

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع :

دور صناديق الثروة السيادية العربية في تفعيل أسواق
الأوراق المالية - دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة
وقطر-

خلال الفترة (2014-2005)

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

التخصص: نقود ومالية دولية

إشراف الأستاذ(ة):

نعيمة خضراوي

من إعداد الطالبتان:

• شادية بيطاط

• وفاء بولبطينة

أمام اللجنة المكونة من الأساتذة

جامعة جيجل

رئيسا

أ.عمار صايحي

جامعة جيجل

مشرف

أ.نعيمة خضراوي

جامعة جيجل

عضو مناقش

أ. سمير محي الدين

السنة الجامعية: 2015/2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

نحمد الله سبحانه وتعالى ونشكره لتوفيقنا لإنجاز هذا العمل المتواضع

وعمل بقول رسول الله صلى الله عليه وسلم :

"من لم يشكر الناس لم يشكر الله".

يشرفنا أن نتقدم بالشكر الجزيل والتقدير للأستاذة المشرفة
"خضراوي نعيمة"

كما نتوجه بالشكر الجزيل للأستاذ "محي الدين سمير" الذي
تفضل علينا بنصائحه وتوجيهاته القيمة والتي استفدنا منها
فله كل الاحترام والتقدير .

كما نخص بالشكر الجزيل إلى كل من قدم لنا يد العون
والمساعدة لإنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد.

شكرا إلى من ساعدنا وشجعنا وزاد من عزيمتنا.

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى أغلى الناس في حياتي أمي وأبي

الكريمين

حفظهما الله

إلى شريك العمر زوجي العزيز "جمال" وكافة أفراد عائلته

إلى أشقاء روعي إلى من ذقة معهم طعم الدنيا إخواني وأخواتي

إلى كل الأهل والأحباء

إلى رفيقة الماستر شادية

إلى كل طلبة الماستر نقود ومالية دفعة 2015

إلى كل صديقاتي في الحي الجامعي

إلى كل معلمي وأساتذتي من الطور الابتدائي إلى الطور

الجامعي

إلى

إلى التي بين ضلوعها إحتمينا، ومن عطائها إرتويننا
إلى من تحملت العناء لأجلنا، والسهر لراحتنا، والتعب لتربيتنا نرف لها كل
معاني الحب والتقدير
إليك أمي الحبيبة "خديجة".

إلى الذي ربانا على الفضيلة وشملنا بالعطف والحنان
إلى الذي بين يديه كبرنا وفي دفي قلبه إحتمينا.
إليك أباي الغالي "أحسن".

لكما أهدي ثمرة عملي هذا، وأطال الله في عمركما.
إلى من كانوا شعلة أنارت لنا حياتنا وعاشوا معنا أجمل أيام عمرنا
إليكم إخوتي وأخواتي الأعزاء.
"تورة وسمير وسميرة وحمامة وأمين وهاشمي ومولود"
إلى زوجي "حيدر" وأهله.

إلى كل من كانت لي عوناً وسنداً، إلى من تقانت في مساعدتنا، إلى من
تقاسمت معي الحياة بجلوها ومرها، إلى رفيقات دربي.
"نادية، عايدة، وفاء، شهرزاد"

إلى من شاطروني مشقة الدراسة إلى كل الزميلات والزملاء، إلى كل من
علمني حرفاً
إلى كل من وسعهم قلبي ولم تسعهم ورقتنا.

سادية

الفهرس

الفهرس

العنوان	رقم الصفحة
الشكر والتقدير	
الإهداء	
الفهرس	IV-II.....
قائمة الجداول	VI.....
قائمة الأشكال	IIV
المقدمة العامة	أ - هـ
الفصل الأول: الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية	01.....
تمهيد	02.....
المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية	03.....
المطلب الأول: نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية ودوافع إنشائها	03.....
المطلب الثاني: تعريف ومميزات صناديق الثروة السيادية	06.....
المطلب الثالث: أهمية وأهداف صناديق الثروة السيادية	12.....
المبحث الثاني: تصنيفات، مصادر وإستثمارات صناديق الثروة السيادية	14.....
المطلب الأول: تصنيفات صناديق الثروة السيادية	14.....
المطلب الثاني: مصادر أموال صناديق الثروة السيادية	16.....
المطلب الثالث: إستثمار أموال صناديق الثروة السيادية	18.....
المبحث الثالث: آثار وحوكمة صناديق الثروة السيادية	22.....

22.....	المطلب الأول: أثار صناديق الثروة السيادية علي الاقتصاد العالمي.....
24.....	المطلب الثاني: الجدل حول صناديق الثروة السيادية.....
27.....	المطلب الثالث: حوكمة صناديق الثروة السيادية.....
31.....	خلاصة الفصل.....
32.....	الفصل الثاني: مدخل عام للأسواق المالية.....
33.....	تمهيد.....
34.....	المبحث الأول: مدخل إلى الأسواق المالية
34.....	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية.....
37.....	المطلب الثاني: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية.....
41.....	المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية.....
44.....	المبحث الثاني: أساسيات أسواق الأوراق المالية.....
44.....	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ووظائفها.....
46.....	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
54.....	المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
56.....	المطلب الرابع: مؤشرات سوق الأوراق المالية.....
62.....	المبحث الثالث: مكانة الأسواق المالية في العالم.....
62.....	المطلب الأول: مكانة الأسواق المالية في الدول المتقدمة.....
65.....	المطلب الثاني: مكانة الأسواق المالية للدول الناشئة.....
68.....	المطلب الثالث: مكانة الأسواق المالية للدول العربية.....

72.....	خلاصة الفصل
73.....	الفصل الثالث: واقع جهاز أبوظبي وجهاز قطر للإستثمار في الأسواق المالية
74.....	تمهيد
75.....	المبحث الأول: جهاز أبوظبي للإستثمار (صندوق سيادي إماراتي)
75.....	المطلب الأول: نشأة وهيكل جهاز أبوظبي للإستثمار
79.....	المطلب الثاني: أهداف جهاز أبوظبي للإستثمار
81.....	المطلب الثالث: الأنشطة الإستثمارية لجهاز أبوظبي للإستثمار وأهم إستثماراته
87.....	المبحث الثاني: جهاز قطر للإستثمار (الصندوق السيادي القطري)
87.....	المطلب الأول: نشأة جهاز قطر وتطوره
91.....	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للإستثمار وأهدافه
94.....	المطلب الثالث: الإستراتيجية الإستثمارية لجهاز قطر للإستثمار
98.....	المبحث الثالث: مساهمة الصناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية
98.....	المطلب الأول: دور صناديق الثروة السيادية العربية في الاقتصاد العالمي
106.....	المطلب الثاني: واقع حوكمة صناديق الثروة السيادية العربية
107.....	المطلب الثالث: دور صناديق الثروة السيادية لأبوظبي وقطر على نشاط الأسواق المالية
116.....	خلاصة الفصل
118.....	الخاتمة العامة
123.....	قائمة المراجع

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
06	بعض صناديق الثروة السيادية في مختلف الدول وسنة إنشائها	01
30	مكونات مؤشر "لينبرغ-مادول"	02
76	بيانات حول جهاز أبوظبي للاستثمار	03
85	أهم إستثمارات جهاز أبوظبي للإستثمار في الأسواق المالية	04
88	بيانات حول الصندوق السيادي القطري	05
94	أهم إستثمارات جهاز قطر للإستثمار في الأسواق المالية	06
111	تدخلات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية خلال الأزمة العالمية 2008	07
103	تقديرات خسائر الصناديق السيادية العربية نهاية عام 2007-2008 (مليار دولار)	08
105	حجم أصول صناديق الثروة السيادية العربية لسنة 2014	09
106	معايير أداء الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون لسنة 2008	10
108	قيمة عوائد جهاز أبوظبي للاستثمار خلال الفترة 2008-2013	11
110	عرض بيانات المؤشرات الإقتصادية الكلية للإمارات	12
113	نسبة مساهمة جهاز قطر للإستثمار في البنوك القطرية	13

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
77	تطور أصول جهاز أبوظبي للإستثمار خلال الفترة 2006-2014	01
78	الهيكل التنظيمي لجهاز أبوظبي للإستثمار	02
80	التوزيع القطاعي لإستثمارات محافظة جهاز أبوظبي للإستثمار لسنة 2012	03
81	التوزيع الجغرافي لإستثمارات جهاز أبوظبي للإستثمار لسنة 2012	04
88	تطور قيمة أصول جهاز قطر للإستثمار خلال الفترة 2005-2014	05
99	ترتيب أكبر عشرين صندوق ثروة سيادية في العالم لعام 2014	06

المقدمة العامة

تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة ليست بالجديدة على الساحة المالية العالمية، حيث يعود ظهور هذه الصناديق إلى خمسينيات القرن العشرين، ليتوالى إثر ذلك في السبعينيات وما بعدها ظهور صناديق أخرى في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة حيث عرفت نمواً سريعاً في نهاية القرن العشرين وبداية الألفية الثالثة، وارتفاع عدد الصناديق السيادية في العالم وإزادات موجوداتها وتوسعت إستثماراتها، على إثر تطور الإقتصاد العالمي منذ منتصف التسعينات من القرن الماضي الذي شهد تأسيس منظمة التجارة العالمية وإبرام إتفاقيات متعددة الأطراف ترمي إلى تحرير التجارة الخارجية وحركة رأس المال الأجنبي، لذلك تضاعف ظهور غالبية الصناديق السيادية في العالم في سنوات قليلة.

وصناديق الثروة السيادية مؤسسات تابعة للحكومة وتستخدم الأموال العامة في عمليات الإستثمار ذات الأمد الطويل خاصة خارج دول المنشأ وتلعب هذه الصناديق لاسيما العربية منها، دوراً بارزاً على الساحة الإقتصادية العالمية من خلال تحقيق الإستقرار المالي، وتعتبر عائدات النفط المصدر الأساسي لأموال أكبر الصناديق الثروة السيادية في العالم، كما تعتبر الإحتياجات النقدية الأجنبية أيضاً مصدراً أساسياً لأموالها.

وأثارت الزيادة في حجم الصناديق السيادية مخاوف الدول الصناعية من كون الصناديق عنصراً مهماً للأسواق المالية العالمية، وتفادياً لكل هذا فقد وضع صندوق النقد الدولي مجموعة من مبادئ الحوكمة والشفافية لضبط وتحسين نشاط عمل الصناديق في أسواق الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي تعود أول بداية لظهورها وتشكلها إلى القرن السادس عشر ميلادي، ولعبت أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في الإقتصاديات المعاصرة وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساساً في ربط وحدات الفائض الإقتصادي بوحدات العجز، ضمن هيكل منظم ومكان محدد يعرف بسوق الأوراق المالية أي البورصة، التي تعتمد في عملها على مؤشرات لقياس الأداء.

كما تحظى صناديق الثروة السيادية العربية في الأسواق المالية العالمية والعربية بإهتمام كبير، ومن بين هذه الصناديق نجد صندوق الثروة لدولة قطر المعروف باسم "جهاز قطر للاستثمار" وصندوق دولة الإمارات العربية المتحدة والممثل لها "جهاز أبوظبي للاستثمار" حيث يعمل الصندوقان على التخفيف من حدة الأزمات الإقتصادية في معظم دول العالم الأوروبية والأمريكية وفي بعض الدول العربية خاصة في الأزمة المالية العالمية.

i. إشكالية البحث:

وعلى هذا الأساس فإن السؤال الجوهرى الذى تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو المالى:

- كيف تساهم صناديق الثروة السيادية العربية فى تفعيل أسواق الأوراق المالية؟
ويترتب على هذا التساؤل الرئيسى التساؤلات الفرعية التالية:
- ✓ ما هى مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية ؟
 - ✓ أين يتركز نشاط كل من جهاز أبوظبي وقطر للإستثمار؟
 - ✓ هل ساهمت صناديق الثروة السيادية العربية فى التقليل من حدة الأزمة المالية ؟

ii. الفرضيات:

ينطلق البحث من فرضيات مفادها:

- ✓ صناديق الثروة السيادية عبارة عن فوائض مالية تملكها الحكومة وتستثمرها فى أسواق الأوراق المالية.
- ✓ ينشط كلا من جهاز أبوظبي وقطر للإستثمار داخليا وخارجيا على حد سواء.
- ✓ كان لصناديق الثروة السيادية العربية دور فعال خلال الأزمة المالية العالمية.

iii. أهمية البحث:

يستمد هذا البحث أهميته من كونه يعالج موضوعا من المواضيع المهمة، المرتبطة بسوق الأوراق المالى وهذا من خلال تسليط الضوء على صناديق الثروة السيادية و الدور التى تلعبه باعتبارها آلية هامة فى تفعيل الأسواق المالية.

iv. الهدف من البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلى:

- ✓ التعرف على مراحل نشأة صناديق الثروة السيادية والإحاطة بأبرز دوافع إنشائها؛
- ✓ الإلمام بمفاهيم حول السوق المالى ، وأهم أدواته ومؤثراته، وواقعه فى العالم؛
- ✓ التعرف على صناديق الثروة السيادية و أنواعها مع التطرق إلى مزاياها؛
- ✓ إبراز دور الصناديق الثروة السيادية العربية فى تفعيل الأسواق المالية.

v. دوافع إختيار الموضوع:

لقد تم إختيارنا لهذا الموضوع وذلك لأسباب التالية :

- ✓ الدافع العلمى وقللة الدراسات حول صناديق الثروة السيادية ودورها فى تنشيط الأسواق؛

- ✓ إثراء المكتبة بموضوع صناديق الثروة السيادية لندرة الدراسات حول الموضوع؛
- ✓ محاولة التعريف بالدور الذي تلعبه صناديق الثروة العربية في الأسواق المالية.

vi. منهج الدراسة:

من خلال الإطلاع على الدراسات السابقة ونظرا لطبيعة الموضوع ظهر لنا جليا أن المنهج المناسب للدراسة هو المنهج الوصفي التحليلي، بحيث تم الإعتماد على المنهج الوصفي في وصف الجوانب النظرية المرتبطة بصناديق الثروة السيادية بالإضافة إلى وصف أسواق الأوراق المالية، ثم إستخدام المنهج التحليلي في الجزء التطبيقي وذلك لتحليل أثر صناديق الثروة السيادية على الأسواق المالية، إلى جانب الإستعانة بالمنهج التاريخي وبرز من خلال تتبعنا لنشأة ومراحل تطور الأسواق المالية وكذا صناديق الثروة السيادية.

vii. حدود الدراسة:

تناولنا في هذا البحث دراسة صناديق الثروة العربية ودورها في تفعيل الأسواق، ويتم التركيز على جهاز أبوظبي للإستثمار وجهاز قطر للإستثمار في السوق المالية كإطار مكاني، وتم إختيار الفترة من 2005 إلى 2014 كبعد زمني.

viii. الدراسات السابقة:

❖ بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه (غ منشورة)، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011.

وفي نهاية الدراسة توصل إلى النتائج التالية:

- ✓ يعتبر النفط بمختلف أنواعه السائل والغازي والصلب أهم مصدر للطاقة حاليا بالنظر للخصائص التي تميزه عن المصادر الأخرى والتمثلة أساسا في الوفرة النسبية وسهولة الاستغلال وملائمته للتكنولوجيا المستخدمة حاليا، كما يعتبر مصدر غير متجدد مما يجعله أهم سلعة إقتصادية يتم تبادلها على المستوى العالمي؛
- ✓ صناديق الثروة السيادية عبارة عن أوعية إستثمارية مدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الحكومة ويتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة، كما أن مجال نشاطها قد يكون داخلي أو خارجي ؛
- ✓ تختلف مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر إلا أن أهمها يتمثل في الاستعداد للنضوب الطبيعي للموارد الطبيعية، والحاجة إلى إيجاد أصول جديدة لتعويض

الانخفاض المحتمل في الدخل القومي، كما أن عدم قدرة اقتصاديات بعض الدول على امتصاص وإستعاب الفوائض المالية المحققة يعد سببا مهما في لجوء هذه الدول إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية من أجل استثمار هذه الفائض خارج الوطن والتخفيف من الإنعكاسات السلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية.

❖ سليمانى عبد الكريم، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة حالة أبوظبى، مذكرة ماجستير(غ منشورة)، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014.

وتوصل الباحث من خلال دراسته هذه إلى النتائج التالية:

- ✓ تشهد صناديق الثروة السيادية العربية تطور كبيرا ومستمر سواء من حيث حجمها أو عددها ويعود هذا إلى تبني العديد من البلدان العربية ذات الفوائض المالية النفطية خاصة مع الإرتفاعات الحاصلة مؤخرا في أسعار النفط إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية؛
- ✓ تعتبر صناديق الثروة السيادية ضرورة وحلا إستراتيجيا للدول العربية ذات الفوائض النفطية من أجل ترشيد هذه الفوائض، ولكن بشرط استثمارها بأحسن شكل، وفرض الرقابة الصارمة اللازمة عليها من قبل الهيئات المعنية، للحفاظ على المال العام؛
- ✓ صناديق الثروة السيادية في السنوات القادمة سوف يكون لها دور أكبر في المنظومة المالية العالمية لما أظهرت من نمو سريع في حجم أصولها وتضاعف في عدد صناديقها.

❖ عبد السلام بريزة، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية: دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، مذكرة ماجستير(غ منشورة)، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الإقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر ، 2013.

