

[المجلد: الثاني / العدد: الأول / (أفريل 2018) / الصفحات: 131-148]

استثمارات الصناديق السيادية ودورها في الأزمة المالية
العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية 2010
«صناديق الثروة السيادية العربية أنموذجا»

زهية ثاري⁽¹⁾.

✉ tari9eco@gmail.com

⁽¹⁾ باحثة دكتوراه، جامعة الجزائر 03 [الجزائر]

تاريخ الإرسال: 2018/03/16 تاريخ القبول: 2018/04/23 تاريخ النشر: 2018/04/30

الملخص: لقد أنشأت الصناديق السيادية لدعم اقتصادياتها والنهوض بها، وكذلك كادخار للأجيال القادمة للبلدان المالكة لها، لكن تدخلاتها في الأسواق العالمية في وقت الأزمات من أزمة 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية 2010، جعلت من أموالها حلا للأزمات وإن كبدها خسائر، فقد استثمرت هاته الصناديق خاصة العربية منها بأوروبا وأمريكا في شركات وبنوك شارفت على الانهيار وقامت بإنقاذها، إلا أن هذا لا يمنع صناديق الثروة السيادية من تكوين محافظ استثمارية تضمن لها عوائد تلجأ إليها في توسيع استثماراتها لتنشيط الاقتصاد أو مواجهة تقلبات أسعار النفط من خلال رسم استراتيجية واضحة للاستثمار والتدخل في ظل المخاطر.

الكلمات المفتاحية: الصناديق السيادية، الأزمة المالية العالمية، أزمة الديون السيادية الأوروبية.

تصنيف «جال»: H12، H63.



tari9eco@gmail.com

* البريد الإلكتروني للمُرسل:



[Vol. 02\No. 01\ (April, 2018)\Pages: 131-148]



The Investments Of Sovereign Funds And It's Role In The Global Financial Crisis 2008 And The European Sovereign Debt Crisis 2010 «Arab Sovereign Wealth Funds As A Model»



Tari Zehia^{*(1)}.

⁽¹⁾ University Of Alger 03 [Algeria] ✉ tari9eco@gmail.com

Received: 16/03/2018

Accepted: 23/04/2018

Published: 30/04/2018

Abstract: Sovereign funds have been established to support and promote it's economies, regard keeping reserves to the next generations. However, it gets involved with the world market crises, such as 2008 crisis and European Sovereign Debt Crisis in 2010, using its money to help solving it, even if it incurred losses. These funds, especially the Arab ones who invested in Europe and American companies and banks that were close to collapse and saved them. Anywise, this does not prevent it from forming investment portfolios that guarantees returns to expand their investments and stimulate the economy or face oil price fluctuations, with a clear strategy for investment and intervention in the midst of risks.

Keywords: Sovereign funds; The financial crisis; European sovereign debt crisis.

«JEL» Classification: H12, H63.

* Corresponding author:

tari9eco@gmail.com



Faculty of Economics, Commercial and Management Sciences

Ziane Achour University of «Djelfa»



B.P. 3117, Djelfa [Algeria].

132

مقدمة: بالرغم من أهمية الصناديق السيادية خاصة في الدول العربية التي تعتمد عليها في سد عجز موازنتها ومصدر تمويل استثماراتها لضمان تنميتها الاقتصادية إلا أنها لم تلقى الاهتمام الذي حظيت به في أعقاب الأزمة المالية الناجمة عن أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وأزمة الديون السيادية في أوروبا وبالتالي زاد الاهتمام بهذه الصناديق ورسم اتجاهين مختلفين، حيث يعتبرها الاتجاه الأول سببا في حدوث هذه الأزمة في حين اعتبرها الاتجاه الثاني حلا ممكنا لها من حيث قدرتها الكبيرة على توفير السيولة العالمية وإنقاذ الأسواق المالية والمؤسسات من الانهيار ومن هنا طرحنا الإشكالية التالية:

ما هو الدور الذي لعبته الصناديق السيادية في الأزمة المالية 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية

2010؟ هل كان لها دور ايجابي أم سلبي؟

وتتفرع على الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- أين قامت الصناديق السيادية بتوظيف أموالها خلال الأزمة؟
- هل شجعت حقا الدول الأوروبية والأمريكية هذه الصناديق وهل رحبت بها؟
- وتهدف الدراسة للوقوف على الدور الفعال للصناديق السيادية في الأسواق المالية في الأزمات وبعدها من خلال نماذج عربية، ومعرفة أهميتها استثماراتها والسيولة التي تملكها في إنقاذ المؤسسات من الانهيار وإعادة الأسواق المالية لحالتها الطبيعية من خلال تنشيطها وتحصيل الأرباح من خلال الاستثمار فيه للإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة قسمنا الدراسة إلى أربع محاور رئيسية تتمثل فيما يلي:
- **المحور الأول:** تعريف الصناديق السيادية وتصنيفاتها.
- **المحور الثاني:** أهداف صناديق الثروة السيادية.
- **المحور الثالث:** عوامل تطور الصناديق السيادية.
- **المحور الرابع:** نماذج عربية للصناديق السيادية ودورها في أزمات 2008 و 2010.
- **المحور الخامس:** المواقف الدولية حول الصناديق السيادية بعد الأزمات.

إن وجود الصناديق السيادية والأموال التي بحوزتها أمر ليس بجديد على الساحة المالية العالمية، حيث عرفت نموها سريعا في نهاية القرن العشرين وبدايات الألفية الثالثة حيث تعود هذه الصناديق إلى خمسينيات القرن العشرين عندما أنشأت دولة الكويت هيئة الاستثمار الكويتية سنة 1953 ليتوالى إثر ذلك في السبعينيات وما بعدها ظهور صناديق أخرى في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة ويمكن اعتبار صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر مشابها لها من حيث المداخل الريعية، وصندوق السعودية، حتى وصلت في منتصف سنة 2008 إلى 53 صندوقا، ولقد احتلت الصناديق السيادية لدول عربية المراتب الأولى عالميا.

