets and policy Development and Review Departments, International Monetary Fund, February 29, 2008, p 29.
27. (1) Http://www-swfinstitute-org-found-kuwait php, htm, 2008.
28. (1) Jean Pierre Alleger, monnaie financée ET mundialization, Be edition Libraries, Velbert Paris, 2008, p12.
29. (1) ماجد عبد الله اللطيف، صناديق الثروة السيادية وردها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 48، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، 2010م، ص 632.
30. (1) صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق على محي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، الطبعة 1، دار الأيام، عمان، الأردن 2015، ص ص 38-39.
31. (1) مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص. 124
32. (1) جون ليبسكي، النائب الأول لمدير العام لصندوق النقد الدولي.
33. (1) جون ليبسكي، مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود، صندوق النقد الدولي، 3 سبتمبر 2008م، ص.2.
34. (1) 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 2009م، ص.4.
35. (1) صباح نعوش، الصناديق السيادية العربية، موقع الجزيرة، 2010/12/27:
36. http://www.aljazeera.net/Nr/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B2-OF3ACE2AB682.htm
37. (1) مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.128
38. (1) الصناديق السيادية، مدونة اقتصاديات الكويت ودول مجلس التعاون الخليجي، على الموقع الالكتروني "2010/11/30": http://economyofkuwait.blogspot.com/2010/08/blog-post\_24.html
39. (1) مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.130
40. (1) د. أحمد نصير، صناديق الثروة السيادية مآلية حديثة لتمويل التنمية الاقتصادية المستدامة ، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، الجزائر، جامعة الجزائر، المجلد رقم "1" ، ابريل 2018، ص. 25
41. 1- IWG, op cit, p 5.

42. 1- Afshin Mehrpouya and other, Report : An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IRRIC Institute, October 2009, pp 43-57
43. 1- bid;p57.
44. (1) ماجد عبد الله منيف، مرجع سابق، ص ص201 : 21،
45. 1 د. أحمد نصير، صناديق الثروة السيادية مآلية حديثة لتمويل التنمية الاقتصادية المستدامة، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، مرجع سابق، ص. 29
46. <sup>1</sup> Sven Behrendt, "When Money Talks Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse," Carnegie Papers, Carnegie Endowment for International Peace, no. 12 (October 2008): 3
47. <sup>1</sup> "A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices," *Policy Brief* (Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, April 2018,p.p.11-13).
48. (1). نفس المرجع، ص 211 :
49. 1- GEOECONOMICA,The Santiago Compliance Index 2013 -Rating governace standards of sovereign wealth funds-, Benchmarking Series, January 2014, p p 3-4.
50. (1) يوفليج نبيل و عاطف عبد القادر، مداخلة بعنوان: فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخيل الثروة البترولية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي 08. أبريل 2008، ص / 13 : حول: التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة، جامعة فرحات عباس، سطيف،
51. <sup>1</sup> Russell Green and Tom Torgerson, "Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?" Office of International Affairs Occasional Paper no. 6, U.S. Department of the Treasury, March 2017,p.p.8-13
52. <sup>1</sup> "IMF Executive Board Discusses a Work Agenda on Sovereign Wealth Funds," Public Information Notices, International Monetary Fund (IMF), PIN no. 08/41, 1 April , at: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2020.htm>
53. <sup>1</sup> سلمى عناب، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدول النفطية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر، جامعة العربي بن مهيدي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، 2017، ص. 56
54. <sup>1</sup> شعبان فرج، مريم دباغي، "صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي"، الملتقى الدولي الثالث حول " موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، الجزائر، جامعة خميس مليانة، 30 ابريل 2015، ص.ص. 11-12
55. <sup>1</sup> عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مداخلة ضمن مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 14 مارس 2009، ص. 4
56. <sup>1</sup> "International Working Group of Sovereign Wealth Funds Presents the 'Santiago Principles' to the International Monetary and Financial Committee," Press Release no. 08/06, , at: <http://www.iwg-swf.org/pr/swfpr0806.htm>
57. (1) أحمد نصير، يونس زين، صناديق الثروة السيادية كخيار استراتيجي استثماري لتحقيق الاستقرار المالي في زمن انهيار أسعار النفط مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الثاني حول "متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة أكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 29- 30 نوفمبر 2016م، ص.3.
58. (1) Sovereign Wealth Fund Institute, Fund Rankings, "September 2017, www.swfinstitute.org.
59. <sup>1</sup> مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.138
60. <sup>1</sup> Sovereign Wealth Fund Institute, "2017/9/22". www.swfinstitute.org".
61. <sup>1</sup> مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.141
62. (1) أحمد نصير، يونس زين، مرجع سابق، ص.14.
63. (1) أحمد نصير يونس، مرجع سابق، ص.14.
64. <sup>1</sup> مريم زرقاطة، اثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص.149
65. (1) تشمل الأصول الأمانة مشاريع البنية التحتية والمرافق، وقطاع العقارات والمطاعم والفنادق.
66. <sup>1</sup> : Bernardo Bortolotti, Annual Report 2015, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Universita Bocconi, Milan, Italy, 2016, p20.
67. (1) بوغروس عبد الحق، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، العدد التاسع، جامعة عدن، اليمن، ديسمبر 2012م، ص ص 25- 26.
68. <sup>1</sup> Bernardo Bortolotti, Annual Report 2016, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Universita Bocconi, Milan, Italy, 2017, p 25.
69. <sup>1</sup> سلمى عناب، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدول النفطية، مرجع سابق، ص. 58
70. <sup>1</sup> آمال لعريبيد، الصناديق السيادية وفعاليتها بالأزمة المالية، مجلة العامل، الكويت، العدد 85، 2010

71. <sup>1</sup> بلال بوجمعة، حدادي عبد الغني، مكانة الصناديق السيادية في الصناعة المالية مع الإشارة لبعض التجارب، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، العدد 04، 2010، ص08.
72. <sup>1</sup> سلمى عناب، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدول النفطية، مرجع سابق، ص.59.