من بين ما خلصت إليه الدراسة ما يلي:

- ✓ تعتبر منطقة الشرق الأوسط المصدرة الأساسي للتزود بالبترول، وذلك لتميزها بأطول عمر بترولي لوجود احتياطات مكتشفة هائلة من البترول سهلة التطوير والإنتاج، يدل العمر البترولي العالمي على بدء نضوبه؛
- ✓ لقد صحت توقعات هوبيرت فيما يتعلق بذروة الإنتاج في الولايات المتحدة الأمريكية كما حثت وكالة الطاقة الدولية على الإستثمار المستدام لمواجهة إنخفاض الإنتاج وتزايد الطلب، فحسب

التوقعات سيظل البترول المصدر الرئيسي للطاقة إلى غاية 2030 خاصة في قطاع
المواصلات؛

✓ تستحوذ صناديق الثروة السيادية السلعية على نسبة من إجمالي أصول صناديق الثروة
السيادية، وقد أدت تدخلاتها لإنقاذ المصارف الغربية المهتدة بالإفلاس إلى تكبدها خسائر
معتبرة من وراء ذلك، منذ إندلاع الأزمة المالية العالمية كثر الجدل حول هذه الصناديق
ودورها في الإقتصاد العالمي، حيث أبدت الكثير من الدول المستضيفة لاستثماراتها قلقا
متزايدا اتجاه دوافعها الاستثمارية وما قد ينجر عنها من ممارسة الدول المالكة لها كنفوذها
السياسي على الشركات التي تستحوذ عليها ثم التأثير على القرار الإقتصادي للدولة
المستقبلية.

ix. تقسيم البحث:

وبغية الإجابة على إشكالية البحث وإنطاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم
الدراسة إلى ثلاثة فصول حيث جاء **الفصل الأول** بعنوان "الإطار النظري لصناديق الثروة
السيادية" ومن أجل الإحاطة بالموضوع كاملا قمنا بتقسيمه إلى ثلاث مباحث حيث تناولنا في
المبحث الأول ماهية صناديق الثروة السيادية، أما المبحث الثاني فكان يتعلق
بتصنيفات، مصادر وإستثمارات صناديق الثروة السيادية، وتطرقنا في المبحث الثالث إلى آثار
وحوكمة صناديق الثروة السيادية، وخصصنا **الفصل الثاني** لدراسة الأسواق المالية فكان بعنوان
"مدخل عام للأسواق المالية" وقد قسمناه بدوره إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تطرقنا فيه إلى
مفاهيم حول الأسواق المالية أما المبحث الثاني فيبرز أساسيات أسواق الأوراق المالية ، أما
المبحث الثالث فقد خصصناه لمكانة الأسواق المالية في العالم ، أما **الفصل الثالث** المعنون بـ"
واقع جهاز أبوظبي وجهاز قطر للاستثمار في الأسواق المالية"، ولغرض تحقيق هدف البحث تم
تقسيمه إلى ثلاثة مباحث جاء في المبحث الأول جهاز أبوظبي للاستثمار، فيما إهتم المبحث
الثاني بجهاز قطر للاستثمار، بينما كرس المبحث الثالث لتسليط الضوء على مساهمة الصناديق
الثروة السيادية في الأسواق المالية.

الفصل الأول:

الإطار النظري لصناديق

الثروة السيادية

تمهيد:

إن ظهور صناديق الثروة السيادية ليس بالجديد على الساحة الإقتصادية إلا أنها ظلت لمدة طويلة غير معروفة لدى الجمهور، إلى أن تغيرت الأوضاع فجأة في عام 2006 عندما ثار الجدل بشأن محاولة شركة دبي العالمية عمليات شراء إدارة الموانئ في الولايات المتحدة الأمريكية مما أثار نقاش ، وتزامن مع ذلك إتجهت عدة صناديق نحو تملك المؤسسات والشركات الكبرى ذات العوائد المالية المرتفعة ما زاد من درجة الإهتمام بهذه الصناديق وطبيعة نشاطها وتوجهاتها.

ونظرا للأهمية المتنامية للصناديق السيادية وحجم الأصول التي تديرها وإنعكاسات قراراتها على مجمل الأوضاع المالية في العالم، فقد أثارت أيضا كثيرا من الجدل الواسع وأصبحت محملة بالكثير من المضامين والإجراءات السياسية وصلت إلى الحد الذي طالب فيه المجتمع الدولي من صندوق النقد الدولي الإطلاع وتحليل القضايا الرئيسية المحيطة بصناديق الثروة السيادية ومن وراء إجراء عدة حوارات ومشاورات قام هذا الصندوق في أكتوبر 2007 على وضع المبادئ والممارسات المتعارف عليها (مبادئ سننجاغو) لإضفاء مزيد من الوضوح والشفافية وبناء بيئة أكثر إستقرار لتدفق الإستثمارات عبر الحدود.

ومن أجل الإلمام بمختلف الجوانب الرئيسية لصناديق الثروة السيادية تم تقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية

المبحث الثاني: تصنيفات، مصادر وإستثمارات صناديق الثروة السيادية

المبحث الثالث: آثار وحوكمة صناديق الثروة السيادية

المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية

يعتبر مفهوم صناديق الثروة السيادية من المفاهيم القديمة إلا أن بروز هذا المصطلح تحقق مؤخراً بفضل إجماع العديد من الظروف الإقتصادية التي شهدتها الإقتصاد الدولي، لذلك سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية وتعريفها وكذا مميزاتها، أهميتها وأهدافها.

المطلب الأول: نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية ودوافع إنشائها

وسنتطرق في هذا المطلب إلى مراحل إنشاء الصناديق السيادية، والدوافع التي أدت إلى إنشائها.

الفرع الأول: نشأة صناديق الثروة السيادية

تعتبر الصناديق السيادية ظاهرة ليست بالجديدة على الساحة المالية العالمية، حتى وإن عرفت نمواً سريعاً في نهاية القرن العشرين وبدايات الألفية الثالثة، حيث تعود هذه الصناديق إلى خمسينيات القرن العشرين عندما أنشأت دولة الكويت "هيئة الإستثمار الكويتية" سنة 1953، ليتوالى إثر ذلك في السبعينيات وما بعدها ظهور صناديق أخرى¹، وقد عرف ظهور صناديق الثروة السيادية ثلاث مراحل على الساحة الإقتصادية:²

المرحلة الأولى: وعرفت هذه المرحلة بالجيل القديم لصناديق الثروة السيادية وبدأت بتأسيس صندوق الكويت سنة 1953، ثم صندوق كيريباتي سنة 1956، وصندوق كندا سنة 1966، وصندوق سنغافورة تيماسيك سنة 1974، ثم كانت هيئة أبو ظبي للإستثمار وصندوق كندا سنة 1976 بالإضافة إلى الصندوق الحكومي لسنغافورة سنة 1990، وقد ضمت هذه المرحلة كل من الصناديق السلعية أو البترولية التي إستفادت من الفوائض التجارية والتي تعتبر صناديق غير سلعية.

المرحلة الثانية: وتعتبر هذه الموجة حديثة مقارنة مع المرحلة الأولى وقد تميزت بظهور صناديق الثروة السيادية من قبل الدول الناشئة كالصين وروسيا، وكذلك من خلال التغيرات الدولية الخاصة في 1990، ما ولد قلق من إحتمال سيطرة الدول الناشئة على المؤسسات الأجنبية وعزز هذه الشكوك الغموض وعدم الإفصاح المصاحب لإستثمارات هذه الصناديق.

المرحلة الثالثة: وتمثلت هذه المرحلة في تأسيس صناديق الثروة السيادية لغالب الدول الناشئة والدول التي حققت فوائض مالية والتي إستفادت من هذه الفوائض سواء في إنعاش الإقتصاديات

¹ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات إفريقيا، العدد 06، 2009، ص: 02.

² <http://ar.wikipedia.org>, 15-03-2015, 12:24.

المحلية أو في إستثماراتها في الخارج، خاصة في سندات الخزينة الأمريكية كحالة الجزائر، والبرازيل وفنزويلا والسعودية وشهدت هذه المرحلة تأسيس أكبر عدد من صناديق الثروة السيادية.

الفرع الثاني: دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية

وتصاعد الإهتمام العالمي أواخر السبعينات بالصناديق السيادية، نتيجة الإرتفاع في أسعار النفط، وذلك نتيجة لطفرة الصادرات في عدد من الدول الآسيوية، حيث تمكنت العديد من الدول من تحقيق فوائض مالية كبيرة في سبيل الإستثمار الأمثل لتلك الفوائض أنشأت العديد من تلك الدول صناديق إستثمارية عامة هدفها تعظيم العائد على تلك الفوائض من خلال الإستثمار في الخارج، وتحديدًا في دول أوروبا والولايات المتحدة.¹

ومن أهم الأسباب التي أدت إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية ما يلي:²

✓ التحسب للنضوب الطبيعي للمورد والحاجة لبناء أصول أخرى تدر دخلا يعوض نضوب الأصل الحالي وإستغلال إراداته من قبل الجيل الحالي، وهو ما أصطلح عليه بتحقيق العدالة بين الأجيال وبمقتضى ذلك الإعتبار فقط، فإن البلدان التي يكون فيها العمر الزمني لإحتياطي الأصل الناضب قصيرا، يكون الحافز لديها أكبر للإدخار من تلك البلدان التي يكون العمر الزمني لإحتياطياتها أطول كبلدان الخليج مثلا، حيث يتراوح فيها ذلك العمر بمستوى الإنتاج الحالي بين عشرين إلى أكثر من مائة عام وبمتوسط 75 عاما لبلدان الخليج مجتمعة، أما إذا ألقينا نظرة شاملة على النضوب أي تقلص الطلب على النفط بسبب البدائل بغض النظر عن النضوب وأضفنا إلى ذلك أن العمر الزمني للإحتياطي غير ثابت إذ يمكن أن ينخفض بالإستغلال المفرط ويمكن أن يرتفع بالتطور التقني وزيادة الإستثمار لتطوير الإحتياطي، فعندها يصبح العمر الزمني للإحتياطي حينئذ غير ذي أهمية بالنسبة لقرار إنشاء الصندوق الإِدخاري من عدمه؛

✓ أما المبرر الثاني لإنشاء صناديق الثروة السيادية فيتعلق بالطاقة الإستيعابية للإقتصاد الوطني وإمكانات تنويع قاعدته، وهذه تعتمد على حجم الإحتياطي و الإنتاج، وبالتالي حجم العائد بالنسبة للفرد وكذلك حجم الإقتصاد مقارنة بتلك العائدات، وعوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية والممكنة لذلك الإقتصاد ، هذا يعني أن إقتصاديات البلدان صغيرة الحجم قليلة السكان، وذات إمكانات التنويع المحدودة، يكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق إدخار أو إستثمار العوائد

¹ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة للمؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من المنظور النظام الإقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 أوت 2009، ص:1.

² ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الدول العربية المصدرة للبترو، المجلد 35، العدد 129، ربيع 2009، الكويت، ص ص:210، 211 .

النفطية ولكن حتى تلك الإعتبارات قد تتغير فهي غير مرتبطة بالإمكانات الحالية و الممكنة لذلك الاقتصاد، وهذا يعني أن إقتصاديات البلدان صغيرة الحجم قليلة السكان وذات إمكانات التنويع المحدودة، ويكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق إيدار أو إستثمار العوائد النفطية ولكن حتى تلك الإعتبارات قد تتغير عبر الزمن، نتيجة للسياسات الإقتصادية فالطاقة الاستيعابية من منطقة الخليج وغيرها ساهمت فيها الإيرادات الآنية والسياسات إما في بناء هياكل وعلاقات زادت من درجة التنويع الإقتصادية.¹

✓ إن وجود إنعكاسات سلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية أو ما يعرف بأثر المرض الهولندي على إقتصاديات الدول المالكة لها يفرض عليها إنشاء آلية الإيدار الفائض المالي أو إستثماره خارجيا للحفاظ على إستقرار النشاط الإقتصادي وحماية القطاع الصناعي من تداعيات هذا المرض؛

✓ إن تعرض إحتياطات الصرف الأجنبية لمخاطر مرتبطة بتقلبات معدلات الفائدة وسعر الصرف الأجنبي يفرض على الدول تنويع مجالات توظيف هذه الإحتياطات، وهو ما يمكن القيام به عن طريق إنشاء صناديق سيادية تقوم بإستثمار جزء من هذه الإحتياطات في أصول مالية متنوعة مما يؤدي إلى التقليل من المخاطر؛

✓ يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساعد في نقل التكنولوجيا إلى الدول المالكة حيث تؤدي الإستثمارات المباشرة وغير المباشرة لهذه الصناديق في الدول المتقدمة إلى توسيع حجم المبادلات الإقتصادية بما فيها عمليات نقل التكنولوجيا والمعارف.

أما الجدول الموالي فيبين أهم صناديق الثروة السيادية وسنة إنشائها كما يلي:

¹ نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل إقتصاديات الدول النفطية -الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه (غ منشورة)، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011، ص:101.

الجدول رقم (01): بعض صناديق الثروة السيادية في مختلف الدول وسنة إنشائها

الدولة	اسم الصندوق	سنة الإنشاء
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	1953
سنغافورة	يتماسك	1974
الإمارات	هيئة الاستثمار أبوظبي	1976
بروناي	وكالة الاستثمار لبر ناوي	1983
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي	1990
ماليزيا	khazanh national bhd	1993
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2005
إيران	صندوق الاستثمار النفطي	2000
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	2000
فرنسا	صندوق الإحتياطي للمعاشات	2001
روسيا	صندوق الإستقرار	2003
استراليا	الصندوق الحكومي المستقبلي	2004
كوريا الجنوبية	شركة الاستثمار الحكومة السنغفوري	2005
فنزويلا	صندوق التنمية الوطنية	2005
ليبيا	صندوق احتياط النفط	2007
الصين	شركة إستثمار الصينية	2007
النرويج	صندوق الإستقرار الاقتصادي	2007
إيطاليا	صندوق الإيطالي الإستراتيجي	2011
كازاخستان	الهيئة الوطنية للإستثمار	2012

Sours: <http://www.swfinstitute.org/find-rankings> MM, 02-02-2015, 18:41

المطلب الثاني : تعريف ومميزات صناديق الثروة السيادية

عرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية بأنها: "إستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض إقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة في ذلك استراتيجيات إستثمارية تتضمن الإستثمار في الأصول الأجنبية وتتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هياكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسات الحكومية وهي مجموعة مختلفة الخصائص فمنها صناديق إستقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات إستثمار الإحتياطيات وصناديق التنمية وصناديق الإحتياطيات غير المقترنة بالإلتزامات التعاقدية الصريحة".¹

¹ International monetary fund_Sovereign wealth funds Aworkagenda, working paper ,Washington,2008,p:26.
www.imf.org/external, 12-02-2015, 19:22

كما يعرف المعهد الماكينزي الدولي صناديق الثروة السيادية بأنها: "تلك الصناديق الممولة من إحتياجات البنوك المركزية وتهدف إلي تعظيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة".¹ أما معهد صناديق الثروة السيادية فيعرفها على أنها "الصندوق السيادي عبارة عن صندوق استثماري حكومي مكون من أصول مالية على غرار الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية علما أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عمليات الخصخصة أو إيرادات الصادرات السلعية، ووفقا لهذا التعريف فإن صندوق الثروة السيادية لا يتضمن صناديق التعاقد الحكومية والشركات الاقتصادية المملوكة للدولة بالإضافة إلى إحتياجات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية والمستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية".²

فيما يعرفها البنك الألماني: "عبارة عن وسائل 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 الإحتياجات الرسمية للبنوك المركزية".³

وعرفها 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".⁴

ويعرف الصندوق السيادي على أنه "ثروة سيادية، والسيادي هو المملوك من قبل الدولة ويتكون هذا الصندوق من مجموعة من الأصول أو من أجهزة استثمارية متعددة، وتحتوي هذه الصناديق علي كمية من الأموال قد تصل إلي مليارات الدولارات، تستثمرها الدولة عادة في الأسهم والسندات وتتفاوت الأرقام التي تحدد موجودات تلك الصناديق، لأن عددا كبيرا من الدول لا تعلن عن حجم أموالها داخل هذه الصناديق".⁵

ويمكن أن نعرفها كتعريف شامل على أنها صناديق استثمارية أنشأتها الحكومات وغذتها بفوائض الموازنات الحكومية والفائض من احتياطي الصرف الأجنبي، وهكذا تراكمت لدى هذه

¹ سليمان عبد الكريم، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة حالة أبو ظبي، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص إقتصاد دولي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص: 03.

² Blundell-Wignall, A. Y. Hu, J. Yermo, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 14, OECD Publishing, 2008, P: 4.

³ ماجد عبد الله المنيف، مرجع سبق ذكره، ص: 214.

⁴ Riadh el hafdhi, Ah'origine des fond souverains, revue problème économiques, la documentation française, n 2951, 2008, France, p: 03.

⁵ أمال لعريبيد، الصناديق السيادية وفعاليتها بالأزمة المالية، مجلة العامل، العدد 85، الكويت، 2010، ص: 25.

الصناديق أصول مالية معتبرة، كان قد جرى استثمارها في الشركات المالية والصناعية الأمريكية والأوروبية، وتتشترك هذه الصناديق بثلاث خصائص هي:

- أنها مملوكة للدولة ملكية تامة؛

- أنها غير ملزمة بتسديد مدفوعات دورية، شبيهة بالمدفوعات الواجب على صناديق المعاشات التقاعدية الوفاء بها بنحو دوري؛

- إن هذه الصناديق تدار بمنأى عن احتياطي العملات الأجنبية، أي أنها تعمل خلافا للسياسات التي ينفذها المصرف المركزي الوطني في مجال الاحتياطي الأجنبي واستثماره.