المحور الأول: تعريف الصناديق السيادية وتصنيفاتها

1. **تعريف الصناديق السيادية:** ظهر مفهوم جديد في السنوات الأخيرة في إدارة الفوائض المالية وهو مفهوم صناديق الثروة السيادية وقد عرف هذا المفهوم على أنه يرجع إلى تراكم الفوائض المالية لدى الدول وإمكانية استثمار هذه الفوائض وفق استراتيجية استثمارية تضعها حكومات الدول بهدف تحقيق أهداف مالية وخلق منافع عامة، وعموما تعرف هذه الصناديق تجمعات للأصول المالية¹ التي تحتفظ بها الدولة وتكفل بإدارتها لتوفير الدخل للأجيال القادمة من خلال تعظيم عوائدها بأقل المخاطر الممكنة².
2. **تصنيفات الصناديق السيادية:** تصنف الصناديق السيادية أو صناديق الثروة السيادية حسب الهدف من تأسيسها أو طبيعة السلعة الممولة بها، أو وفق طبيعة عملها ونذكر هنا أهم التصنيفات:
 - أ. **الصناديق الثروة السيادية السلعية والتمويلية عن طريق عوائد المواد الأولية³:** هي صناديق تكونها في الغالب الدول المصدرة للمواد الأولية وخاصة النفطية، والغرض منها الاستقرار والادخار للأجيال القادمة، لكن هذه الدول تقف أمام تضارب وعدم انتظام وتيرة استغلال هذه المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب وارتفاع وانخفاض الأسعار النفط ويقف المسؤول عن إدارتها أمام خيارات صعبة إما إبقاء جزء منها في مكانها كحق للأجيال في هذه الثروات أو استثمار مواردها لتعظيمها في ظل المخاطر.
 - ب. **الصناديق الممولة عن طريق عوائد المدفوعات الجارية:** وهي الدول التي حققت فوائض من خلال ميزان مدفوعاتها وحولت جزءا من الصرف الأجنبي إلى أدوات استثمارية كالصين⁴، ولقد استطاعت الكثير من الدول غير نفطية تحقيق فوائض مالية هامة، خاصة في أمريكا اللاتينية، بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، مما دفعها إلى تحويل جزء من الفوائض إلى صناديق سيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ كاحتياطات نقدية أو استثماراتها بما يحقق لها عوائد⁵.
 - ج. **صناديق سيادية محلية وصناديق الاستقرار:** تباينت استثمارات الدول لعوائد الصناديق حيث يتركز نشاط بعضها محليا كصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر وصندوق الاستقرار في روسيا⁶ والهدف لدى هذه الدول توجيه مدخرات الصندوق مباشرة لتمويل الميزانية العمومية لضمان استقرار الاقتصاد وأيضا تحقيق استقرار سعر الصرف من التقلبات، وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون⁷.
 - د. **الصناديق السيادية الدولية:** وهي الصناديق التي تمتد نشاطها إلى خارج البلد مثل هيئة أبو ظبي للاستثمار وصندوق النفط النرويجي⁸ وتلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق من عوائد إلى تحويل هذا العائد الموجود في الصناديق للاستثمار في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية، ولما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

المحور الثاني: أهداف صناديق الثروة السيادية

تسعى صناديق الثروة السيادية لتحقيق العديد من الأهداف أهمها:⁹

1. **دخول لتحقيق الاستقرار:** تم إنشاء هذه الصناديق أساساً للتصدي لتقلبات أسعار السلع الأساسية، وبالتالي لضمان استقرار إيراداتها من صادرات هذه السلع، حيث أن سوق السلع الأساسية وخاصة النفط يتسم بتقلبات حادة في أسعاره، والدول التي تعتمد اقتصادياتها على صادرات هذه المنتجات تتحمل وطأة هذه التغيرات، وبالتالي سيكون لهذا الصندوق دور في حماية الاقتصاد وتمويله ضد هذه التقلبات، وتحمل محل عائدات مستقرة ومتكررة لتفادي التقلبات في أسعار الموارد الطبيعية.
2. **مدخرات للأجيال:** يتم إنشاء صناديق المدخرات للحفاظ على العائدات من الموارد الطبيعية غير المتجددة وبالتالي تكوين مدخرات لأجيال المستقبل، فالمواد الخام والموارد ذات الصلة بها، تتميز بالنضوب، ما دفع بعض الدول، التي تعتمد على هذه الموارد في اقتصادياتها، إلى توجيهها في سبيل تحقيق العدالة بين الأجيال لتلبية احتياجات المستقبل، عندما تستنفذ هذه الموارد الناضبة، كما أن صناديق المدخرات والمعروفة أيضاً بصناديق الأجيال تستخدم لتخصيص إيرادات المتأينة من الموارد الطبيعية مناصفة عبر الأجيال، بتحويل أصول غير قابلة للتحديد إلى أصول مالية دائمة.
3. **تمويل المعاشات التقاعدية:** تهدف بعض الصناديق السيادية لتمويل التزامات المعاشات التقاعدية، وأنشئت هذه الصناديق من أجل مواجهة العجز في المستقبل لدفع المعاشات التقاعدية لشيوخوخة الأشخاص نتيجة لتزايد النمو الديموغرافي والقدرة على تغطية متطلبات التمويل في المستقبل المتعلقة بها.
4. **الأداء الأمثل:** تهدف بعض الصناديق السيادية لتعزيز عائد الاحتياطات الأجنبية، كما هو الحال في الشركات الاستثمارية للاحتياطات. وتشتمل احتياطات النقد الأجنبي على جزء ضروري للسياسة النقدية وإدارة أسعار الصرف، حيث يتحكم البنك المركزي بالاحتياطات الرسمية وتتم إدارتها بعناية فائقة على المدى القصير لتحقيق الهدف المزدوج المتمثل في السلامة والسيولة. أما الجزء المتبقي من احتياطات النقد الأجنبي فتوضع في الصناديق السيادية ل يتم استثمارها.
5. **التنوع الاقتصادي:** يضاف إلى المعضلة المالية العامة في البلدان النفطية وأبعادها التنموية، معضلة أخرى تواجه تلك البلدان التي تعتمد اقتصادياتها على إنتاج وتصدير النفط، والتي كانت ولا تزال أهم هاجس لمخططي التنمية فيها، وتمثل المعضلة بالاستعداد لعصر ما بعد نضوب النفط لذلك كان هدف التنوع الاقتصادي أي تنوع مصادر الدخل الوطني أو تنوع مصادر الدخل الحكومي بتطوير القطاعات والإيرادات غير النفطية، هدفاً معلناً لمعظم البلدان النفطية.
6. **التطور والتقدم:** إن الصناديق السيادية التي تعمل على التطور المستمر وتتخذ منه هدفاً أساسياً، تعمل على توجيه الاحتياطات الوطنية نحو مشاريع على المدى البعيد ذات أهمية استراتيجية للاقتصاد المحلي.

المحور الثالث: عوامل تطور الصناديق السيادية

يلاحظ التطور السريع لهذه الصناديق فمنذ سنة 2000 ظهر 20 صندوق منها 12 منذ 2005 فقط. وتقدر مؤسسة ستانلي مورغان عدد الصناديق السيادية إلى غاية 2008 بـ 53 صندوقا. وبالرغم من الملاحظات على تصنيفها لبعض الهيئات كصناديق سيادية كما هو الحال بالنسبة لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري، فإن ذلك يدل على النمو المطرد لهذه الصناديق، حيث نمت أصول الصناديق السيادية 17 % بين ديسمبر 2011 والشهر نفسه من 2012، وسجلت نموا بنحو 16 % في سنة 2013.¹⁰ وتجدر الإشارة إلى أن إجمالي موجودات (أصول) الصناديق السيادية حول العالم، البالغ عددها حوالي 78 صندوقاً عام 2017، بلغت حوالي 7.42 تريليون دولار في مارس 2017.

يفسر هذا النمو في عدد الصناديق وأحجامها بـ:

- ارتفاع أسعار البترول ابتداءً من تسعينات القرن العشرين بوتيرة غير مسبوقة.
 - تباطؤ النمو العالمي وانعكاساته على الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية وشركائها التجاريين الرئيسيين الآسيويين.
 - تزايد تخصيصات الاحتياطات وتحويلات الفوائض الميزانية لصالح هذه الصناديق.
 - ظهور صناديق سيادية جديدة (تاوان، البرازيل، الصين، اليابان).
- لقد تصدرت الصناديق السيادية العربية المراكز الأولى بين الصناديق السيادية العالمية وبعدها جهاز أبوظبي للاستثمار الصندوق الأول في الدول العربية بإجمالي أصول بلغت 792 مليار دولار في مارس 2017، فيما حل بالمرتبة الثالثة عالمياً، وبدأ صندوق أبوظبي للاستثمار، نشاطه في عام 1976، كثاني أكبر صندوق سيادي في العالم بعد صندوق التقاعد الحكومي النرويجي، وتمتلك الإمارات عدداً من صناديق الثروة السيادية الأخرى وهي مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية، وصندوق مجلس أبوظبي للاستثمار، وهيئة رأس الخيمة للاستثمار. أما الهيئة العامة للاستثمار الكويتية حلت في المرتبة الثانية عربياً والرابعة عالمياً بأصول بلغت 592 مليار دولار، وجاءت الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" في المرتبة الثالثة عربياً والخامسة عالمياً بأصول بلغت 576.3 مليار دولار، فيما حلت هيئة قطر للاستثمار في المرتبة الرابعة عربياً والتاسعة عالمياً بإجمالي أصول بلغت قيمتها 335 مليار دولار، وجاءت مؤسسة دبي للاستثمار في المرتبة الخامسة عربياً، بأصول تجاوزت 200 مليار دولار، وفي المرتبة الحادية عشر عالمياً، فيما جاء صندوق الاستثمارات العامة السعودية في المركز السادس عربياً والثاني عشر عالمياً بأصول 183 مليار دولار، وفي المرتبة السابعة عربياً، جاء مجلس أبوظبي للاستثمار بإجمالي أصول 110 مليار دولار، وفي المرتبة الخامس عشرة عالمياً، وحلت هيئة الاستثمار الليبية في المرتبة الثامنة عربياً بإجمالي أصول 66 مليار دولار، فيما جاءت في المرتبة التاسعة عشر عالمياً.

أما الصناديق السيادية العالمية غير العربية فقد كان صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في المرتبة الأولى كأكثر

صندوق سيادي في العالم رغم تراجع أصوله إلى 870.8 مليار دولار في مارس 2017، وجاءت شركة الصين للاستثمار في المرتبة الثانية بحجم أصول بلغت 813.8 مليار دولار¹¹.

والجدول التالي يوضح ترتيب أكبر الصناديق السيادية في العالم حتى مارس 2017:

المرتبة	الدولة	الصندوق السيادي	حجم الأصول (بمليارات الدولارات)
1	النرويج	صندوق التقاعد الحكومي	922.11
2	الإمارات	جهاز أبوظبي للاستثمار	828
3	الصين	شركة الاستثمار الصينية	813.8
4	الكويت	جهاز الكويت للاستثمار	524
5	السعودية	صندوق الأصول الأجنبية بمؤسسة النقد العربي السعودي	514
6	الصين	محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد بمونغ كونغ	456.6
7	الصين	شركة الاستثمار التابعة لإدارة الدولة للنقد الأجنبي	441
8	سنغافورة	شركة حكومة سنغافورة للاستثمار	350
9	قطر	جهاز قطر للاستثمار	320
10	الصين	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	295

Source: <https://arabic.cnn.com/business/2017/07/04/sovereign-wealth-fund-rankings-top-10>
(07/07/2017)

المحور الرابع: نماذج عربية للصناديق السيادية ودورها في أزمات 2008 و 2010

1. **الصناديق السيادية العربية - الإمارات نموذجاً-**: تعتبر هيئة استثمار أبو ظبي من أكبر الصناديق السيادية في العالم وهذا بالنظر إلى حجم مجوداتها بالدولار الأمريكي والتي تقدر ب 792 مليار دولار في 2017 بعد أن كانت 875 مليار دولار سابقاً، وبهذا تعتبر عوائد المواد الأولية (خاصة البترول والغاز) المصدر الأساسي الأول للصناديق السيادية مما يجعل موارد الصندوق تنخفض أو ترتفع حسب تقلبات أسعارها.