الفرع الثاني : مميزات صناديق الثروة السيادية

لصناديق الثروة السيادية عدة مميزات تميزها عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى ويمكن ذكرها فيما يلي:¹

- ✓ تختلف عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الإستثمار وليس إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، ويغلب علي محفظة أصولها الإستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف تستثمر أساسا في السندات وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلي أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية؛
- ✓ تميزها عن صناديق المعاشات العمومية لكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة وهي تهدف إلي تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة ثانية؛
- ✓ تتفوق عن المؤسسات حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري والأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين إن الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.

¹ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

الفرع الثالث: الفرق بين صناديق الثروة السيادية والصناديق الأخرى

أولاً: صناديق الإستثمار

أ- تعريف صناديق الإستثمار

يوجد العديد من التعاريف حول صناديق الإستثمار إلا أنه يمكن أن نحصي أهمها فيما يلي:

يمكن تعريف صندوق الإستثمار على أنه "وعاء استثماري ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة في مجال إدارة الإستثمارات، وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها للإستثمارات في مجالات مختلفة لتحقيق للمساهمين أوالمشاركين فيها عائدا مجزيا وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الإستفادة من مزايا التنويع وذلك في إدارة موجودات الصندوق، ويعتبر أداة مالية لكن وبحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها أموال الصندوق يكون أداة استثمار مركبة ويمارس صندوق الإستثمار عادة الإستثمار بالأوراق المالية، كما يمكن تكوين صناديق للإستثمار بالعقارات".¹

صناديق الإستثمار هي "مؤسسات مالية تقوم بالإستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات لعدد كبير من المستثمرين بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم تعهد بها إلي جهة أخرى تسمى مدير الإستثمار، لتستثمر هذه المدخرات في الأوراق المالية لصالح المدخرين والمستثمرين معا".²

ب- أهمية صناديق الإستثمار

تتمثل أهمية صناديق الإستثمار فيما يلي:³

- ✓ تساعد علي خلق قوة شرائية كبيرة في سوق الأوراق المالية مما يساعد علي تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أن الأدوات الإستثمارية التي توفرها صناديق الإستثمار تناسب ظروف الكثيرين من المستثمرين وأهدافهم ؛
- ✓ تساهم صناديق الإستثمار في تخفيض معدل التضخم بطريقة غير مباشرة عن طريق إمتصاص السيولة النقدية من أيدي الأفراد والحد من الميل للإستهلاك ؛
- ✓ تعتبر صناديق الإستثمار أداة تحفيز وتشجيع لصغار المستثمرين الذين يخشون من مخاطر الإستثمار في سوق الأوراق المالية ؛

¹ سامي خطاب، المحافظ الإستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الإستثمار، بدون دار نشر، ابوظبي، 2008، ص:34.

² نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الإستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص:89.

³ صلاح الدين شريط، دور صناديق الإستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة تجربة مصر العربية، أطروحة دكتوراه (غ منشورة)، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2012، ص: 176، 177.

- ✓ تحقق صناديق الاستثمار عوائد أفضل بالمقارنة بفوائد البنوك للأفراد المستثمرين في صناديق الاستثمار حيث أنها تحتوي على العوائد الموزعة على الأسهم والسندات المكونة منها محفظة الصندوق، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة نتيجة للفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية لها؛
- ✓ تسهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية بأسلوبين منفصلين، أولاً فهي تقوم ببناء تشكيلات من الأوراق المالية، وثانياً فهي تصدر وحدات استثمار ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

ج- الفرق بين صناديق الثروة السيادية وصناديق الاستثمار

- ✓ درجة إفصاح وشفافية عالية فيما يتعلق بعمل صناديق الاستثمار، في حين عدم توفر الإفصاح والشفافية حول عمل الصناديق السيادية وحجم عوائد استثماراتها وكيفية توزيعها؛
- ✓ تعود ملكية أصول صناديق الاستثمار إلى المستثمرين فيه، في حين أن ملكية أصول الصناديق السيادية تعود للدولة¹؛
- ✓ يتمثل الهدف الرئيسي لصناديق الاستثمار في تعظيم أرباح المستثمرين فيها، في حين الهدف الرئيسي للصناديق السيادية هو تحقيق الحماية والاستقرار في الميزانية والاقتصاد من التقلبات المفردة في الإيرادات والصادرات؛
- ✓ الرقابة الحكومية على نشاط صناديق الاستثمار ضعيفة مقارنة مع الرقابة المفروضة على نشاط صناديق السيادية التي تخضع لرقابة قوية؛
- ✓ صغر حجم صناديق الاستثمار لأن أصولها عبارة عن أموال المستثمرين (صغار وكبار المستثمرين) مقارنة مع حجم الصناديق السيادية لأن أصولها عبارة عن فوائض الميزانية.

ثانياً: صناديق التحوط

أ- نشأة صناديق التحوط

ظهر أول صندوق تحوط في عام 1949 على يد "الفرد وينسل جونز" عندما كان يعد مقاله حول أحدث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوراتها لحساب مجلة "فور تشن" حيث توصل إلى آلية تمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يحققه المحترفون وكانت إستراتيجيته تقوم على المتاجرة في الأسهم بناء على مركزين ماليين طويلين الأجل بحيث يشتري الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع وقصير الأجل وهو ما

¹ المرجع نفسه، ص: 178.

يسمى " البيع علي المكشوف" بحيث يبيع أسهم يتوقع إنخفاضها ليعيد شرائها في وقت لاحق مع استخدام الاقتراض للإستثمار في أدوات مالية تدر عائدا أعلى من سعر فائدة الاقتراض وهو ما يسمى "الرفع المالي" وما تزال هذه الآليات من خصائص صناديق التحوط في عصرنا هذا مع محاولة التطوير والإبتكار في آليات الإستثمار من قبل مديري هذه الصناديق لإيجاد آليات إستثمارية تحقق عائدا عاليا مع مخاطر مقبولة ومحاولة إيجاد آليات لتحديد هذه المخاطر ويبلغ عدد صناديق التحوط الموجودة في العالم 10 آلاف صندوق تقريبا تدير 1.3 تريليون دولار وتعتبر صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نموا في العالم.¹

ب- تعريف صناديق التحوط

يمكن أن نعرف صناديق التحوط كما يلي:²

صناديق التحوط عبارة عن أوعية إستثمارية تضم عددا من المستثمرين لا يزيد غالبا على نحو خمس مائة مستثمر، وتقوم فلسفة تلك الصناديق على ضمان تحقيق ربح للمستثمرين فيها بصرف النظر عما قد يحدث في أسواق العالم من تقلبات، وقد سميت بهذا الإسم نظرا لأنها تتبنى إستراتيجية استثمارية تهدف إلي التحوط أو الحيطه من مخاطر التعرض لأي خسائر.

ج- الفرق بين صناديق الثروة السيادية وصناديق التحوط

يكمن الفرق بين صناديق الثروة السيادية وصناديق التحوط في النقاط التالية:

- ✓ يكمن الفرق بين صناديق الثروة السيادية وصناديق التحوط في الممارسة العملية، ونظام الإستثمار لمعظم صناديق الثروة السيادية وهو مشابه جدا لصناديق التقاعد؛
- ✓ استثمار صناديق التحوط هو وعاء استثماري خاص يضم عدداً محدداً من المستثمرين لا يزيد في الأغلب على 499 مستثمراً غرضه الاستثمار في الأوراق المالية³، أما الصناديق السيادية فعبارة عن فوائض ميزان المدفوعات والميزانية العامة؛
- ✓ صناديق التحوط غير خاضعة للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية لأنها عبارة عن عقد شركة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق، أما الصندوق السيادي فتابع للحكومة أي يخضع لرقابة الدولة؛
- ✓ الاستثمار في صناديق التحوط أكثر مخاطرة مقارنة بصناديق الثروة السيادية؛

¹ إياح حماد، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص:16.

² المرجع نفسه، ص:17.

³ المرجع نفسه، ص:17.

✓ قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك فهو يعتبر من الأوعية الاستثمارية الخاصة بالأثرياء، أما قيمة أصول صناديق الثروة السيادية غير محدد برقم معين.

المطلب الثالث: أهمية وأهداف صناديق الثروة السيادية

الفرع الأول: أهمية صناديق الثروة السيادية

تكمن أهمية صناديق الثروة السيادية في عدة نقاط نلخص أهمها فيما يلي:

- ✓ دعم السياسة المالية والنقدية وإدارة السيولة والعمل علي تحقيق الإستقرار في الأسواق المالية الدولية؛
- ✓ نقل المعرفة من خلال الإستثمارات، تعزيز الشركات الحكومية لتخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية وتعزيز التعاون الإقليمي والدولي، تنفيذ الإصلاح الهيكلي وكسب الثقة وضمان عمليات كفاءة إدارة المخاطر وإدارة المخاطر المالية والتشغيلية والحوكمة والإفصاح والشفافية بالنسبة للاقتصاد المحلي والاستثمار الطويل المدى والذي يمنع التقلبات في الأسواق المالية الدولية وكذلك تعزيز الدور الاجتماعي والاقتصادي وزيادة تكامل الاقتصاد العالمي، وتنويع المحافظ الإستثمارية والتركيز على العوائد¹؛
- ✓ تساهم بتنويع مصادر الناتج المحلي الخام بتطوير أنشطة جديدة كما هو حال صندوق أبوظبي بتطويره للسياحة والصناعة؛
- ✓ توفير موارد دائمة ومنتظمة للدول المالكة لها تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزنها تبقى قابلة للنضوب؛
- ✓ قيامها بدور إستقراري بامتصاص الصدمات الناتجة عن الإنخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية فيسمح بتكوين صندوق سيادي بتوفير مداخيل سنوية مرتبطة بأسعار المواد الأولية، وتعمل علي تغطية الصدمات الإقتصادية السلبية؛
- ✓ المساهمة في تحقيق مزيد من الإستقرار الإقتصادي للدول بتنويع الاقتصاد بالتوسيع في الأنشطة الغير نفطية ما يعمل على تقليص الإعتماد على واردات السلع الإستهلاكية ومن ثم تخفيض التضخم.

¹ صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص:39.

الفرع الثاني: أهداف صناديق الثروة السيادية

- يعمل صندوق الثروة السيادي علي تحقيق عدة أهداف من بينها:¹
- ✓ حماية الإقتصاد والموازنة العامة من خطر الصدمات الخارجية الناتجة عن التقلبات الحادة في مداخل الصادرات؛
 - ✓ القدرة علي أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها، بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال القادمة بعد نضوب المواد الأولية؛
 - ✓ المساهمة في تحقيق مزيد من الإستقرار الإقتصادي، في الدول المنتمية إليها بتتويج الإقتصاد بالتوسع في الأنشطة غير النفطية، بما يعمل على تقليص الإعتماد على واردات السلع الإستهلاكية، ومن ثم تخفيض تأثيرات التضخم المستورد؛²
 - ✓ تحقيق مبدأ عدالة توزيع الثروة بين الأجيال عن طريق تعظيم الإدخار الموجه للأجيال القادمة؛
 - ✓ توزيع مداخل البلد وبالتالي التقليل من الإعتماد على صادرات السلع غير المتجددة؛
 - ✓ تعظيم عوائد إحتياطات الصرف الأجنبية؛³
 - ✓ مساعدة السلطات النقدية علي إمتصاص السيولة غير المرغوبة؛
 - ✓ توفير أداء لتمويل برامج التنمية الإقتصادية والإجتماعية؛
 - ✓ تحقيق التنمية المستدامة "طويل الأجل" لرأس المال في البلدان المالكة للصناديق؛
 - ✓ تحقيق أهداف إستراتيجية سياسية وإقتصادية؛
 - ✓ المساهمة في تنمية الدول المستقبلية لإستثمار الصناديق.

¹ صناديق الثروة السيادية، مجلة إضاءات المالية المصرفية، السلسلة 06، العدد5، الكويت، ديسمبر 2015، ص:4.

² صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

³ جاسم المناعي، ظاهرة صناديق ثروات السيادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، مارس 2008، ص:4.

المبحث الثاني: تصنيفات، مصادر وإستثمارات صناديق الثروة السيادية

تعددت تصنيفات صناديق الثروة السيادية وفقا للمعيار المتبع في ذلك، كما نجد تباين مصادر دخلها ما بين موارد نفطية وغير نفطية، ونتيجة لكبر حجمها يلاحظ تنوع إستثماراتها.

المطلب الأول: تصنيفات صناديق الثروة السيادية

يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية إلى عدة أنواع وفق لمعايير مختلف يمكن إبرازها فيما يلي:

الفرع الأول: تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب غرض التأسيس

تنقسم صناديق الثروة السيادية حسب أهداف تأسيسها كالتالي:¹

أولاً: صناديق الإدخار

وهي صناديق تعرف بصناديق الأجيال، تعبر عن رغبة الحكومات بأهمية أن تكون عوائد موارد البلاد الطبيعية السيادية مشتركة عبر الأجيال، حيث تتولي صناديق الإدخار في تلك البلدان الغنية بالمواد الطبيعية تحويل عوائد الموارد الطبيعية غير القابلة للتجديد إلى حقوق الإستثمار الداخلي أو الخارجي لتشكيل بديل للنفط عند نضوبه في الأجل الطويلة.

ثانياً: صناديق التنمية

توظف صناديق التنمية مواردها اتجاه القيام بمشاريع ذات الأولوية الاقتصادية والاجتماعية وتحديد مشاريع البنية التحتية، وتهدف هذه الصناديق إلى إدخار جزء من العائدات النفطية لتطوير البنية التحتية والخدمية.

ثالثاً: صناديق إحتياطي التقاعد

وهي صناديق توظف مواردها بغية إدامة رواتب ومعاشات شريحة المتقاعدين، وتستخدم أحيانا بمثابة نمط لمواجهة الالتزامات التي تترتب بشكل طارئ على الميزانية العمومية للحكومة.²

رابعاً: صناديق الاستقرار

وهي صناديق تنشئها عادة الدول الغنية بالموارد الطبيعية بغية عزل الموازنة العامة والاقتصاد الكلي من تقلبات أسعار تلك المواد،¹ وقد اتبعت الدول النفطية سياسات مختلفة للحد من آثار

¹ سهام حنينش، فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخيل الثروة النفطية في الجزائر مذكرة ماستر (غ منشورة)، تخصص اقتصاد وتسيير بترولي، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013، ص: 32.

² مظهر محمد صالح، صندوق الثروة السيادية تقييم أولى لتجربة صندوق تنمية العراق، البنك المركزي العراقي، 2008، متوفر على <http://iraqieconomists.net/nr,30-02-2015, 06:08>.

التدديبات بالنسبة لإرادات النفطية، منها إنشاء صناديق لإستقرار العائدات النفطية يختلف نطاق عملها وإنشائها ومرجعيتها من دول إلى أخرى.

الفرع الثاني: التصنيف وفقا لمصدر دخل الصندوق

وبدوره ينقسم إلى أربع أصناف هي:

أولاً: الصناديق الممولة عن طريق الموارد الأولية

هي صناديق تكونها الدولة المصدرة للموارد الأولية وأساسا النفطية، ذلك أنه تطرح أمام هذه الدولة إشكالية وتيرة استغلال هذه الموارد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحق الأجيال اللاحقة، ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للحفاظ على نصيب الأجيال في هذه الثروات بحيث يتم إحلال المواد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.²

ثانياً: الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية

ذلك أن حجم الإجمالي العالمي من إحتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية ما فتئ في التعاضم بحيث تجاوز 7 تريليون دولار في سنة 2008، ولقد تزايد حجمها في سنة 2007 لوحدها ب 1 تريليون دولار.³

ثالثاً: الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة

دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة لخوصصة القطاع العمومي أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة، وتتباين استعمالات الدول لهذه العوائد، فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الإقتصاد وسداد الديون، ونظرا لضخامة هذه العوائد وتخوفا من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الإستيعابية للإقتصاد والذي يمكن أن يؤدي إلى حالة من التضخم من الصعب التحكم فيها، انطلاقا من كون هذه المؤسسات هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء منها إلى صناديق سيادية.

رابعاً: الصناديق الممولة بفائض الميزانية

تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائض في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل الفائض لإستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة

¹ حاتم أمير مهران، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الإستقرار الاقتصادي، سلسلة أوراق عمل رقم السلسلة 0702، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2007، ص: 23.

² سليمان عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

³ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية العالمية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص: 1، 2.

ثانية، وما يلاحظ هو توالي تحقيق هذه الفوائض وإرتفاع مستواها إذ يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد إستثمارها بشكل أفضل.

الفرع الثالث: التصنيف وفقا لوظيفة الصندوق السيادية

ويشتمل على ما يلي:¹

- ✓ صناديق إستثمارية تقوم بتوظيف أصولها بطريقة مباشرة في الأصول المالية العالمية في شكل قيم منقولة أو بطريقة غير مباشرة من خلال شراء عقارات.
- ✓ صناديق إدارية تقوم بإدخار أصولها لدى البنك المركزي أو في المنظمات والمؤسسات المالية الدولية.

الفرع الرابع: التصنيف وفقا لمجال عمل الصندوق

وبدوره ينقسم إلى:

- ✓ صناديق سيادية دولية وهي صناديق يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري داخل البلد.
- ✓ صناديق سيادية مختلطة وتقوم بأنشطة استثمارية وادخارية داخل وخارج الوطن في نفس الوقت.

الفرع الخامس: التصنيف وفقا لدرجة استقلالية الصندوق

ونجد فيه:²

- ✓ صناديق سيادية غير مستقلة وهي تلك الصناديق السيادية التي تكون تابعة للحكومة ولا تخضع لرقابة المستقلة والمساءلة، على غرار صندوق ضبط الموارد الجزائري.
- ✓ صناديق سيادية مستقلة نسبيا وهي تلك الصناديق السيادية التي تتمتع بالإستقلالية النسبية عن الحكومة، إذ تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع لرقابة ومساءلة السلطة التشريعية والرأي العام، على غرار صندوق النقد النرويجي.

¹ نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العددان 48،49، القاهرة، خريف 2009 وشتاء 2010، ص:100.

² رضى عبد السلام علي، اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية(دراسة مقارنة وتطبيقية على المملكة العربية السعودية)، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، السلسلة 138، الإمارات، 2008، ص ص: 32،33.

المطلب الثاني: مصادر أموال صناديق الثروة السيادية

ويمكن تقسيمها إلى نوعين رئيسيين هما:¹

الفرع الأول: صناديق الثروة السيادية الممولة عن طريق العوائد النفطية

وتعتبر عائدات النفط من المصادر الأساسية لأموال أكبر صناديق الثروة السيادية أو كما تعرف بصناديق المواد الأولية " Les Fonds matières premier " وتسمى كذلك صناديق الثروة السيادية السلعية " Commodity SWF " وتتكون بالدرجة الأولى من صادرات النفط الخام والغاز والمواد المعدنية، وتستحوذ الدول المصدرة للبترول كدول مجلس التعاون الخليجي وبعض دول الشرق الأوسط وبلدان شمال إفريقيا بالإضافة إلى النرويج وروسيا ونيجيريا واندونيسيا ثم فنزويلا على معظم الصناديق السلعية، إذ تسيطر الإمارات العربية المتحدة على 18% من حجم الأصول بمبلغ قدر بـ677 مليار دولار، كما نجد السعودية كثاني دولة ضمن مجلس التعاون الخليجي بحيازتها 436 مليار دولار، وبذلك تحتل دول الشرق الأوسط المركز الريادي في سيطرتها على أكبر حصة من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية البترولية وتهدف هذه الصناديق إلى الحفاظ على الإستقرار الإقتصادي بتفادي تذبذب أسعار السلع أو المواد الأولية المصدرة للأسواق الخارجية، بالإضافة إلى تحقيق العدالة بين الأجيال وتنويع الدخل الوطني وقد وصلت أصول المواد الأولية بنهاية سنة 2009 إلى 2.5 تريليون دولار أمريكي.

الفرع الثاني: صناديق الثروة السيادية الممولة بعوائد غير نفطية

كما أن هناك صناديق تعتمد على موارد أخرى غير النفط تتمثل هذه الموارد في:

أولاً: الصناديق الممولة عن طريق الإحتياطات النقدية

هي ناتجة عن تحويل جزء من موجودات الصرف الأجنبي، بالنسبة للدول التي لديها فوائض في ميزان المدفوعات كالصين إلى أدوات إستثمارية إذ تشكل ما نسبته 40% وتشكل الصناديق السلعية ما يقارب 58% من الحجم المقدر لصناديق الثروة السيادية، إذ تبرز الصين، سنغافورة وكوريا الجنوبية كأمتلة قوية فيما يخص الصناديق السيادية الممولة من مصادر غير سلعية.

¹ عبد السلام بريزة، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية:دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، مذكرة ماجستير(غ منشورة)، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية ، كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2013، ص:112.

ثانيا: الصناديق الممولة عن طريق فوائض المدفوعات الجارية

إن ذلك يعود إلى تكوين فوائض مالية مهمة من قبل الدول غير النفطية سيما في دول أمريكا اللاتينية، بفضل التنافسية التصديرية العالية بسبب التقدم الصناعي والتكنولوجي على مستوى الأسواق العالمية، لاسيما إذا علمنا أن الحجم الإجمالي العالمي من إحتياطات البنوك المركزية من العملات الأجنبية تجاوز 7 تريليون دولار عام 2008 وتمتلك الدول النامية 4/5 من هذا المبلغ.¹

ثالثا: الصناديق الممولة عن طريق عوائد الخصصة

الكثير من الدول دخلت في برامج واسعة للإصلاح الإقتصادي وإعادة الهيكلة ما دفعها لتبني خصصة القطاع العمومي أدت إلى الحصول على مبالغ مالية ضخمة مثلا فرنسا بلغت عوائد برنامج الخصصة 24 مليار دولار وفي الجزائر بلغت 16 مليار دولار، ونظرا لضخامة هذه المبالغ يتخوف من توجيهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة الهيكلة الاقتصادية وسداد الديون...، وبسبب ضخامة هذه الأموال وتأثيراتها من خلال التوسع في الإنفاق الحكومي بحيث يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للإقتصاد الوطني مما يؤدي إلى حالة من التضخم يصعب التحكم فيه، ما يدفعها إلى تحويل جزء أو كل من هذه العوائد إلى صناديق سيادية.²

رابعا: الصناديق الممولة عن طريق فائض الميزانية

تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحققه من فائض في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه بعض المعطيات الاقتصادية من جهة أخرى وعند توالي هذه الفوائض وارتفاع حصيلتها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

المطلب الثالث: استثمار أموال صناديق الثروة السيادية

توظف صناديق الثروة أموالها للإستثمار في مجال أو طبيعة النشاط الاقتصادي إذن يمكننا تعريف الإستثمار على أنه "توظيف المال بهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح، وعموما قد يكون الإستثمار على شكل مادي ملموس أو على شكل غير مادي"³ فلو حاولت أن تنظر إلى الموجودات المالية سواء لدي الأفراد، أو لدي المشروعات لوجدت أنها تتكون من موجودات مادية

¹ صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي وحي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص:92.

² المرجع نفسه، ص:92.

³ طاهر حردات، أساسيات الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص:13.

(Tangible Assents) وموجودات مالية (Financial Assets) لهذا فإن المستثمر يجد أمامه أدوات استثمارية عديدة ومتنوعة يمكن تقسيمها إلى أدوات للإستثمار الحقيقي وأدوات للإستثمار المالي كمايلي:

الفرع الأول: أدوات الإستثمار الحقيقي

ومن أنواع الإستثمار الحقيقي ما يلي:

أولاً: العقار

تحتل المتاجرة بالعقار المركز الثاني في عالم الإستثمار عندما يقوم المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري.¹

ثانياً: السلع

وتتمتع بعض السلع بمزايا خاصة، تجعلها صالحة للإستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة (بورصة)، على غرار بورصة الأوراق المالية، ولذا فقد أصبحنا نسمع بوجود بورصة القطن في نيويورك وأخرى للذهب في لندن وغيرها، ويتم التعامل في أسواق السلع عن طريق قيود خاصة تسمى "التعهدات المستقبلية"، وهي عقد بين طرفين هما منتج السلعة ووكيل أو سمسار يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة وبتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله على تأمين أو تغطية تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد.

ثالثاً: المشروعات الاقتصادية

تعدّ هذه الأداة الاستثمارية من أكثر الأدوات انتشاراً ولها عدة أوجه صناعي، تجاري، زراعي خدمي... الخ، والمشروع الاقتصادي من أدوات الإستثمار الحقيقية لأنه يقوم على أساس أصول حقيقية كالمباني والآلات والمعدّات ووسائل النقل..... الخ، كما أن تشغيل هذه الأصول يؤدي إلى إنتاج قيمة مضافة تزيد من ثروة المالك وتنعكس في شكل زيادة في الناتج القومي.²

رابعاً: المعادن النفيسة

يعتبر الإستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب والفضة من مجالات الإستثمار الحقيقي، وقد شهدت أسعار المعادن النفيسة تقلبات حادة في الآونة الأخيرة، في حين وصل الذهب ذروته في بداية الثمانينات ثم عاد وانخفض بحدة، خصوصاً عندما تصاعد دور الدولار كملاذ آمن للمستثمرين، وذلك بعد أن كان الذهب يقوم بهذا الدور، وتتواجد للمعادن النفيسة أسواق منظمة وأهمها سوق لندن، سوق هونغ كونغ ويتخذ الإستثمار في المعادن صور متعددة أهمها الشراء والبيع المباشر بالإضافة لودائع

¹ زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، 2004، ص: 42.

² المرجع نفسه، ص: 42.

الذهب التي تودع في البنوك ولكن بفوائد منخفضة نسبياً، للمقايضة أو المبادلة على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية.¹

الفرع الثاني: أدوات الاستثمار المالي

يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي إلى أصناف متنوعة، وحسب معايير مختلفة ومن أهم هذه المعايير معيار الأجل ومن خلاله يمكن تقسيم الأدوات الاستثمارية إلى قسمين رئيسيين هما:

أولاً: أدوات الاستثمار المالي قصيرة الأجل

وبدورها تنقسم إلى:

- أ- **القرض تحت الطلب:** وتعرف كذلك باسم اتفاقية إعادة الشراء وهي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال، ومن شروطها أن يحقق للبنك استدعاء للقرض في اللحظة التي يشاء، وعلى المقترض أن يقوم بالسداد خلال ساعات من طلب البنك ولذلك فهي تحمل أسعاراً متدنية جداً ومدتها قصيرة الأجل قد لا تتجاوز يوم أو يومين.
- ب- **أذونات الخزينة:** هي عبارة عن أداة دين حكومي قصير الأجل لا يزيد تاريخ إستحقاقها عن سنة، تحرص الحكومة على ضمان إستمرار تلك الأذونات في السوق فتصدرها بشكل دوري.
- ج- **القبولات المصرفية:** وهي حولات مصرفية مؤجلة الدفع تصدرها شركة تجارية وتكون مضمونة الدفع من قبل البلد الذي تتعامل معه الشركة، وعند فشل هذه الشركة عن سداد قيمتها عند الإستحقاق فإن البنك ملتزم بدفع قيمة الحوالة.
- د- **الأوراق التجارية:** هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية الكبيرة وشركات المساهمة كبيرة الحجم والمعروفة في المجتمع، أي أنها أدوات إقتراض للقطاع الخاص.²
- هـ- **شهادات الإيداع:** إن شهادات الإيداع وثيقة تثبت وجود وديعة في بنك بمبلغ ثابت، ولفترة محددة وبمعدل عائد محدد والشهادة قد تكون إسمية أو لحاملها وعادة ما تكون بمبالغ كبيرة نسبياً، أما عوائدها فمغفأة من الضرائب.

و- **اليورو دولار:** وهو مصطلح يعني ودائع الدولار في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة البنوك الأوروبية، ولقد ظهرت هذه السوق نتيجة للطلب المتزايد على الدولار بسبب إنخفاض معدلات الفوائد على القروض التي تمنحها البنوك الأوروبية مقارنة بما هو عليه في البنوك الأمريكية من جهة أخرى إقبال الشركات المتعددة الجنسيات على الدولار بسبب امتداد نشاطاتها إلى أوروبا وآسيا والشرق الأوسط ومناطق أخرى، إضافة إلى طلب الحكومات على الدولار وطلب

¹ محمد مطر، إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص: 87.

² عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص: 38.

البنوك الأمريكية الأم لمواجهة احتياطياتها من أجل تغطية الاحتياطي لدى البنك المركزي الأمريكي أو لأغراض السيولة.¹

ز- **الكمبيالات:** هي عبارة عن أداة دين قصير أو متوسط الأجل لا تزيد عن خمس سنوات يصدرها أفراد أو شركات أو دوائر حكومية للحصول على قروض من شركات وبنوك وأفراد آخرين، والكمبيالة عبارة عن عقد إقراض يتولد عنه فوائد محددة وتستحق في تواريخ محددة، يمكن للمقرض الإحتفاض بها حتى تاريخ الاستحقاق أو بيعها لطرف آخر والذي بدوره يمكن أن يبيعها لطرف ثالث وهكذا وهناك سوق ثاني لهذه الأداة يتعامل بها السمسار والبنوك التجارية.

ثانياً: أدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل

وتشمل كلا من:²

- أ- **الأسهم العادية:** وتمثل مستند ملكية، يتمتع حاملها بحقوق تحدد من خلال قانون الشركة وللشهم العادي قيمة إسمية، سوقية ودفترية.
- ب- **الأسهم الممتازة:** يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية وسوقية شأنها في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة السهم الممتاز كما تظهر في دفتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة وبصفة عامة فان لها حق الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على حقوقها.
- ج- **السندات:** عبارة عن حصة في قرض تأخذه الشركة المصدرة من الأشخاص والمؤسسات التي تشتري منها هذه السندات، كما يعتبر شكلاً من أشكال الاقتراض عندما تقوم الحكومة أو الشركة الضخمة بالاقتراض من الجمهور فتبيع الأوراق المالية بقيمة اسمية محددة وبمعدل فائدة معين، وتستحق في فترة زمنية معينة ومحددة.

¹ المرجع نفسه، ص: 44،33.

² منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص: 8.

المبحث الثالث: آثار وحوكمة صناديق الثروة السيادية

إن أكبر إنشغال تبيده الهيئات والمنظمات الإقليمية والعالمية والبلدان المتقدمة تجاه صناديق الثروة السيادية يكمن في عدم التزام معظم هذه الصناديق ومن ورائها البلدان المالكة لها بتطبيق معايير الحوكمة والإفصاح المتفق عليها، وفي مجال تقييم أداء صناديق الثروة السيادية لا تزال مؤشرات قياس الأداء في مراحلها الأولية بالنظر لحدثة تجربة هذه الصناديق.

المطلب الأول: آثار صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد العالمي

تنشعب الآثار التي تمارسها صناديق الثروة السيادية، بل وقد تختلف من حال إلى أخرى، ولا يفوتنا أن نقرر أن تلك الآثار قد تكون إيجابية أو سلبية ويمكن تقسيم تلك الآثار إلى آثار على الدولة الأم وآثار على الدول المضيفة لتلك الصناديق كما يلي:¹

الفرع الأول: آثار صناديق الثروة السيادية على الدولة الأم

تمارس الصناديق السيادية تأثيرات على الدولة الأم من أوجه عديدة ويأتي هذا التأثير الإجمالي من خلال آثارها على المتغيرات الاقتصادية الكلية والسياسات الكلية في الاقتصاد المحلي، ويمكن استخدام الصناديق الثروة السيادية كأداة من أدوات السياسة المالية لتحقيق العديد من أهداف الاقتصاد القومي، وأهمها الإستقرار المالي وتعبئة الموارد المالية لأغراض طويلة الأجل من جهة ولتقديم إطار متكامل ومهني لإدارة المخاطر والإستثمار، فضلا عن دورها في خفض تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالإحتياطيات، وقد أثبتت الخبرات أن استخدام سياسات مالية تقليدية وإنفصال سياسة الإنفاق الحكومي عن سياستها الإرادية قد يؤدي إلى إهدار الموارد النفطية مثلا في الدول المصدرة للنفط دون الاستفادة الكاملة بتلك الموارد هذا بحسب IMF لسنة 2007، وقد يحدث ذلك أيضا في حالات إنخفاض الكفاءة في توزيع الموارد وإدارة السيولة وغياب الرقابة أو إنخفاض فعاليتها على النشاط الحكومي وتصرفاتها، ولتحقيق هدف الشفافية والمصداقية في إدارة الصناديق السيادية فإنه يجب إدراج نتائج أعمال الصناديق في ميزانية الدولة، كما يأتي تأثير الصناديق السيادية في سعر صرف عملة الدولة الأم سواء من خلال التحويل الأصول المحلية للإستثمار بالخارج، أو من خلال تحويل الإيرادات من الخارج لداخل الإقتصاد الوطني أو كليهما، فضلا عن تأثير الصناديق من خلال الإستثمار في الأصول المحلية، حيث سيؤدي ذلك إلي زيادة الطلب علي تلك الأصول فتتضخم أسعارها، مما ينجم عنه مشكلات تضطر معها السلطات النقدية إلى ضخ أموال في الإقتصاد وما لذلك من آثار تضخمية

¹ هشام حنظل عبد الباقي، رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمة، مجلة التعاون العربي، العدد 69، البحرين، مارس 2010، ص: 34.

وخيمة على كافة نواحي الإقتصاد الوطني، كما سبق القول فإنه من الضروري إدراج الصناديق السيادية في ميزانية الدولة الأم للتأكد من أن إدارة أصول تلك الصناديق يتوافق والأهداف المالية للدولة، وفي ضوء ذلك لابد أن تتحد أهداف الصناديق السيادية من البداية في ضوء أهداف الدولة الماية، ومن ثم تأتي إستراتيجية تلك الصناديق الإستثمارية متوافقة ومتسقة مع ميزانية الدولة وأهدافها، أيضا تمارس الصناديق تأثيرها على الإستقرار الخارجي للدولة من خلال حركات رؤوس أموال تلك الصناديق وعوائدها من وإلى الدولة، والذي يظهر في ميزان المدفوعات.