- **استثمارات الصندوق**: ارتفع استثمار جهاز أبوظبي للاستثمار 2016 وكان تركيزه على الأسواق الناشئة مقابل الأسواق المتقدمة حيث استقر مستوى الاستثمار في أسهم الأسواق المتقدمة إلى ما يتراوح بين حد أدنى 32 % وأقصاه 42% كما كان في 2015.

ووصلت حصة الاستثمار في أسهم الأسواق الناشئة في 2016 إلى ما بين 10 إلى 20 % فيما بلغت الاستثمارات في أسهم الشركات محدودة رأس المال حصة بين 1 إلى 5 %.

وشكلت الاستثمارات في السندات الحكومية حصة ما بين 10 إلى 20 % ووجه الجهاز حصة بين 5 إلى 10 % من استثماراته التي تقدر بمئات المليارات إلى أدوات الائتمان مع حصص موازية في الاستثمارات البديلة والعقارات.

ووصلت حصة قطاع الاستثمار في الملكية الخاصة إلى ما بين 2 و 8 % من استثمارات الجهاز في عام 2016 في حين بلغت حصة البنية التحتية ما بين 1 و 5% ووصلت حصة أدوات السيولة إلى ما بين صفر و 10 % من استثمارات "أديا" (Abu Dhabi Investment Authority) في 2016.¹²

- **صندوق مبادلة للتنمية والهيكل التنظيمي**: تأسست شركة مبادلة للتنمية في عام 2002 من قبل حكومة أبوظبي، ومصادر أصولها من العائدات النفطية للإمارة، إذ تقدر حجم الأصول التي تمتلكها ب 126.7 مليار دولار في 2017، وأصولها في ارتفاع مستمر حيث قدر إجمالي أصولها للسنوات 2007 و 2008 و 2009 و 2010 على التوالي ب 10.7 مليار دولار و 13.7 مليار دولار و 24.2 مليار دولار و 27.6 مليار دولار و 48.2 مليار دولار)، ولها عدة استثمارات في شركات رفيعة المستوى، واستثماراتها تتميز بالتنوع وتتركز أغلب استثماراتها محلياً الإمارات العربية المتحدة (وفي دول المنطقة) دول مجلس التعاون الخليجي، وتتركز استثماراتها على قطاعات عديدة كالبتروكيمياويات، قطاع الطيران، التكنولوجيا والصناعة والتعدين، تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ولديها استثمارات كبرى مع شركة توتال مثلاً وشركة بووينغ للطيران وشركات كبرى أخرى، وتتميز محفظتها الاستثمارية بالتنوع، وقد حققت الشركة أرباحاً تقدر ب 4.2 مليار درهم إماراتي، ودخل تشغيلي 5.5 مليار درهم إماراتي ونمو حجم الأصول العالمية إلى 465.5 مليار درهم إماراتي في النصف الأول من 2017.¹³

وقد عقدت شركة المبادلة للتنمية (مبادلة) شراكة مع كل من شركة "الاستثمار في رأس المال"، التابعة لـ "بنك التنمية الصيني"، و"الإدارة الرسمية لتبادل العملات" في الصين، لإنشاء صندوق الاستثمار الإماراتي الصيني المشترك، ويساهم صندوق الاستثمار الإماراتي الصيني المشترك، الذي يتولى إدارته فريق شركات الاستثمار السيادية، التابع لوحدة "مبادلة للاستثمارات المالية"، في تمكين كل من الإمارات والصين لتصيد فرص الاستثمار بالمشاريع ذات الأهمية الاستراتيجية والتجارية لكلا البلدين. تتمثل مهمة الصندوق الذي تم إطلاقه في شهر ديسمبر 2015، في الاستثمار بالمشاريع التي يتم التوافق عليها من قبل كل من الإمارات، والصين. ويتم تمويل الصندوق من قبل الدولتين. ويستهدف الصندوق الاستثمارات الاستراتيجية البديلة، وفئات الأصول من فئات متعددة، والفرص الاستثمارية في مجالات خاصة تشمل مشاريع الاستثمارات الخضراء، بهدف بناء محفظة متوازنة تركز على تحقيق عائدات مستدامة وحماية رأس المال الأساسي¹⁴.

كما رأينا من استثمارات الصندوقين في الإمارات أن لديهم مساهمات عديدة في الأسواق المالية من خلال الاستثمارات المعلنة وتنوع محافظهما الاستثمارية من مختلف الأوراق المالية للشركات الكبرى إضافة للشركات مع الصين للتدخل أكثر في الأسواق المالية العالمية ومن هنا نستنتج دور استراتيجية الاستثمار لهذا النوع من الصناديق في حل الأزمات وهذا ما سنحاول التطرق إليها من خلال النقطة الموالية.

2. موقع الصناديق السيادية من الأزمات:

أ. أزمة المالية العالمية 2008: ظهرت أهمية الصناديق السيادية في الأزمة المالية العالمية وكان الدور الذي قامت به عندها إيجابياً لأنها لم تتجه إلى الاستفادة من فرصة تدهور الأصول في الدول الصناعية، بل 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، منذ حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 ظهر نقاش حول الصناديق السيادية ودورها سلبي وإيجاباً في هذه الأزمة، فإذا كان صندوق النقد الدولي يشجع الدول المصدرة للموارد غير المتجددة على إنشاء هذه الصناديق تحسباً للتدهورات التي قد تتعرض إليها هذه الدول في المستقبل كما هو حاصل الآن من تدهور لأسعار البترول وبالتالي تدهور إيرادات هاته الصناديق، فقد رحب خبراءه كثيراً بعمليات ضخ السيولة التي قامت بها هذه الصناديق نظراً لما تحققه من أثر إيجابي على استقرار الأسواق المالية العالمية، وقد سارعت هذه الصناديق إلى القيام بذلك العمل تجاه الاقتصاد الأمريكي في الوقت الذي فر فيه معظم المستثمرين خوفاً من تعرضه للركود والانكماش.