وتمارس الصناديق السيادية أثر إيجابيا من زاوية أخرى حيث أن إستثمار الفوائض المالية، سواء في الداخل أو الخارج يؤدي إلى التوزيع تلك الفائض والعوائد المتحققة من إستثمارها على قطاعات عديدة بالإقتصاد القومي وربما لكافة القطاعات من خلال عمل المضاعفات النقدية بالإقتصاد، ومن ثم يتجنب الإقتصاد الوقوع في الآثار السلبية.¹

الفرع الثاني: آثار صناديق الثروة السيادية على الأسواق المالية

- لكن من ناحية أخرى تمارس صناديق الثروة السيادية آثارا على الأسواق المالية كما يلي:
- ✓ تظهر في أوقات تدني التعامل في السوق المالية وربما تسير في عكس إتجاه حركة السوق، ومن ثم تساهم في علاج هذه المشكلة؛
 - ✓ إن الصناديق الكبيرة تعنى بإعادة توزيع محفظتها تدريجيا، مما يقلل من الأثر السلبي لأسعار معاملاتها؛
 - ✓ إن الصناديق السيادية ولاسيما في الأجل الطويل ومن خلال التنوع في إستثماراتها تساهم في زيادة كفاءة الأسواق وإنخفاض تقلباتها، وعلى النقيض من ذلك ربما تؤدي الصناديق السيادية ونتيجة لضخامتها إلى تقلبات في الأسواق المالية أو تعقد إدارة الأزمات وتقليل تأثير تدخل البنوك المركزية في حالات الأزمات المالية، وذلك من خلال التأثير على قطاعات بعينها أو من خلال إتباع إستراتيجيات إستثمارية أكثر مخاطرة، ومن هنا فإن الدول المضيفة صاحبة الأسواق المالية الناشئة أو الضيقة لا بد أن تهتم بالعمل على إدارة تلك التدفقات الرأسمالية الكبيرة؛
 - ✓ أيضا فإن إستثمار الصناديق السيادية في الأصول طويلة الأجل ذات المخاطر العالية، قد يؤدي إلى التأثير على أسعار الفائدة وأسعار حقوق الملكية من ناحية وقد يؤدي التحول عن الإحتفاظ بالعملة الوطنية للدولة المضيفة والإستثمار في حقوق ملكية دولية إلى إنخفاض التدفقات الرأسمالية

¹ المرجع نفسه، ص: 37.

الداخلة وربما يسبب زيادة في سعر الفائدة الحقيقي وتدهور سعر الصرف وإنخفاض الطلب المحلي وما ينجم عنه من آثار إنكماشية تتزايد بفعل مضاعفات الإنفاق في الاقتصاد الوطني؛

✓ وفي ذات الوقت فإن التدفقات الداخلة للدول الأخرى تؤدي إلى تأثيرات عكسية، حيث تنخفض أسعار الفائدة الحقيقية وترتفع أسعار الصرف لعمليتها ومن ثم زيادة الطلب المحلي والذي يؤدي إلى موجات تضخمية بالاقتصاد الوطني، ولاسيما في حالة عجز القطاع الإنتاجي عن زيادة مواكبة المعروض السلعي، ومن هنا لابد للدولة من إتباع سياسات بعينها للحد من تلك التأثيرات؛

✓ وأخيرا فإن تحويل الصناديق الثروة السيادية من الإستثمار في دولة ما للإستثمار في دولة أخرى يمارس أثرا على الأسعار المطلقة والنسبية للأصول ويؤدي إلى تدعيم الإختلال بين الدول.¹

المطلب الثاني: الجدل حول صناديق الثروة السيادية

لم تكن الصناديق السيادية تثير إهتمام المحللين والسياسيين قبل نشر تقرير ستانلي مورغان حولها، والذي يتوقع فيه بأن أصولها ستصل إلى 12 تريليون دولار في أفق 2015 حيث آثار هذا التقرير مخاوف الدول الصناعية من كون الصناديق أصبحت عنصرا مهم للأسواق المالية العالمية وتشكل فئة جديدة من المستثمرين.

الفرع الأول: عوامل التخوف من صناديق الثروة السيادية

ولقد بررت الدول الصناعية مخاوفها بمجموعة من العوامل أبرزها:²

✓ الطبيعة الإستراتيجية الكامنة في إستثمارات هذه الصناديق والأخطار المحتملة على الأمن القومي، خاصة وأن بعضا من هذه الصناديق مملوك لدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبتها وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصين، روسيا فنزويلا وليبيا ويمكن أن نفهم هذا التخوف بالعودة قليلا إلى الوراء لما فازت شركة إتحاد موانئ دبي في ماي 2006 بإدارة ستة موانئ أمريكية، إذ كان هناك رد فعل حاد وعنيف من الكونغرس دفع بها إلى التخلي عن الصفقة، ونفس الأمر حدث في ديسمبر 2006 مع البنك العمومي الروسي VTB لما إستري 5.02% من رأسمال البنك الألماني الفرنسي EADS؛ إذ آثار ذلك موجة من التساؤلات في فرنسا وألمانيا بخصوص ما إذا كان وراء ذلك دوافع إستراتيجية وسياسية، وهو ما تم من قبل هيئة الإستثمار الكويتية في أواخر ثمانينيات القرن العشرين عندما طرحت أسهم " بريتيش

¹ المرجع نفسه، ص:38.

² عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص:3.

بتروليوم " للبيع في إطار سياسة الخوصصة التي إنتهجت، فأشترت الهيئة حصة بلغت 22% من رأس مال الشركة لتصبح أكبر مساهم فيها؛

✓ عدم تطابق إدارة هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الراشد والشفافية، وتأثيرات ذلك على تطورات الأسواق وإنكشاف التجاري للدول الصناعية الكبرى، ذلك أن هذه الصناديق تفتقر إلى الإطار القانوني بخلاف المستثمرين المؤسسين، ومن شأن ذلك أن يهز أسس المناطق الرأسمالي والحر للأسواق الذي يتناقض مع سيطرة الدولة على ملكية الأصول، وما زاد في هذا التخوف هو فقدان الولايات المتحدة الأمريكية للهيمنة المالية، حيث أن الرسملة المتراكمة لأكثر خمس مائة مؤسسة عالمية في بداية 2002 توزعت على شكل 57% للولايات المتحدة الأمريكية، 29% لأوروبا، 3% للدول الصاعدة أما تزامن مع أزمة فلقد أصبحت النسب كالتالي: 38% للولايات المتحدة الأمريكية، 32% لأوروبا و 17% للدول الصاعدة وجزء كبير من ملكية الدول الصاعدة للأصول يتم عن طريق الصناديق السيادية.

الفرع الثاني: مواقف الدول من صناديق الثروة السيادية

ولقد أدي الجدل بخصوص الصناديق السيادية إلى بروز عدة مواقف، لعل أبرز هذه المواقف ما يلي:¹

أولاً: الموقف السويسري

إتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 فيفري 2008 قرار بالمراقبة الدقيقة لنمو الصناديق السيادية، وقدر بأنه ليس من المستعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها، ونصح المصالح الفدرالية بمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي والمتعلق بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق.

ثانياً: الموقف الفرنسي

قامت الجمعية الوطنية الفرنسية بدراسة واعية للصناديق السيادية وأصدرت بشأنها نص تم إقراره في 30 جويلية 2008 تضمن ما يلي:

- ✓ دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوربية إلى تقديم مساهمات مشتركة في أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق النقد الدولي حول إعداد قواعد بالممارسات السليمة للصناديق؛
- ✓ يعتبر من إيجابيات تخصيص الدول المالكة للصناديق جزءاً هاماً من عوائدها للتنمية المحلية، مع ضرورة إبقاء هذه الإستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين؛

¹ المرجع نفسه، ص ص: 4-6.

✓ يعتبر من الضروري في ظل افتراض إستثمار هذه الصناديق في دول الإتحاد الأوروبي أن تتحمل دول الإتحاد مسؤولية تحديد وتعريف أساليب مواجهة الإستثمارات التي تمس المؤسسات والقطاعات الإستراتيجية بهدف إستكمال التشريعات الوطنية التي لا تتوافق مع القواعد الأوروبية للمنافسة.

ثالثا: الموقف الإيطالي

أعلن وزير الخارجية الإيطالي بعد عودتهم من رحلة إلى الإمارات العربية المتحدة، بأنه يرحب بمشاركة الصناديق السيادية العربية والأجنبية، بحصة لا تتجاوز 5% من رأس مال الشركات أو البنوك الإيطالية بشرط ألا تكون تلك المؤسسات مدرجة ضمن لائحة المؤسسات الإستراتيجية للدولة، وفي سياق ذلك شكلت إيطالية لجنة مكونة من وزارة الإقتصاد والمالية ووزارة الخارجية والهيئات الأخرى المهمة بالاستثمار والسوق المالية لدراسة الطلبات المتعلقة بإستثمارات الصناديق والحرص على شفافيتهما.

رابعا: الموقف الأوربي

قامت هيئة الإتحاد الأوربي ببلورة موقف مشترك من الصناديق السيادية يقوم على:

✓ السعي المشتركة لتحديد القطاعات الحساسة والإستراتيجية المحمية وإعتماد مفهوم موحد للأمن الإقتصادي؛

- ✓ دعم دور صناديق رأس المال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإستراتيجية؛
- ✓ توفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للإدخار الوطني لتمويل المؤسسات؛
- ✓ إجبار الصناديق السيادية على الإلتزام بمجموعة من قواعد السلوك (الشفافية، الحوكمة... إلخ).

خامسا: موقف الولايات المتحدة الأمريكية

ولقد عملت الولايات المتحدة الأمريكية على الإجتماع بممثلي الصناديق السيادية لسنغفورة و أبوظبي بهدف إقرار إعلان المبادئ الواجب احترامها من هذه الصناديق، حيث تضمن ذلك:¹

- ✓ الإلتزام بتصريح بأن المحرك للإستثمارات الصناديق هو الدوافع التجارية فقط؛
- ✓ النشر السنوي لوضعية الإستثمارات وتخصيص الأصول؛
- ✓ نشر أهداف إستثمار الصناديق السيادية؛
- ✓ نشر تشريعات البلدان المنشئة للصناديق وتلك المتعلقة بمراقبتها؛
- ✓ إعتماد ونشر سياسة تسيير المخاطر؛

¹ المرجع نفسه، ص:9.

✓ الإلتزام بالمنافسة العادلة مع القطاع الخاص.

المطلب الثالث: حوكمة صناديق الثروة السيادية

يرى الخبراء أن هناك عددا من السلبيات المرتبطة بعمل هذه الصناديق، تتمثل في سرية نشاطاتها واتجاهاتها ودوافعها في خياراتها الإستثمارية، وإفتقارها إلى الشفافية في عملها، حيث أن معظمها لا يكشف عن حجم عوائد الإستثمارات وكيفية توزيعها، بالإضافة إلى إستغلال نفوذها السياسي على شركات تستحوذ هي عليها للتحكم بأدوات القرار الإقتصادي فيها لذلك فقد تم تأسيس مجموعة عمل دولية في العام 2008 لتحديد مجموعة من المبادئ الطوعية تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي تركز عليه الصناديق السيادية ونظام حوكمتها وعملياتها الإستثمارية بما يدعم المحافظة على مناخ إستثماري منفتح ومستقر، لكن قبل التطرق إلى هذا يمكن الإشارة إلى أن مفهوم الحوكمة ينطوي على مجموعة من القواعد والأنظمة التي يتم من خلالها ضمان الرقابة المالية وغير المالية على المؤسسة بشكل يؤدي إلى الحد من الممارسات المالية والإدارية المشبوهة والحفاظ على مصالح المؤسسة والجهات المتعاملة معها.¹

وفي نفس السياق حاولت المنظمات الإقليمية العالمية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي وضع قواعد وأسس معينة من أجل تحسين وتعزيز حوكمة الصناديق وبالتالي التقليل من مخاوف مختلفة الأطراف تجاهها، إذ وبعد إعتراف اللجنة الدولية لشؤون النقد والمال في أكتوبر 2007 بالدور الهام لصناديق الثروة السيادية في الحفاظ على إستقرار النظام النقدي والمالي الدولي، قام صندوق النقد الدولي في الإجتماع الذي عقد بواشنطن يوم 30 أبريل و 1 ماي 2008 بتأسيس مجموعة عمل وحرصت في مناقشاتها على أن تواصل الحوار النشط مع عدد من البلدان المتلقية للإستثمارات وإسترشدت المجموعة إلى وضعها لمبادئ الحوكمة لصناديق الثروة السيادية وعلى العموم يمكن توضيح ماهية هذه المبادئ فيما يلي:

الفرع الأول: مبادئ سندياغو

سنحاول من خلال هذا الفرع التعرف على مفهوم، أهداف ومضمون مبادئ سندياغو

أولاً: تعريف مبادئ سندياغو

¹ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري دراسة مقارنة، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص: 15.

تمثل مبادئ سننباغو المبادئ والممارسات المتعارف عليها والتي تعبر تعبيراً دقيقاً عن ممارسات وأهداف الإستثمار في صناديق الثروة السيادية، وهي مبادئ طوعية يدعمها الأعضاء في مجموعة العمل الدولية وإما يطبقونها بالفعل أو يطمحون إلى تطبيقها.¹

ثانياً: أهداف مبادئ سننباغو

تقوم مبادئ سننباغو على الأهداف الإرشادية التالية:²

- ✓ المساعدة في الحفاظ على نظام مالي عالمي مستقر، وضمان حرية تدفق رؤوس الأموال والإستثمارات؛
- ✓ ضمان إطلاع صناديق الثروة السيادية بالإستثمار على أساس إعتبرات المخاطر الإقتصادية والمالية والاعتبارات المتعلقة بالعائد؛
- ✓ تشجيع صناديق الثروة السيادية على إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة، وسلامة المخاطر والمساءلة؛
- ✓ تعميق فهم بلدان الموطن والبلدان المتلقية والأسواق المالية الدولية لطبيعة صناديق الثروة السيادية. إذن يمكن القول أن مبادئ سننباغو تهدف إلى دعم الإطار المؤسسي ونظام الحوكمة والعمليات الإستثمارية التي تقوم عليها صناديق الثروة والتي تسترشد بالغرض الخاص وراء سياستها وبأهدافها المقررة وتتوافق مع إقامة إطار إقتصادي سليم.³

ثالثاً: مضمون مبادئ سننباغو

تتكون مبادئ سننباغو من أربع وعشرين مبدأً وتغطي ثلاثة مجالات رئيسية هي:⁴

- أ- الإطار القانوني والأهداف المتوافقة مع السياسات الإقتصادية الكلية، إن هذا الإطار يمثل ركيزة أساسية لإطار مؤسسي قوي وهيكل حوكمة مستقر يقوم عليهما صندوق الثروة السيادي، كما ييسر عملية صياغة إستراتيجيات الإستثمار الملائمة التي تتسق مع الأهداف السياسية المعلنة.
- ب- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة وهو المحور الذي يفصل بين وظائف الجهة المالكة والجهاز الحاكم وفريق الإدارة مما يؤدي إلى تسيير الإستقلالية التشغيلية في إدارة صندوق الثروة السيادي،

¹ <http://www.iwg-swf.org/index.htm>, 03-03-2015,21:50.

² عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص:02.

³ نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والإقتصادية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص:124.

⁴ www.imfbookstore.org, 28-01-2015, 18:05.

وبما يكفل إتخاذ قرارات الإستثمار وتنفيذ العمليات الإستثمارية دون تدخل سياسي، وتعمل سياسة الإستثمار الواضحة على إظهار التزام الصندوق بخطة إستثمارية منضبطة.

ج- الإستثمار وإدارة المخاطر وهو محور يضمن مبادئ تهدف إلى تشجيع سلامة العمليات الإستثمارية للصناديق ومدى خضوع هذه العمليات للمساءلة.

وبطبيعة الحال فإن هذه المبادئ تخضع لقوانين بلد الموطن ولوائحه وإشتراطاته وإدمجت عناصر الشفافية و الإفصاح في جميع أجزاء مبادئ سنتياغو لضمان المسائلة، وهذا الهيكل يشبه بوجه عام هيكل عدد من المبادئ التوجيهية والمدونات والمعايير ذات الصلة.

الفرع الثاني: مؤشر ترومان للشفافية

أولاً: تعريف مؤشر ترومان

هو مؤشر تم إعداده من قبل الباحث إدوين ترومان " EDWIN .M.TRUMAN " في سنة 2008، يهدف إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية بإستخدام أربع معايير رئيسية تتمثل في الهيكل، الحوكمة، الشفافية، المسائلة والسلوك، تتكون هذه المعايير من 33 سؤال موزعة على النحو التالي: 8 أسئلة لمعيار الهيكل، 05 أسئلة لمعيار الحوكمة، 14 سؤال لمعيار الشفافية والمساءلة، 06 أسئلة لمعيار السلوك، يتألف سلم التنقيط الخص بالمؤشر من 33 نقطة بمعنى أن الإجابة عن كل سؤال تقيم بنقطة من نقاط المؤشر .

ثانياً: مكونات مؤشر ترومان

يضم أربع معايير¹:

- أ- **هيكل الصندوق**: يقيس مدى وضوح مصدر تمويل الصندوق، إستخدامات أصوله وهو يقيس مدى وضوح مصادر تمويل الصندوق، وإستخدام أصوله وعوائده وعلاقته بالميزانية العامة للدولة والإستراتيجية الإستثمارية المتبعة، ومدى إنفصال تلك الصناديق عن إحتياطات الصرف الأجنبي.
- ب- **حوكمة الصندوق**: يقيس مدى وضوح دور الحوكمة في إستراتيجية الإستثمار للصناديق محل الدراسة وصلاحيات مديري تلك الصناديق، ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الإستثمار .
- ج- **المساءلة والشفافية**: يقيس مدى توفر المعلومات الفصلية والسنوية عن الإستثمارات وعوائدها والتوزيع الجغرافي للإستثمارات، والرقابة المالية الداخلية على الصناديق.