هذا بالإضافة إلى أنه وبعد تعرض العديد من البنوك الكبيرة في أوروبا وأمريكا إلى خسائر تقدر بمئات المليارات من الدولارات جراء هذه الأزمة، منها مجموعة "سي تي بنك" و"ميريل لنش" و"كريديت سويس"، تحركت الصناديق السيادية بشكل سريع لإنقاذ هذه المصارف، وبشكل أكثر سرعة في الحكومات أو الجهات الأخرى. وبالرغم من أن دافع التدخل لهذه الصناديق هو تحقيق عوائد بالأساس، إلا أن الواقع أثبت بعد ذلك تكبدها

لخسائر بسبب تدخلها لإنقاذ تلك المصارف، فعلى سبيل المثال كانت استثمارات أحد هذه الصناديق في مجموعة "سي تي بنك" تقدر بحوالي 7.5 مليار دولار، فأصبحت لا تتجاوز 6 مليار دولار، كما أن استثمارات صندوق سيادي ثان في "ميرل لنش" والتي قدرت بـ 6.6 مليار دولار، انخفضت بحوالي 8 %، وتشير الإحصائيات بأن الصناديق السيادية الخليجية لوحدها تجاوزت خسائرها 400 مليار دولار أمريكي جراء هذه الأزمة.¹⁵

لقد شهد الربع الأخير من العام 2008، ميل الحكومات التي تسيطر على صناديق الثروة السيادية إلى استخدام فوائضها المالية للقيام بعمليات استحواذ على نطاق ضيق، بما في ذلك في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، من شأنها دعم أهدافها التنموية الاقتصادية الوطنية.

صناديق سيادية تضخ 25.5 مليار دولار في شراء حصص بشركات عالمية بعد أزمة 2008:

استثمرت الصناديق السيادية 25.5 مليار دولار في شراء حصص بمؤسسات عالمية حتى عام 2012 مثل "سي تي جروب" و"ميريل لينش" بزيادة 66 % عن الفترة المقابلة من عام 2011 وأصبحت الصناديق السيادية مثل "تماسيك هولدنجز" السنغافورية وهيئة أبوظبي للاستثمار متصلة في الأسواق المالية بعد أن استثمرت في بنوك أمريكية وأوروبية عرفت خسائر في أزمة الرهون العقارية الأمريكية، كما أن هذه الصناديق شاركت في 22 صفقة منها عشر صفقات بقيمة 9.1 مليار دولار كان صندوقا سنغافورة السياديين "تماسيك" وهيئة الاستثمار السنغافورية طرفا فيها وكان الجانب الأكبر من هذا النشاط في الولايات المتحدة التي ضخت فيها الصناديق السيادية 15.8 مليار دولار في ثماني صفقات بنسبة 62 % من الإجمالي العالمي 2012، أي نحو خمسة أمثال الرقم المسجل عام 2007 وهو 3.45 مليار دولار وجاءت روسيا في المركز الثاني حيث استثمرت دبي العالمية 5.3 مليار دولار في شركة أو.جي.كيه الروسية الإقليمية للكهرباء ولم تحصل روسيا على استثمارات من صناديق سيادية عام 2007.¹⁶

ب. تدخلات الصناديق السيادية العربية في أوروبا: تعد الاستثمارات الخليجية في ألمانيا، إحدى أبرز الاستثمارات الواعدة لتلك الصناديق، إذ استحوذت قطر على نحو 15 بالمائة من أسهم شركة "فولكس فاغن" لصناعة السيارات، كما قامت بشراء نحو 10 بالمائة من أسهم شركة "هوكتيف"، وهي إحدى أكبر شركات البناء الألمانية، كما تمتلك قطر حصة في شركة "سيمنس" الألمانية، ونحو 6 بالمائة في أكبر المصارف الألمانية "الدويتشه بنك" من خلال صفقة بلغت قيمتها 1.75 مليار يورو.

صندوق أبوظبي كان حاضرا بقوة، من خلال استثماراته في ألمانيا وشملت تلك الاستثمارات امتلاك نحو 29 بالمائة من شركة طيران "إير برلين" واستثمارات أخرى في مجال الطاقة المتجددة والصناعات الإلكترونية الدقيقة، حيث تمتلك شركة "مبادلة" للتنمية في أبوظبي شركة "جلوبال فاوندرز" لصناعة أشباه الموصلات وهي مواد أساسية في صناعة الأجهزة الإلكترونية والرقمية.

كما كان لدولة الكويت نصيبا من الاستثمارات الخليجية في ألمانيا، إذ استحوذت على نحو 6 بالمائة من عملاق الصناعات الألمانية "شركة دايملر" لصناعة السيارات.¹⁷

ج. تدخلات الصناديق السيادية في أوروبا بعد أزمة الديون السيادية 2010:¹⁸

- سعت بعض الصناديق السيادية على الاستثمار في القطاع العقاري في أوروبا بعد أزمة الديون السيادية كما انتهجت الشركات الخليجية نفس النهج أين استحوذت كتارا للضيافة القطرية على فندق ويستن إكسلسيور في روما.
- على الرغم من خسارة جهاز قطر للاستثمار في أوراق مالية جراء هبوط أسهم فولكسفاجن وجلينكور، لا يزال الصندوق القطر نشطا في سوق أوروبا.
- قامت المؤسسة الليبية للاستثمار بالاستثمار في إيطاليا التي تعتبر من أكبر المتضررين في أزمة الديون السيادية الأوروبية وذلك من خلال شراء حصص في شركات مثل أوني كريدت وإيني، وتملك المؤسسة نحو 1.25 بالمائة في أوني كريدت أكبر بنوك إيطاليا من حيث الأصول وتحوز حصصا أقل من اثنين بالمائة في شركة النفط إيني وفي إينل للمرافق ومجموعة "فينميكانكا" لصناعة السلاح و"فيات كرايسلر" لصناعة السيارات.
- استخدمت أيرلندا صندوق الثروة السيادي الذي تبلغ قيمته 24 مليار يورو (33 مليار دولار) والمخصص أصلا لدعم نظام الرعاية الاجتماعية والمعاشات في 2009 لإعادة رسملة البنوك. وفي 2010 في أزمة الديون السيادية استخدمت دبلن الصندوق مرة أخرى للمساهمة في برنامج الإنقاذ لاقتصادها.
- أنفق صندوق الثروة السيادي الكويتي 1.5 مليون دينار (5.3 مليون دولار) في أواخر عام 2008 لوقف هبوط البورصة المحلية ولمساعدة البنوك على جمع رؤوس أموال جديدة في 2009.

المحور الخامس: المواقف الدولية حول الصناديق السيادية بعد الأزمات

لم تكن الصناديق السيادية تثير اهتمام المحللين والسياسيين قبل نشر تقرير ستانلي مورغان حولها، والذي توقع فيه بأن أصولها ستصل إلى 12 تريليون دولار في 2015، حيث أثار هذا التقرير مخاوف الدول الصناعية من كون الصناديق السيادية أصبحت عنصرا مهما للأسواق المالية العالمية تشكل فئة جديدة من المستثمرين، ولقد أظهرت الدول الصناعية مخاوفها بمجموعة من العوامل أبرزها:

- الطبيعة الاستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق. والطموحات الجيوسياسية لمالكها والأخطار المحتملة على الأمن الوطني خاصة وأن بعض من هذه الصناديق مملوكة لدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبتها. وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصين، روسيا، فنزويلا، ليبيا. ويمكن أن نفهم هذا التخوف بالعودة قليلا إلى الوراء لما فازت شركة اتحاد موانئ دبي في ماي 2006 بإدارة ستة موانئ أمريكية، إذ كان هنالك رد فعل حاد وعنيف من الكونغرس دفع بها إلى التخلي عن الصفقة، ونفس الأمر حدث في سبتمبر 2006 مع البنك العمومي الروسي لما اشترى 5.02 بالمئة من رأس مال البنك الألماني الفرنسي، إذ أثار ذلك موجة من التساؤلات في فرنسا وألمانيا بخصوص ما إذا كان وراء ذلك دوافع استراتيجية وسياسية¹⁹، وهو ما تم من قبل مع هيئة الاستثمار الكويتية في أواخر الثمانينات من القرن العشرين عندما طرحت أسهم "بريتش بتروليوم" للبيع في إطار سياسة الخصخصة التي انتهجتها آنذاك حكومة "تاتشير"، فاشترت الهيئة حصة بلغت 22 بالمائة من رأسمال الشركة لتصبح أكبر مساهم فيها، مما أثار القلق ودفع لجنة الاحتكارات والاندماجات البريطانية إلى القيام بتحقيق نجم عنه مطالبة الهيئة التي أبلغت الحكومة البريطانية بعدم نيتها في القيام بدور فاعل في إدارة الشركة استجابة للضغوط السياسية والتنظيمية التي تعرضت لها، وخفضت مساهمتها في الشركة²⁰.

- 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 بخلاف المستثمرين المؤسسيين، ومن شأن ذلك أن يهز أسس المنطق الرأسمالي الحر للأسواق الذي يتناقض مع سيطرة الدولة على ملكية الأصول للهيمنة المالية، حيث أن الرسملة المتراكمة لأكثر 500 مؤسسة عالمية في بداية 2000 توزعت على النحو التالي: 57 بالمائة للولايات المتحدة الأمريكية، 29 بالمائة لأوروبا، 3 بالمائة للدول الصاعدة، ثم أصبحت النسب في 2008 كالتالي: 38 بالمائة للولايات المتحدة الأمريكية، 32 بالمائة لأوروبا، 17 بالمائة للدول الصاعدة²¹. وجزء كبير من ملكية الدول الصاعدة للأصول يتم عن طريق الصناديق السيادية.

لقد أدى الجدل بخصوص الصناديق السيادية إلى بروز عدد من المواقف لعل أبرزها:

1-الموقف السويسري: اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 جانفي 2008 قرار بالمراقبة الدقيقة لنمو الصناديق السيادية، وقدر بأنه ليس من المستعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها، ونصح المصالح الفدرالية بالمساهمة في المناقشة الجارية على المستوى الدولي والمتعلقة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق. وقد وضعت معايير سانتياغو بعد ذلك.

2-الموقف الفرنسي: قامت الجمعية الوطنية الفرنسية بدراسة واعية للصناديق السيادية وأصدرت نصاً تم إقراره في 30 جويلية 2008 تضمن:²²

- دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية إلى تقديم مساهمات مشتركة في أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق النقد الدولي حول إعداد قواعد بالممارسات التجارية السليمة للصناديق السيادية؛
- يعتبر من الإيجابي تخصيص الدول المالكة للصناديق جزءاً هاماً من عوائدها ومواردها للتنمية المحلية، مع ضرورة إبقاء هذه الاستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين.
- يعتبر من الضروري، في ظل 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.

3-الموقف الإيطالي: أعلن وزير الخارجية بعد دعوته من رحلة الإمارات العربية المتحدة، بأنه يرحب بمشاركة الصناديق السيادية العربية والأجنبية بحصة لا تتجاوز 5 بالمئة من رأسمال الشركات أو البنوك الإيطالية بشرط ألا تكون تلك المؤسسات مدرجة ضمن لائحة المؤسسات الاستراتيجية للدولة، وفي سياق ذلك شكلت إيطاليا لجنة مكونة من وزراء الاقتصاد والمالية ووزراء الخارجية والهيئات الأخرى المهتمة بالاستثمار والسوق المالية لدراسة الطلبات المتعلقة باستثمارات الصناديق والحرص على شفافيتها. وتجدر الإشارة أنه قد قامت الصناديق العربية بالاستثمار في إيطاليا بعد ذلك.