¹ نيبيل بوفليج، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والإقتصادية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص:127.

د-سلوك الصناديق: يبين هذا المعيار كيفية إدارة الصناديق لمحافظة الإستثمارية وإستخدام تقنية الرفع المالي والمشتقات المالية.
 الفرع الثالث: مؤشر لينبرغ-مادول
 أولاً: تعريف مؤشر لينبرغ-مادول

مؤشر "لينبرغ -مادول" للشفافية "The Linaburg-Maduell Transparency Index" عبارة عن مؤشر مطور في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل الباحثين كارل لينبرغ وميشال مادول، وهو مؤشر يهدف إلى قياس مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية مع العلم أن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقاً لهذا المؤشر يتم كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات كما أن صندوق الثروة السيادي يصنف كصندوق شفاف عندما يحقق درجة تعادل ثمانية فما فوق على سلم المؤشر.

ثانياً: مكونات مؤشر لينبرغ-مادول

يتكون المؤشر من عشرة معايير أساسية كل معيار يعادل درجة من درجات المؤشر، ويمكن توضيح هذه المؤشرات وفق الجدول التالي:¹

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

الدرجة	المعيار
1+	توفر معلومات حول هدف الصندوق، موارد الصندوق، هيكل الصندوق
1+	توفر تقرير دورية وسنوية مستقلة حول أداء الصندوق
1+	توافق معلومات حول أماكن إستثمار أصول الصندوق ونسب المساهمة في الشركات
1+	توفر معلومات حول القيمة الإجمالية لمحفظه الصندوق، العوائد المحققة، التعويضات الممنوحة للإطارات المشرفة على الصندوق
1+	توفر معلومات حول المبادئ والمراجع المعتمدة من قبل الصندوق
1+	توفر الصندوق على إستراتيجية إستثمار وأهداف واضحة
1+	توفر معلومات حول فروع الصندوق والإتصالات الخارجية للصندوق
1+	توفر معلومات حول الهيئات الأجنبية المكلفة بإدارة إستثمارات الصندوق
1+	توفر الصندوق على موقع إلكتروني
1+	توفر الصندوق على وسائل الإتصال الإلكترونية

sours: www.swfinstitute.org/fundrankings/ankings,15-01-2015,09:44.

¹ المرجع نفسه، ص:128.

خلاصة الفصل:

تعد صناديق الثروة السيادية أدوات مالية مستحدثة ومدارة من قبل الحكومة وتختلف مبررات ودوافع إنشائها من بلد لآخر إلا أن أبرزها يتمثل في الإستعداد للنضوب الطبيعي للموارد الطبيعية والحاجة إلى إيجاد أصول جديدة لتعويض الإنخفاض المحتمل في الدخل القومي.

ويمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية بإستخدام عدة معايير إلى موارد الصندوق وتنقسم إلى الصناديق الممولة عن طريق المواد الأولية والتمويل المدفوعات الجارية أما حسب غرض التأسيس فتشمل كل من صناديق لغرض الإدخار والتنمية واحتياطي التعاقد وصناديق الاستقرار، مجال عمل أو درجة إستقلالية الصندوق وهي حكومية وصناديق مستقلة نسبياً.

كما تتباين مواقف أعوان ومؤسسات النظام المالي العالمي حول صناديق الثروة السيادية ما بين مساند لها على غرار الدول المالكة للصناديق والمتحفظ عليها على عكس الدول المستقبلية لإستثمارات الصناديق بسبب تخوفها من فقدان نفوذها الإقتصادي والسياسي، ونتيجة لهذه المخاوف فقد جاءت مبادئ سنتياغو التي تم إعدادها من طرف صندوق النقد الدولي بالتنسيق مع الدول المالكة والمستقبلية لإستثمارات الصناديق لتعزيز حوكمتها بالنظر لطبيعتها غير الإلزامية وقابليتها للتكيف مع الخصائص الإقتصاد والتنظيمية الخاصة بكل بلد، بالإضافة إلى مؤشرات قياس أداء صناديق الثروة السيادية في مراحلها الأولية علماً أن هذه المؤشرات وسيلة مهمة لتحسين حوكمة وشفافية الصناديق السيادية نتيجة تقييمها المستمر لمختلف سياسات تسيير وإدارة هذه الصناديق.

الفصل الثاني:

مدخل عام للأسواق المالية

تمهيد:

نتيجة التغيرات السريعة التي يشهدها العالم اليوم في شتى الميادين، أصبحت الإستجابة لهذه المستجدات ومسايرتها ضرورة حتمية تملئها مقتضيات العصر الحالي، ومن بين أهم المجالات التي شملتها هذه المتغيرات نجد مجال الأسواق المالية، التي ظهرت كنتيجة للتطور الذي شهده النظام النقدي من جهة وزيادة حجم المبادلات من جهة أخرى.

كما تكتسي الأسواق المالية أهمية بالغة على المستويين المحلي والدولي نظرا للدور الكبير الذي تقوم به، فهي تعتبر أداة فعالة في دفع عجلة التنمية الإقتصادية من خلال تحفيزها وتنشيطها لأهم عنصرين في النمو الإقتصادي ألا وهما الإيدار والإستثمار عن طريق توفير الظروف لذلك. ساهمت الثورة الصناعية والتكنولوجية في الدول الغربية الرأسمالية في تنامي الأسواق المالية وزيادة درجة تطورها وإتساعها، وهذا بسبب الفوائض المالية واليوم هي تحتل دورا بارزا في إقتصادياتها غير أن حال هذه الأسواق في الدوال النامية مختلف عن ما هو عليه في تلك الدول، فلا تزال غالبيتها بعيدة عن هذا المستوى من التقدم المالي بالرغم من المجهودات التي بذلتها هذه الدول، والتي كانت بدايتها التحول من الإقتصاد الموجه نحو تحرير إقتصادياتها وفسح مجال واسعاً أمام إقتصاد السوق ومن ثم إنشاء أسواق للأوراق المالية كوسيلة لتعبئة المدخرات وتوزيعها على مختلف أوجه الإستثمار المختلفة بهدف توفير التمويل اللازم لعملية التنمية، إلا أن أداء هذه الأخيرة لم يكن بالمستوى المطلوب، وقد سعت الدول العربية كغيرها من الدول النامية إلى إنشاء هذا النوع من الأسواق إلا أنها لا تزال تخطو خطواتها الأولى محاولة اللحاق بمركب الدول المتقدمة في هذا المجال، ونظرا للتنوع الكبير في الأسواق المالية سنركز الدراسة على سوق الأوراق المالية أي سوق الأسهم والسندات بإعتبارها أهم الآليات المستخدمة في الأسواق المالية والأكثر إغراء خاصة مع الموجة العربية نحو هذا التوجه

المبحث الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

المبحث الثاني: أساسيات أسواق الأوراق المالية

المبحث الثالث: مكانة الأسواق المالية في العالم

المبحث الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دوراً بارزاً في النظم الاقتصادية المعاصرة، كما تعتبر ذات أهمية كبرى للإقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية وذلك لتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها للمشروعات المختلفة لتمويل عملياتها التجارية والاستثمارية، ومن خلال هذا المبحث سنحاول الإحاطة بهذه النقاط.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

الفرع الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم وكان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة، ثم عن طريق المبادلة بالنقود وكان تبادل السلع يتم عن طريق الإتصال والإلتقاء المباشر وبعد أن تطورت وسائل الإتصال أصبح التبادل يتم عن طريق هذه الوسائل بشكل مباشر أو بواسطة الوسطاء والوكالات حتى تطور ليشمل كل تبادل للسلع وغيرها سواء حصل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ونتيجة لكبر حجم الإنتاج وإزدياد حجم التبادل التجاري تبعا لذلك ظهرت الأسواق المتخصصة كأسواق المواد الغذائية وأسواق السلع المعمرة وأسواق الذهب، لتظهر بعد ذلك الأسواق المتخصصة في بيع الأوراق المالية.¹

وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الحالي بعدة مراحل نلخصها فيما يلي:²

المرحلة الأولى: تميزت بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة ومحلات الصرافة وإقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة مما أدى إلى إتساع المعاملات التجارية وأيضاً إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة أصبح الفرد يعجز عن تمويلها، حيث أصبح يلجأ إلى البنوك للإقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية: وتميزت ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الإئتمان وفقاً لما يملكه البنك المركزي، ولذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

¹ حسني علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، 1998، ص:9.

² صلاح الدين السبسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت، 1998، ص ص:8,7.

المرحلة الثالثة: إرتبطت هذه المرحلة بتطوير النشاطات الإقتصادية عموماً والإنتاجية منها خصوصاً، وبالذات تلك التي تحتاج إلى التمويل الطويل والمتوسط الأجل وهذا ما أدى إلى ظهور المصارف المتخصصة والتي توفر التمويل المتوسط والطويل الأجل لهذه النشاطات الإنتاجية للمشروعات الصناعية التي تطورت وإتسعت عدداً وحجماً.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية كما إزدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية إندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية وإندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في إنماء النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الإقتصادية فيها.

الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية

يمكن تعريف الأسواق المالية كما يلي:

يعرف السوق المالي على أنه "المجال الذي يتم فيه الإلتقاء بين رغبات الوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي، من خلال وسطاء سوق المال أو ما يطلق عليهم الوسطاء الماليين".¹ وتعرف أيضاً على أنها: "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب بالإستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الإستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات إتصال فعالة".²

والسوق المالي عبارة عن: "تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وقد تكون موجودة في موقع مادي أو تكون ببساطة عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية أي أن وجودها يكون إفتراضي".³

تعرف السوق المالية على أنها: "تنظيم يجمع بين المقرضين والمساهمين والمقترضين، بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت للتوسع في المشاريع والحكومات عند سعر معين، ويحقق للمقرضين والمساهمين فرصة الحصول على عائد مقابل التنازل عن نقودهم".⁴

¹ المرجع نفسه، ص: 3.

² إرشاد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار الميسرة للنشر، عمان، 2004، ص: 110.

³ حسان المتتي، الأسواق المالية، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص إدارة أعمال، جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص: 25.

⁴ محمد البنا، أسواق النقد والمال الأسس النظرية والعملية، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص: 100.

أما السوق المالي بالمعنى الواسع فهو: "المكان الذي تنفذ فيه مجموعة من العمليات المالية أي مكان مقابلة الإحتياجات والطاقة التمويلية للعملاء الإقتصاديين".

أو بالمعنى الضيق فهو السوق الذي تتبادل فيه القيم المنقولة (الأسهم والسندات) مقابل النقود، ويشتمل على سوق أولي يسمح للمؤسسات بالتمويل وللمدخرين للحصول على أوراق جديدة وسوق ثانوي يسمح بإعادة بيع الأوراق المالية.¹

من خلال التعاريف السابقة يمكن إستخلاص تعريف السوق المالي على أنه حلقة الوصل بين مختلف القطاعات الإقتصادية، حيث يلتقي فيه أصحاب الفوائض المالية مع أصحاب العجز المالي وتحدث المبادلات الرأسمالية في الأجلين القصير والطويل.

الفرع الثالث: مقومات إنشاء السوق المالية

يتطلب إنشاء سوق المال توافر عدد من المقومات الأساسية لكي يصبح سوقا فعالا قادرا على تحقيق الأهداف التي تقام من أجلها هذه المقومات يمكن حصرها فيما يلي:²

أولاً: إعتناق فلسفة إقتصادية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الإقتصادي في ظل إعتبرات الكفاءة الإقتصادية والسلوك الرشيد لكل من المنتج والمستهلك المصدر والمستورد وغيرها من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الإقتصادي، كما يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على أوجه النشاط الإقتصادي التي تحقق أعلى معدل عائد ممكن في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر.

ثانياً: ضرورة وجود حجم كافي من المدخرات بشقيها الوطني والأجنبي المعروضة وفي الوقت نفسه يقابلها طلب كاف عليها حتى لا يوجد فائض في الطلب دون أن يناظره العرض المتاح من المدخرات التي تتكفل بتغطيته، أو فائضا في العرض لا يوجد الطلب القادر على توظيفه في وجوه الإستثمارات المالية المختلفة.

ثالثاً: وجود فرص إستثمارية كافية وقادرة على إجتذاب رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل المعروضة والباحثة في الوقت نفسه عن فرص جذابة للإستثمار.

رابعاً: إيجاد الإطار التشريعية والتنظيمية الفعالة من خلال مرونتها وقدرتها على التطور والتكيف المستمر مع المتغيرات الإقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات كافية وقادرة أن تساعد

¹ كهيبة سبابو، تزياب الأسواق المالية وانعكاساتها على بلدان العلم الثالث، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة

الجزائر، الجزائر، 2000-2001، ص 7.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 112، 113.

كثيرا في تسهيل المعاملات وتحركات رؤوس الأموال من ناحية وفي الوقت نفسه توفر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالي من ناحية أخرى.

خامسا: توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية وإستحداث وتوليد الفرص الإستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات إستثمارية والترويج لها من ناحية أخرى.

فهذه المؤسسات المالية أو المصرفية تلعب دورا بارزا في عملية التوسط بين المدخرات والمنظمين لإيجاد التلاقي المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها وعرض فرص الإستثمار والطلب عليها.

سادسا: وجود محفظة أوراق مالية جيدة ومتنوعة تحتوي على العديد من المزايا المتنوعة حتى تكون قادرة على جذب المتعاملين في السوق المالي وفي الوقت نفسه تتضح أمامهم فرص كبيرة للإختيار من بينها.

المطلب الثاني: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية

للأسواق المالية وظائف إقتصادية قد لا تكون واضحة للعديد من الناس ولكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الإتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع، أي ما بين المدخرين والمنتجين.

فالقطاعات التي تقوم بالإدخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا إلى المصادر المالية التي تساعد على الإستمرار في تأدية وظيفتها الإقتصادية، إذ تقوم الأسواق المالية في تأدية وظيفتها الإقتصادية الأساسية بنقل الأموال الفائضة من القطاعات التي تملكها إلى تلك التي لديها عجز في الأموال.¹

وتتمثل أهم هذه الوظائف فيما يلي:²

الفرع الأول: تحفيز الإدخارات وتعبئتها

ويمكننا إيرادها من خلال النقاط التالية:

✓ الجهاز المصرفي هو وعاء إيجابي له فعاليته في تحفيز الإدخارات وتجميعها، من خلال الجهاز المصرفي، وهذا الأمان مصدره خضوع هذا الجهاز للقوانين وخضوعه لرقابة البنك المركزي، كما

¹ عبد النافع الزوري، مرجع سبق ذكره، ص:19.

² رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر والإقتصاد الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، كلية التجارة، جامعة الأزهر، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010، ص ص: 14، 15.

- يعمل على تحفيز الإدخارات وتجميع الأدوات أو الوسائل المتعددة التي يستخدمها الجهاز المصرفي والتي تتنوع في مبالغها وعوائدها وتتلائم مع شرائح متنوعة من الدخل؛
- ✓ أسواق الأوراق المالية تتكامل مع الجهاز المصرفي في تحفيز الإدخارات وتعبئتها، هذه الأسواق تتعامل في أدوات مالية يمكن بها تحريك الإدخارات، مثل الأسهم وذلك لأنها تملك حوافز مثل حق الملكية وحق الحصول على عائد على الإدخارات، كما أن السهم يمكن أن تقدر قيمته بمبالغ صغيرة بما يشجع فئات متنوعة من المدخرين؛
- ✓ التفاعل التكاملي بين الجهاز المصرفي والأسواق المالية يمكن توظيفه بحيث يعمل بدرجة كبيرة على تحفيز الإدخارات وتعبئتها.

الفرع الثاني: تفعيل تحويل الإدخارات إلى إستثمارات وتوجيهها

لا يكفي وجود إدخارات في المجتمع لتحقيق النتائج الإقتصادية المأمولة من هذه الإدخارات وإنما يلزم أن يصاحب ذلك تحويل هذه الإدخارات إلى إستثمارات، فالأسواق المالية بجناحيها الجهاز المصرفي وأسواق الأوراق المالية تعتبر أهم الوسائل أو الأوعية التي توجه الإدخارات إلى الإستثمارات، كما تعد الإمكانات المتعددة والوسائل المتنوعة التي تتوافر أو توفرها الأسواق المالية تعتبر أكبر الحوافز لتحويل الإدخارات إلى إستثمارات، ولكن مطلوب أيضاً حسن توجيه الإدخارات إلى الاستثمارات، هذه الأخيرة تتفاوت من حيث أهميتها للإقتصاد القومي ومن حيث العائد الذي تدره على صاحب الإدخارات، كما تعمل الأسواق المالية على ترشيد قرار الإستثمار سواء من وجهة نظر مصلحة الإقتصاد القومي أو من وجهة نظر المصلحة الخاصة لأصحاب الإدخارات، كما أن الحياة الإقتصادية في تطور مستمر وهذا التطور يستلزم إستحداث مؤسسات كما يستلزم آليات تتلائم مع هذا التطور، فالأسواق المالية كانت من وسائل تطور الحياة الإقتصادية ومن وسائل إستيعاب هذا التطور.