4-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.
- دعم دور صناديق رأس مال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاستراتيجية، وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للدخار الوطني لتمويل المؤسسات.
- اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل بالضغط على الدول المالكة للصناديق السيادية لافتتاح أكبر أمام استثمارات الدول الأخرى.

- إجبار الصناديق السيادية على التزام مجموعة من قواعد السلوك (الشفافية والحوكمة).

- إجبار الصناديق السيادية على أن تكون مسؤولة أمام الهيئات المالية الدولية²³.

5-موقف الولايات المتحدة الأمريكية: تتطلب مساهمات الصناديق السيادية موافقة لجنة الاستثمارات الخارجية²⁴، ولقد عملت الولايات المتحدة الأمريكية على الاجتماع بممثلي الصناديق السيادية لسنغافورة وأبو ظبي بهدف إقرار إعلان مبدأ مشترك يحدد المبادئ الواجب احترامها من هذه الصناديق حيث تضمن ذلك²⁵:

- الالتزام بالتصريح بأن المحرك لاستثمارات الصناديق هو الدوافع التجارية فقط.
- نشر تشريعات البلدان المنشئة للصناديق السيادية وتلك المتعلقة بمراقبتها.
- نشر أهداف استثمار البلدان المنشئة للصناديق وتلك المتعلقة بمراقبتها.
- النشر السنوي لوضعية الاستثمارات وتخصيص الأصول.
- الالتزام بالمنافسة العادلة مع القطاع الخاص.
- احترام معايير بلد الاستقبال.

6-موقف صندوق النقد الدولي: أمام النمو المتزايد للصناديق السيادية وزيادة دورها على مستوى الأسواق المالية العالمية، عمل صندوق النقد الدولي على إيجاد آليات تمكن من اندماج هذه الأسواق المالية ضمن قواعد النظام المالي العالمي، وهكذا قامت اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية بدعوة من الصندوق في أكتوبر 2007 إلى إقامة حوار مع البلدان الأعضاء قصد وضع مجموعة من القواعد التي تحكم الممارسات في مجال إدارة الصناديق السيادية وعمل صندوق النقد الدولي في ذات الوقت بهذا الخصوص مع منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية. وتبعاً لذلك تم تأسيس مجموعة عمل دولية في 2008/05/01 لتحديد مجموعة من المبادئ الطوعية تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي تركز عليه الصناديق السيادية ونظام حكومتها وعملياتها الاستثمارية، بما يدعم المحافظة على مناخ استثماري منفتح ومستقر وعقد لذلك جلسات عمل في واشنطن، سنغافورة وسنتياغو أين توصلت إلى اتفاق أولي حول مبادئها في 2008/09/02، وأصبحت هذه المبادئ تسمى بمبادئ سنتياغو وعددها 24 مبدأ طوعياً تعطي المجالات التالية²⁶:

- الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية
- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة.
- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

وكان الغرض من هذه المبادئ هو:

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

ورغم أهمية هذه المبادئ ومشاركة بعض الصناديق السيادية في صياغتها وإعدادها فإنها تنطلق من رؤية اتهامية للصناديق السيادية بأنها بعيدة في إدارتها عن الشفافية وقواعد الحكم الراشد، وهي بهذا تشكل تهديدا لأسس النظام المالي العالمي وتم في نفس الوقت إلزام الصناديق السيادية بمبادئ الاستثمار المعتمدة من قبل منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية²⁷ والمتمثلة في:

- **عدم التمييز:** بحيث يجب أن لا يتم إخضاع المستثمرين الأجانب إلى أنظمة مزايا أقل من تلك الممنوحة للمستثمرين الوطنيين في نفس الظروف، وبما أن منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية تحمي مباشرة استثمارات الصناديق السيادية في الدول الأعضاء تكون ملزمة بتوسيع حرية الاستثمار كل دولة عضو في صندوق النقد.
 - **الشفافية:** بحيث يجب أن تكون المعلومات حول قيود الاستثمار الأجنبي كاملة ومتاحة للجميع.
 - **التحرير التدريجي:** تلتزم الدول الأعضاء بعدم وضع قيود جديدة.
 - **التحرير من جانب واحد:** تلتزم كل دولة عضو بتمكين كل الدول الأعضاء من تدابير التحرير التي تباشرها وعدم ربطها بالتدابير المعتمدة من الدول الأخرى.
- من المفيد الإشارة إلى أن هذه المبادئ تم وضعها للشركات متعددة الجنسيات، علما بأنه تم تسجيل صعود متزايد لهذا النوع من الشركات المملوكة لدول العلم الثالث. ويتم التغاضي عن جزء من هذه المبادئ لما يتعلق الأمر بحماية مصالح الدول الكبرى مثل التعامل بمبدأ الشفافية، فالدول الصناعية لا تعلن بشكل شفاف عن مخزونها الاستراتيجي من النفط إلا عند رغبتها في التأثير على السوق النفطية.