الفرع الثالث: زيادة الثروة

تلعب أسواق المال دور مخزن للثروة، وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الإدخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة وتتسم الأدوات المالية التي يوفرها سوق رأس المال بأنها تتعرض للإهلاك، كما أنها تولد دخلاً خلال فترة الإحتفاظ بها، فضلاً عن إنخفاض درجة مخاطرتها مقارنة بالأشكال الأخرى أو الإحتفاظ بالثروة، ومن ثم فإن زيادة قدرة سوق المال

على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعني زيادة الثروة في الإقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.¹

الفرع الرابع: تأمين السيولة

تؤصل الأدبيات الاقتصادية لموضوع السيولة فيما يعرف باسم دوافع الطلب على النقود، وتطلب النقود لدوافع ثلاثة دافع الإستهلاك وهو الطلب على النقود لمواجهة حاجات الشخص، ودافع الإحتياط وهو أن يحتفظ الشخص بجزء من النقود لمواجهة الحاجات الطارئة، ودافع المضاربة وهو الجزء من النقود الذي يخصصه الشخص للإستثمار أي للحصول على دخل. الأسواق المالية بقسميها وهما سوق النقد وسوق رأس المال تتيح وعاءاً ملائماً أو وعاءاً فعالاً لإدارة سيولة الجهاز المصرفي وهو يغطي سوق النقد وجزء من سوق رأس المال يتيح إدارة السيولة بمرونة كبيرة بحيث يستطيع الشخص وهو يودع نقوده في هذا الجهاز أن يواجه بسهولة ويسر وسرعة كبيرة إحتياجاته للنقود سواء للإستهلاك أو للمضاربة للحصول على دخل أو للإحتياط، أما أسواق الأوراق المالية وهي الجناح الثاني من سوق رأس المال يتيح أيضاً للشخص إدارة النقود التي توظف في هذا السوق مثل الأسهم بدرجة كبيرة من المرونة أو بدرجة المرونة التي يطلبها الشخص، وإن كانت درجة السيولة في أسواق الأوراق المالية أقل من درجة السيولة التي تتحقق مع الجهاز المصرفي. إدارة السيولة التي تحققها الأسواق المالية ترفع من كفاءة إدارة الإقتصاد وذلك بالتفعيل الصحيح للإدخارات وتوجيهها إلى الإستثمارات بل والتفعيل الصحيح للإكتناز وهو الطلب على النقود للإحتياط، أي لمقابلة الحاجات الطارئة.²

سبق الذكر أن الأسواق تنقسم إلى قسمين أسواق حقيقية وأسواق مالية، يمكن القول إن إدارة السيولة من خلال هذين السوقين تتحقق لها الكفاءة وتحقق الكفاءة في إدارة الإقتصاد، وإذا كانت هذه الأسواق تعمل بدون تدخل مضر فإن إدارة السيولة تكون على المستوى المطلوب والملائم تماماً وكذلك كفاءة إدارة الإقتصاد تكون على نفس المستوى المطلوب والملائم.

الفرع الخامس: المشاركة في تحقيق توازن الإقتصاد

يمكن إبراز هذا من خلال النقاط التالية:

¹ إيهاب الدوسقي، إقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2004، ص:87.

² المرجع نفسه، ص:89.

- ✓ وظيفة الأسواق هي تحقيق التوازن في المستوى الذي تعمل فيه أو تعمل عليه، على سبيل المثال الأسواق الحقيقية تتحدد مهمتها في تحقيق التوازن في سوق السلع من حيث العرض والطلب وتقاس كفاءة فعالية هذا السوق بالدرجة التي يتحقق بها التوازن؛
- ✓ الأسواق المالية تعمل لنفس الهدف وتخضع لنفس التقويم، هذه الأسواق تعمل على الإدخارات والاستثمارات والمطلوب أن يحقق هذا السوق التوازن بينها؛
- ✓ أسواق الأوراق المالية وهي جزء من الأسواق المالية وهي تتعامل في أدوات لها طبيعة خاصة ومنها الأسهم، هذه الأسواق تعمل أيضاً تحت أساس أو معيار التوازن، ولها توازنها الخاص بها؛
- ✓ الأسواق الحقيقية تعمل على تحقيق التوازن في المجال الذي تعمل فيه أو تعمل عليه و نفسه كذلك بالنسبة للأسواق المالية، والإختلال في أي من السوقين له أضراره إلا أن التاريخ الإقتصادي للقرن العشرين والسنوات التي مضت من القرن الحادي والعشرين يشير إلى خطورة عدم تحقيق التوازن في الأسواق المالية وبحيث يمكن القول أن الأزمات الإقتصادية أو الإضطرابات الإقتصادية على وجه العموم التي حدثت في الفترة الزمنية المذكورة ظهرت في الأسواق المالية وانتقلت منها إلى الأسواق الحقيقية، الأمر على هذا النحو يشير إلى الخطورة التي تترتب على إختلال التوازن في الأسواق المالية، وهذا يستلزم العمل بكل الوسائل ومع كل المتعاملين بمراقبة هذه الأسواق ومتابعة عملها وإتخاذ القرارات الفورية التي تصلح أداء الأسواق المالية.

الفرع السادس: تحويل الخطر وتحويل الإنتظار

- من أكثر الوظائف الإقتصادية للسوق المالية أهمية هي توفير الحماية للعديد من الأعمال إزاء المخاطر المالية، إذ تسهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الإستثمارات المادية التي تقوم بها شركات المساهمة من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراق مالية متنوعة لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر، وذلك من خلال:¹
- ✓ **التنوع:** أي تنوع مجالات وأوجه الإستثمار وتساعد الأسواق المالية كثيراً على تحقيق هذا التنوع.

- ✓ **التحوط:** أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية وأسعار الأسهم التي قد تكون في المستقبل، فيدخل المستثمر في إنفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه الآن وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل.

¹ طارق محمد خليل الأعرح، الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه في إدارة المصارف (غ منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2004، ص:9.

المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية

تأسس على مفهوم الأسواق المالية وما يتضمنه من أنماط مختلفة للتمويل أو دور المؤسسات الوسيطة وطبيعة الأصول المتداولة، إلى تعدد التقسيمات للأسواق المالية، كما أدى توسيع النشاط الإقتصادي إلى صعوبة فصل كل نوع عن الآخر، وبدأت تظهر ملامح واضحة الإتجاه نحو شمولية السوق المالية المعاصرة من خلال تعدد الوظائف وتعدد الأدوات، وعليه تم تقسيم الأسواق المالية إلى سوق رأس المال (متوسط وطويل الأجل) وسوق النقد (قصير الأجل) ويمكن إبرازها في مايلي:¹

الفرع الأول: سوق رأس المال

أولاً: مفهوم سوق رأس المال

هو المكان أو الميكانيكية التي يتم عن طريقها ومن خلالها خلق وتداول الأصول طويلة الأجل أي أن التعامل في هذه السوق يجري على رؤوس أموال طويلة الأجل (سنة فما فوق). ويأتي عرض هذه الأموال من جانب أولئك الذين ييغون توظيف أموالهم لأجل طويل، أما الطلب على هذه الأموال يأتي من قبل الذين ييغون إستخدامها في إستثمارات، ومن أهم الإصدارات المتداولة في سوق رأس المال نجد الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل ولسوق المال سوق أولية يجري فيها تداول الإصدارات الجديدة وسوق ثانوية يجري فيها تداول الإصدارات القائمة تكون على شكل سندات أو سندات أذونية، وكذلك نجد الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الهيآت والوكالات التي تخضع للإشراف والمراقبة الحكومية والأوراق التي تصدرها الإدارات المحلية كالمحافظات والمجالس البلدية والقروية وأخيراً هناك سندات المؤسسات الخاصة وسندات الرهن والأسهم والجدير بالذكر أنه في الأسواق المالية الكبيرة المنظمة توجد لكل نوع من هذه الإصدارات سوق ثانوي متميز خاص بها. ومن أهم متطلبات سوق رأس المال يوجد تدفق مستمر من الأموال للبحث عن الإستثمار وفي نفس الوقت توجد مؤسسات مالية قادرة على إمتصاص هذه الأموال، وتوجيهها نحو الإستثمارات الآمنة والمرحة بحيث يتم إيصال هذه الأموال إلى مقترضين ممتازين بحاجة إليها، وبالطبع يتم ذلك كله من خلال ميكانيكية تختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن بلد لآخر.²

¹ رسمية قرياقص، أسواق المال : أسواق رأس المال-المؤسسات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص:11.

² إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 132 .

ثانياً: تقسيمات سوق رأس المال

و ينقسم سوق رأس المال إلى أسواق الإقراض طويلة الأجل وسوق الأوراق المالية، وذلك من خلال ما يلي:

أ- سوق الإقراض طويل الأجل: وتشمل التعاملات في الأدوات التالية:¹

- 1) القروض المصرفية: هي قروض تمنحها البنوك التجارية لأصحاب الأعمال أو الشركات وجمهور المستهلكين ولا يوجد سوق ثاني لهذه القروض لذا فإنها أقل أدوات رأس المال سيولة.
- 2) القروض العقارية: وهي القروض التي تمنح لأصحاب الأعمال والأفراد لغرض شراء البيوت والأراضي والعقارات الأخرى، حيث تمثل هذه العقارات ضمان لهذه القروض، وتعتبر هذه السوق أكبر أسواق الدين.

3) القروض الزراعية والصناعية: هناك مؤسسات وبنوك متخصصة تتعامل مع هذين القطاعين بالإضافة إلى البنوك التجارية.

ب- أسواق الأوراق المالية: تعتبر أسواق الأوراق المالية فائقة الأهمية في إطار الأسواق المالية وتتعامل هذه الأسواق بأدوات دين كالسندات وأدوات ملكية كالأسهم، مدة إستحقاق الأوراق تزيد عن سنة، حيث تتصف هذه الأدوات بتقلبات كبيرة ومفاجئة في أسعارها مقارنة بأدوات السوق النقدي لذا تعتبر أكثر مخاطرة.

الفرع الثاني: سوق النقد

إن السوق النقدي هو سوق التعامل ما بين البنوك، الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة و المدينة للمؤسسات الإئتمانية حيث تقوم البنوك بإستثمار فوائضها لدى هذا السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة إستناد إلى وضعية إحتياطياتها لدى البنك المركزي بهذا الشكل فإن السوق النقدي يعمل على تحقيق الربحية الأمثل لحسابات البنوك.

ويقصد بسوق النقد الذي يتعامل فيه بالأوراق القصيرة الأجل حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدون عليها بأن لحاملها أو لحائزها الحق في إسترداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر (المبلغ الأصلي بالإضافة إلى العائد) وهذه الأدوات تكون للتداول وأن تواريخ إستحقاقها لا تزيد عن سنة، تتصف هذه الأدوات (أوراق مالية قصيرة الأجل) بسيولة عالية حيث يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر أو بربح ونظراً لإنخفاض مخاطر مدة الأدوات، فيتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض، وهناك بعض من هذه

¹ المرجع نفسه، ص:133.

الأوراق كأذونات الخزنة قد يحصل مشتري لهذه الأوراق على عائد مقدما عند شرائه الأوراق بخصم على القيمة الإسمية ويمكن لحامل الورقة أن يتصرف بها قبل موعد الإستحقاق وذلك ببيعها في السوق النقدي بقيمة أقل من قيمتها عند الإستحقاق وتزداد تلك القيمة كلما إقترب تاريخ الإستحقاق.¹

¹ عبد النافع الزوري، غازي فرح، مرجع سبق ذكره، ص:35.

المبحث الثاني: أساسيات أسواق الأوراق المالية

إن سوق الأوراق المالية يلعب دورا بارزا في تكوين حلقة الوصل بين الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات الإقتصادية ذات العجز بهدف توجيه المدخرات نحو إستغلال الفرص الإستثمارية المربحة، إذ تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية من جهة نظرة المستثمرين إليها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح، كما يحتاج المستثمرون والمضاربون إلى وجود مؤشرات أسواق الأوراق المالية من أجل معرفة توجهات أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال وسائل الإعلام التي تهتم بالنواحي المالية.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ووظائفها

وسنتطرق إلى تعريف السوق المالي أهميته، وذكر أهم وظائفه.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية مجموعة من التعاريف منها:

يعرف سوق الأوراق المالية على أنه: "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء، أو الآلية التي تمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة عالية من القطاعات الإقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الإقتصادية التي تعاني من العجز المالي".¹

كما يعرف على أنه: "السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي السوق المنظمة تتم الصفقات ببيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف باسم البورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن السوق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول أوراق مالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول أوراق مالية للمنشآت وهيئات من دول أجنبية".²

ويعرف أيضا بأنه: "السوق الذي تتم فيه عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى (شهادات الإيداع، أوراق المساهمة) وتجري هذه العمليات في مكان محدد

¹ مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، أثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالية العربية دراسة حالة سوق مصر للأوراق المالية"، مذكرة ماستر (غ منشورة)، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة جيجل، الجزائر، 2013، ص: 06.

² ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص: 6، 7.

ومعروف وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليدها يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات المقبلين على الاستثمار والمضاربين على تقلبات الأسعار".¹

ومن خلال التعاريف السابقة نجد أن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين، إذ يتمكن بذلك من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال أدت إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي وبالتالي سمحت بالتعامل في خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية

تتمثل أهمية سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:²

- ✓ توفير الأموال حيث تعد سوق الأوراق المالية من منافذ توفير الأموال، حيث يجذب طرح الأسهم مدخرات الأفراد والشركات ويوظفها لهم بشكل يحقق عائداً مناسباً لهم؛
- ✓ توجيه المستثمرين إلى المشروعات الناجحة والتي من شأنها رفع قيمة أسهمها؛
- ✓ الحد من معدلات التضخم وذلك من خلال امتصاص فائض السيولة وتوجيهها نحو الاستثمار؛
- ✓ تساهم في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح الأوراق المالية الحكومية في تلك الأسواق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة زيادة لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من الجمهور، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية وذلك عن طريق السندات التي تصدرها الخزينة العمومية ذات الآجال المختلفة ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال؛

- ✓ تحقيق صالح البائع بالحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية؛
- ✓ إيجاد منافذ شرعية للمدخرين لنقل ممتلكاتهم للغير؛
- ✓ تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار المختلفة للاقتصاد القومي؛³

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريش، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص: 433.

² محسن أحمد الخضير، كيف تعمل البورصة في 24 ساعة، إترك للنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص: 17-20.

³ مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، مرجع سبق ذكره، ص: 07.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

- ✓ تتمثل أهم الوظائف التي يقوم بها سوق الأوراق المالية في:¹
- ✓ تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أساس تنافسية كفاء؛
- ✓ جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليص الاعتماد على الاقتراض الخارجي؛
- ✓ الإسهام في التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة وبالتالي التقليل من تكاليف ومخاطر التمويل؛
- ✓ توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة؛
- ✓ المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج الإقتصادي من خلال تمويل الفرص الإستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج، وبالتالي رفع مستويات التشغيل والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي؛
- ✓ المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والإستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء؛
- ✓ القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

تأخذ الأوراق المالية ثلاث أشكال رئيسية وهي أدوات الملكية، أدوات المديونية والمشتقات.

الفرع الأول: أدوات الملكية

يمكن تقسيم أدوات الملكية إلى نوعين هما:

أولاً: الأسهم العادية

أ- مفهوم الأسهم العادية

الأسهم العادية هي عبارة عن: "مقدار الاشتراك في رأس مال الشركة، أي المقدار المملوك من رأس مال الشركة، وبذلك يقسم رأس المال إلى أجزاء متساوية كل جزء منها سهم".²

¹ نبيل خليل طهسمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، كلية إدارة الأعمال، جامعة غزة، فلسطين، 2007، ص:30.

² محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق المالية، دار هومة، ج2، الجزائر، 2002، ص:07.

وتعرف الأسهم على أنها عبارة "عن وثيقة مالية تصدرها شركات المساهمة بقيمة إسمية ثابتة لفترات طويلة الأجل، حيث تطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية وهي تخول لحاملها الحق في إمتلاك جزء من ممتلكات هذه الشركات."¹
 من خلال ما سبق نستنتج أن السهم العادي عبارة عن أجزاء متساوية من رأس مال شركة المساهمة وللسهم العادي ثلاث قيم، قيمة إسمية وقيمة دفترية وأخرى سوقية.

ب- خصائص الأسهم العادية

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص منها:²

- ✓ حق الملكية حيث يكون المساهم مالك جزئياً لموجودات الشركة، وذلك بمقدار نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة؛
- ✓ إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام؛
- ✓ يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في السوق الثانوي، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل توزيعها؛
- ✓ يحق لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي؛
- ✓ ليس لها تاريخ إستحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة؛
- ✓ يحصل حامل السهم العادي على عائد متغير طبقاً لما تحققه الشركة في ظل الظروف الإقتصادية؛

✓ أسهم الشركة الواحدة متساوية القيمة، فلا يوجد أسهم تكون قيمتها أعلى من البعض الآخر.

ج- أنواع الأسهم العادية: وتضم كلا من³

- 1) الأسهم الإسمية: يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتاً في الشهادة ويسجل أيضاً باسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب إنتقال ملكية السهم القيد في سجل الشركة المصدرة.
- 2) الأسهم لحاملها: هي أسهم لا يكتب اسم صاحبها على صك السهم، وتنتقل ملكية هذا السهم بمجرد تداوله أو التنازل عنه لشخص آخر.

¹ مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، مرجع سبق ذكره، ص:22.

² عبد العزيز أمين، الأسواق المالية، دار قباء للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004، ص:38.

³ مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، مرجع سبق ذكره، ص:23.