الاستنتاجات:

- ✓ لقد كان هناك تخوف من الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية من دخول الصناديق السيادية في استثمارات داخل أسواقها، إلا أنها سمحت لها بذلك لحاجتها الكبيرة لأموالها بل وسعت إليها بعد تعرضها للأزمات المالية الواحدة تلو الأخرى من أزمة مالية عالمية 2008 إلى أزمة الديون السيادية الأوروبية.
- ✓ ان للصناديق السيادية وخاصة العربية بما أننا أخذناها نموذجا كان لها دور كبير في إنقاذ اقتصاديات الدول الكبرى وأسواقها المالية، من خلال ضخ الأموال التي تملكها هاته الصناديق والمقدرة بتريليونات من الدولارات بسبب عوائدها الضخمة، إلا أن ارتباط هذه الصناديق بالمواد الأولية كالبتترول في الدول العربية وتذبذبات سوقه جعلها تتراجع مؤخرا في الأسواق المالية العالمية من حيث الاستثمار، حيث أن أصول صناديق الثروة السيادية العالمية سجلت نموا طفيفا للغاية لتبلغ 6.59 تريليون دولار حتى مارس 2017 لعوامل من بينها ضعف الأسواق وهبوط أسعار النفط وتغيير سياسات الحكومات.
- ✓ إن الصناديق السيادية وبسبب تراجع أسعار النفط تحاول تغيير استراتيجياتها للمحافظة على مدخراتها وتعظيمها لكن يلاحظ أن هناك توقف في نمو أصولها لم يزد النمو على 3 % في 2015 و 1 % في 2016 حينما بلغ إجمالي الأصول 6.51 تريليون دولار عكس النمو الذي كانت تعرفه هاته الصناديق في الأعوام السابقة حيث كان النمو بنسب معتبرة 17 % بين ديسمبر 2011 والشهر نفسه من 2012، وسجلت نموا بنحو 16 % في 2013 .
- ✓ لقد استنتجنا من دراستنا أن عقب وأثناء الأزمات قامت الصناديق السيادية بإنقاذ البنوك لأن هاته الصناديق كانت في فترة ارتفاع أسعار النفط لكن بعد تراجع هذه الأخيرة قامت بتخفيض الإنفاق مع قيام حكوماتها باستخدامها لسد عجز الميزانيات، حيث سحبت صناديق الثروة السيادية 37.8 مليار دولار من استثماراتها في أسواق الأسهم والسندات العالمية في 2016.²⁸
- ✓ يجب على الصناديق السيادية العربية خاصة أن توفر البيئة المناسبة لضخ أموالها في أسواقها المالية والأسواق المالية العربية والإسلامية للتنشيط اقتصاديات هذه الدول كما هو الحال في الاتحاد الأوروبي والتدخل في الأسواق العالمية فقط إن وجدت فرص ربح مضمونة، وألا يكون التدخل لحل أزمات الغير وتكبد الخسائر، أو تحميد أصولها كما حدث للصندوق الليبي من قبل إيطاليا.
- ✓ صنع استراتيجية مشتركة بين الدول العربية المالكة لصناديق سيادية لرسم سياساتها معا وبالتالي يكون لها وزن وثقل اقتصادي معا بما يخدم مصالحها الاقتصادية.
- ✓ تفعيل الصناديق السيادية واستثمار جزء من مدخراته في أسواق مالية مرجحة باستثمارات الصناديق السيادية كحال صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر.

المراجع والهوامش:

¹ Gilles Morisson, **les fonds souverains problématique et enjeux perspectives pour l'Afrique sub saharienne**, Institute bancaire et financier international ,banque de France, 2008 , p2-3.

² ماجد عبدالله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 2009، القاهرة، ص 43.

³ Démarolle Alain, **Rapport sur les fonds souverains**, ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, Paris, 2008, p22.

⁴ Will Devlin and Bill Brummitt, **A few sovereigns more: the rise of sovereign wealth funds**, Macroeconomic Group, the Australian Treasury, 2008, p120.

⁵ Démarolle Alain, op cit , p14.

⁶ بوفليح نبيل، دور الصناديق السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 100، 2010، ص 49.

⁷ Jacquet Pierre, **Les fonds souverains, acteurs du développement ?**, Cercle des économistes , Contribution au cahier sur les Fonds Souverains, p 14.

⁸ بوفليح نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 49.

⁹ Hélène Raymond, **les fonds souverains**, l'économie mondiale 2010, publications du CEPPII, la découverte, Paris, 2009, pp 80-82.

¹⁰ <http://www.alarabiya.net/servlet/aa/pdf/1c88ace7-a01d-4eea-a38b-9e692599d189> (12/09/2017)

¹¹ <https://www.aremnews.com/news/arab-world/gcc/792226> (1/8/ 2017)

¹² جهاز أبوظبي للاستثمار، التقرير السنوي، سنة 2016.

¹³ <https://www.mubadala.com/ar/who-we-are/partnerships> (28/09/2017)

¹⁴ <https://www.mubadala.com/ar/who-we-are/partnerships> (28/09/2017)

¹⁵ سليمان ناصر وعواطف محسن، هل تُنشئ الجزائر صندوقاً سيادياً في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية؟، مجلة دراسات مصرفية ومالية، العدد الخامس عشر، المملكة الأردنية الهاشمية، جانفي 2010، ص 70.

¹⁶ [http://www.siironline.org/alabwab/maqalat&mohaderat\(12\)/1290.htm](http://www.siironline.org/alabwab/maqalat&mohaderat(12)/1290.htm) (12/09/2017)

¹⁷ جعفر هني محمد، صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الثالث عشر، 2015،

ص 11.

¹⁸ <http://annabaa.org> (10/09/2017).

¹⁹ Démarolle Alain, op cit , p11

²⁰ سفين برينيت، "حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة"، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، بيروت، أكتوبر 2008.

²¹ Véron Nicolas, **Les fonds souverains réhabilités par la crise**, La Tribune, 7 janvier 2008.

²² economiesuisse, Dossierpolitique , **Les fonds souverains**, Numéro 8, 7 mai 2008.

²³ Arthuis Jean, **Rapport d'information sur le rôle des fonds souverains**, SENAT session ordinaire de 2006-2007.

²⁴ Maud Louvrier-Clerc, **Les fonds souverains sont-ils un nouveau bras armé des Etats ?** Intervention, LAREGE - 16 avril 2008.

²⁵ Démarolle Alain, op cit , p18.

²⁶ مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، تقرير المبادئ والممارسات المتعارف عليها، 2008.

²⁷ OCDE, **Rapport du Comité de l'investissement**, 4 avril 2008.

²⁸ <http://alkhaleejonline.net> (12/09/2017)