- (3) **الأسهم النقدية:** وهي التي تدفع قيمتها نقداً.
- (4) **الأسهم العينية:** عندما تأخذ شكل حصص عينية في رأس مال الشركة كموجودات لشركة قائمة (عقارات، بضاعة، آلات... الخ).
- (5) **الأسهم المختلطة:** يدفع جزء منها نقداً والجزء الآخر عينا.
- إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعاً جديدة من الأسهم وهي:
- (6) **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل.¹
- (7) **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعد من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين (المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم) في دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.²
- (8) **الأسهم العادية المضمونة:** إن الأسهم المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباح رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض، بينما لا يتكبد صاحبها الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم طالما أمكنه الرجوع إلى المنشأة والحصول على التعويض.

ثانياً: الأسهم الممتازة "Preferred Stocks"

أ- تعريف الأسهم الممتازة

- السهم الممتاز هو نوع من الأسهم يحمل مزايا كل من الأسهم والسندات في نفس الوقت، فهو يشبه السهم العادي في عدة نواحي أهمها:
- ✓ أنه ليس له تاريخ إستحقاق ولا يحق له المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها وأن مسؤوليته حامله محدودة بقيمة السهم؛
- ✓ كما يعطي لحامله أفضلية على المساهمين العاديين تتمثل بتحديد سنة ثابتة من المردودية لهذه الأسهم تحدد عند الإصدار وتحديد هذه النسبة المسبقة للعوائد؛³

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص: 95.

² ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، مرجع سبق ذكره، ص: 44.

³ جمال ناجي، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، 1998، ص: 14.

✓ كذلك تتشابه الأسهم الممتازة والسندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدود بنسبة معينة من قيمته الإسمية؛

✓ ويأتي حملة الأسهم الممتازة بعد حملة السندات من حيث حصولهم على مستحقاتهم.

ب - أنواع الأسهم الممتازة

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك أسهم ممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت إضافة إلى الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

(1) الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم ففي عام 1982 ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزنة على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث شهور بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم وإن كان يشترط أن لا تزيد النسبة عن 15.5% من تلك القيمة.¹

(2) الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: وهي حق يستفيد منه المستثمر ويتيح له المشاركة في اتخاذ القرارات لإدارة المنشأة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحة المستثمر وهي إقرار التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة.²

(3) الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: وهي فرصة تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائدا جيدا مع مراعاة الظروف المحيطة.³

الفرع الثاني: أدوات المديونية

وتعتبر أدوات المديونية (السندات) مصدرا من مصادر التمويل للمقترض تلجأ إليها الشركات والحكومات لسد الإحتياجات المالية الكبيرة، التي لا يمكن تمويلها من قبل جهة واحدة، إذ يتم تجزئة المبلغ المطلوب إلى فئات يتم تسنيدها وتسويقها إلى الجمهور.

¹ مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص: 103.

³ محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، عمان، 1999، ص: 214.

أولاً: تعريف السندات

يمكن تعريفها كما يلي: "تمثل السندات "Bonds" صكوك مديونية تصدرها منشآت الأعمال أو الحكومات المحلية والهيئات شبه الحكومية والتي تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المقترض والمستثمر".¹

ومن خلال التعريف يتضح ما يلي:

- ✓ السند أداة استثمارية وادخارية في آن واحد؛
- ✓ حامل السند دائن للجهة المصدرة (القيمة الاسمية والفوائد)؛
- ✓ عائد السند فائدة محددة واستحقاقها دوري سنوي أو دوري نصف سنوي؛
- ✓ صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية²، ويختلف هذا التداول باختلاف الشكل الذي يصدر فيه فإذا كان اسمي يتم تداوله بطريقة القيد في سجلات الشركة، وإن كان لحامله يقع تداوله بطريقة التسليم، وإن كان لأمر فيتداول بالتظهير؛
- ✓ حامل السند ليس له الحق في التدخل في شؤون تسيير المؤسسة؛
- ✓ عند التصفية أو الإفلاس تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم.

ثانياً: خصائص السندات:

يمكن ذكر الخصائص فيما يلي:

- ✓ بالنسبة لخاصية الاستبدال تعطي لحاملي السندات من هذا النوع حق استبدال السندات بأسهم ويتحول بذلك حامل السند من مقرض لشركة إلى مساهم في حقوق الملكية؛
- ✓ تتميز كل السندات التي تصدرها الشركات بميزة حق الاستدعاء، وتعطي هذه الميزة حق إعادة شراء السندات من طرف الشركة التي أصدرتها قبل ميعاد إستحقاقها، ويحصل أصحاب السندات على علاوة تعويضية مقابل التنازل عن السندات تتمثل في ارتفاع سعر الشراء عن القيمة الدفترية للسند؛
- ✓ بالنسبة لخيارات الشراء المضمون، فإنها تعتبر من المحفزات التي تربطها الشركة بالسند عند الإصدار وهي تشابه في شكلها إلى حد كبير خاصية الاستبدال رغم الاختلاف بينهما؛

¹ عبد الحميد محمد الشواربي، إدارة المخاطر الائتمانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص: 120.

² ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، مرجع سبق ذكره، ص: 87,86.

- ✓ لحامل السند بصفته دائنا للشركة الحق في الحصول على فائدة ثابتة سنويا بصرف النظر عن ما تنتج عمليات الشركة من أرباح أو خسائر؛
- ✓ تمثل السندات استثمارا مضمونا بالمقارنة باسهم رأس المال، حيث عادة ما يقتني السندات المستثمرون متجنبو المخاطر "RiskAvoiders"، بينما يقتني الأسهم المستثمرون الراغبون في تحميل المخاطر "RiskTakers" نظير الحصول على عوائد اكبر، لذلك يكون سعر الفائدة في السندات اقل من معدل الفائدة على الأسهم؛
- ✓ صكوك مديونية ذات اجل لسداد أصل الدين.

ثالثا: أنواع السندات: يمكن تصنيف السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية إلى:

(1) **السندات المضمونة Secured Bond**: التي توفر حماية السندات بالموجودات المرهونة لها وتعد السندات المرهونة بعقار أو معدات من أهم صورها، وتسمى سندات الرهن فقد تكون سندات الرهن مفتوحة النهاية، حيث يجوز للشركة المعنية بإصدارات إضافية على ذات الرهن أو الضمانات، مما يوفر مرونة لتمويل الشركة إلا أن الإفراط في الإصدار قد يضعف مقدار الحماية للسندات، وقد تكون سندات الرهن مغلقة النهاية، تمنع الشركة من إصدارات إضافية لحماية قيمة الضمان.

(2) **السندات العادية Debentures Bond**: و ضماناتها لحملة السندات تنحصر بقدرة الجهة المصدرة على دفع الفائدة وأصل المبلغ أي يعد المركز الائتماني محور ضمان هذه السندات، وتمثل سندات الدخل إحدى صور هذه السندات، حيث يرتبط دفع الفائدة بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح التي تغطي الفائدة الواجب دفعها، وعدم دفع الفائدة لا يعني إشهار الإفلاس، كما هو الحال في السندات المضمونة، إذ بالإمكان تأجيل دفع الفائدة طبقا للشروط الإصدارية.¹

(3) **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية**: هي السندات التي تحمل في طياتها الحرية في اختيار قابليتها للتحويل إلى أسهم عادية، وغالبا ما يكون منصوص على عدد الأسهم العادية الممكن التحويل إليها بموجب السند.

¹ ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، مرجع سبق ذكره، ص ص:91،92.

4) **سندات الدرجة الأولى والثانية Senior & Junior Bond**: هذه التسمية مشتقة من الأسبقية القانونية لحملتها بموجودات الشركة عند التصفية وعادة تكون سندات الدرجة الأولى ذات فائدة أقل من الدرجة الثانية.

5) **سندات مسجلة بأسماء مالكيها**: يستطيع أي شخص من غير المالك المسجل باسمه السند، أن يتصرف به سواء بالبيع أو المطالبة بالفوائد وبالقيمة الإسمية، وهو أقل خطورة عند فقدانها لذا تستحق عائد أقل، كذلك بالإضافة للمخاطر القليلة فهي تتحمل تكاليف تسجيل المعلومات المتعلقة بالمالكين والتي قد يكون مسؤولاً عنها قسم كامل في المنشأة.

6) **سندات لحامله**: سند قابل للتداول يمكن لأي شخص يحمله بيعه أو المطالبة بفوائده وبالقيمة الاسمية، ويكمن رهنه " شبه نقدي" لكنها ذات مخاطر عالية لدى تستحق عائد أعلى.

الفرع الثالث: المشتقات المالية كأداة لتصريف ومواجهة مخاطر الأوراق المالية

مع التطور الهائل الذي شهدته أسواق المال، شهدت السوق تقديم مجموعة من الأوراق والوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين في السوق، والتي تتمثل في المشتقات المالية.

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

حسب التعريف الذي ذكره صندوق النقد الدولي: المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد أو التدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.¹

ثانياً: أنواع المشتقات المالية

هناك عدة أنواع للمشتقات المالية وتتمثل في العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار والمبادلة.

أ- العقود الآجلة "Forward Contracts":

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق.²

ب- العقود المستقبلية "Future Contracts":

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص 60-114.

² مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

يقصد بالمستقبلات المالية أدوات مالية حديثة نبعت من فكرة العقود الآجلة، وهي عقود قانونية ملزمة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية نمطية محددة من أحد الأدوات المالية بذاتها بسعر محدد في وقت إبرام العقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل.¹

والعقود المستقبلية هي عقود نمطة من حيث تواريخ الاستحقاق وحجم العقد والأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على أساسها.²

وفي مثل هذه العقود يطلق على البائع صاحب الأجل القصير وعلى المشتري صاحب الأجل الطويل.

1) بائع الأجل القصير: يسمى بائع العقد المستقبلي وهو الشخص الذي يمتلك الشيء الموضوع للتعامل ببائع الأجل القصير حيث يلتزم بتسليم الشيء المتفق عليه بالسعر والكمية في التاريخ المحدد مستقبلاً وهذا البائع يأخذ موقفاً قصيراً الأجل لان التزامه أو تعهده ينتهي بنهاية العقد وتسليم السلعة والتي غالباً ما تكون في الأجل القصير.

2) مشتري الأجل الطويل: وهو الشخص الذي يشتري العقد ويتعهد به ويلتزم بشراء أصل معين بنفس شروط العقد أو تسوية هذا في السوق المنظمة وبالتالي فإنه يطلق على هذا المشتري بمشتري الأجل الطويل لأنه ملتزم باستلام الشيء موضوع التعامل.³

ج - عقود الخيارات:

يعرف عقد الخيار بأنه اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدماً، ومن أنواعه ما يلي:

1) خيار الشراء "Callotion": يعرف خيار الشراء بأنه ورقة مالية تمنح حاملها الحق لشراء موجود معين بسعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ، أو سعر الصفقة وذلك خلال فترة زمنية يطلق عليها تاريخ الاستحقاق أو تاريخ التنفيذ، وبما أن الخيار هو حق، فإن حصول المستثمر على هذا الحق ليس من دون مقابل، حيث يدفع إلى بائع ذلك الخيار مبلغاً من المال يطلق عليه سعر الخيار أو العلاوة، وهذا المبلغ ثابت يتم تحديده في بداية التعاقد وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق الخيارات.⁴

¹ مدحت صادق، النقود وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 1997، ص: 178.

² زياد رمضان، محمود جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2003، ص: 287.

³ سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 2004، ص: 476.

⁴ خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم، تحليل، إستراتيجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص: 309.

(2) خيار البيع "Put option": يعرف خيار البيع بأنه ورقة مالية تمنح حاملها الحق لبيع موجود معين بسعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ وذلك في فترة زمنية معينة يطلق عليها تاريخ الاستحقاق، وكما هو الحال في خيار الشراء حصول المستثمر على خيار البيع ليس بدون مقابل، حيث يدفع إلى بائع ذلك الخيار مبلغاً من المال يطلق عليه سعر أو علاوة الخيار.¹

(3) الخيار الأمريكي " American Option ": هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ إنتهائه.

(4) الخيار الأوروبي " European ": هو حق إختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لإنهاء العقد.

د- عقود المبادلة: المبادلة في الحقيقة هي عقد اجل و لكنها أعطيت أهمية خاصة في الأسواق المالية، وهي على وجه العموم من أدوات السوق غير الرسمية.²

المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

من خلال التعاريف التي وضعها خبراء المال ورغم تعددها إلا أنها تحمل نفس المعنى من بينها:

كفاءة السوق هو مصطلح فني يستخدم عندما يعكس سعر سهم منشأة ما المعلومات المتاحة عن تلك المنشأة، سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو السجل التاريخي لسعر السهم أو التحليلات والتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة للمنشأة.³

كما تعرف كفاءة السوق على أنها السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما مع كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تقيس على أساسها وسائل إعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، غير

¹ اسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2005، ص: 19.

² سمير عبدا لحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

³ حسان المتتي، مرجع سبق ذكره، ص: 3.

ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة، تعكس تماما قيمته الحالية، التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر كما ينطوي عليه الإستثمار في ذلك السهم من مخاطر أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن إمتلاك والمخصومة بمعدل عائد على الإستثمار، يكفي لتعويض المستثمر من مخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه.¹

وبالتالي يمكن القول عن الكفاءة في الأسواق على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر ما من المرونة تسمح بتحقيق إستجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للمتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية وتكون السوق كفاء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق.

الفرع الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي:²

أولاً: فرضية الصيغة الضعيفة

التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

ثانياً: فرضية الصيغة المتوسطة

التي تقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، إذ يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية علي حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

ثالثاً: فرضية الصيغة القوي

وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين إستخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو إستعانوا بأفضل مستشاري الإستثمار.

¹ مريم فرخة، أمل الحياة حمدي، مرجع سبق ذكره، ص:41.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 35.

الفرع الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيص كفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.¹

أولاً: الدور المباشر وهو يقوم على حقيقة مفادها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأ ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية هذا يعني أن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمار واحدة سوف تستطيع بسهولة إصدار وإنخفاض متوسط تكلفة الأموال.

ثانياً: الدور غير المباشر وبعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود إقتراض مع المؤسسات المالية عادة ما يكون بمعدلات فائدة معقولة.

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه سمتان أساسيتان هما:²

أ- **كفاءة التسعير**: وتعرف كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية على أنها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون وجود فاصل زمني كبير، وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرص لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

ب- **كفاءة التشغيل**: أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسماسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرص تحقيق هامش ربح فعال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل.

¹ المرجع نفسه، ص ص:33،34.

² عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص:188.

المطلب الرابع: مؤشرات سوق الأوراق المالية وإستخداماتها

من خلال هذا المطلب سنحاول الإحاطة بأهم المفاهيم المتعلقة بالمؤشرات سوق الأوراق المالية وإستخداماتها .

الفرع الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريف المؤشر

المؤشر هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم إختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننقل إلى فترة مستقبلية.¹

المؤشر هو: "قيمة يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات أو الصناديق... الخ ارتفاعاً وناخفاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها".²

مؤشر السوق هو "قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم والحاصلة في سوق رأس المال بشكل رئيس سوق الأسهم ، كان سوق منظم أو غير منظم".³

من خلال هذه التعارف يمكن القول أن المؤشرات الاقتصادية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها إقتصاد الدولة، وتفيد المؤشرات في التعريف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمة متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجعاً أو غير مرجع لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم، والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى.

ثانياً: أنواع المؤشرات

فبالرغم من أنّ عشرية الثمانينات من القرن الماضي تعتبر عشرية تطور المؤشرات إلا أنّ هذه الأخيرة قد ظهرت في القرن 19 كمؤشر داو جونز الذي نشر لأول مرة سنة 1884، في الوقت الذي كان المستثمر يبحث عن وسيلة تعكس سلوك السوق المالية بصدق، وحتى الآن مازال ذلك المستثمر

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 77.

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

³ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 298.

في الأوراق المالية المختلفة وجها لوجه مع عدد أكبر من المنتجات المالية المعقدة المطروحة للبيع والشراء، تتغير في اتجاهات مختلفة وبمستويات متفاوتة من فترة لأخرى وبالتالي مازال بحاجة إلى تلك الأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها، من هنا أتت أهمية مؤشرات البورصة في توضيح اتجاه الأسعار في الأسواق المالية، ولسوء الحظ فقد وقع المستثمر مرة أخرى في فخ تعدد المؤشرات وأوجه إستعمالاتها، بالإضافة إلى تعدد المنتجات المالية ومشتقاتها، بذلك إتجه التعامل في تلك المنتجات ومشتقاتها أكثر فأكثر لأن يكون من مهمة أناس محترفين، نظرا للتقنيات المتناهية التعقد، والتي أصبحت الحياة المالية الحديثة تتصف بها، ولا سيما وأن ظاهرة العولمة قد جعلت عالمنا هذا قرية صغيرة، ومن بورصات العالم بورصة واحدة.

والمؤشرات التي عادة ما نتكلم عنها الصحف والمجلات المتخصصة هي مؤشرات البورصة وبالتحديد مؤشرات الأسهم، وهذا لا يعني إطلاقا أن هناك مؤشرات البورصة فقط أو مؤشرات الأسهم فقط على مستوى كل بورصة، فكافة المؤشرات تقريبا تستمد شكلها من المؤشرات الإحصائية والتي تتفرع من جهة إلى مؤشرات اقتصادية ومؤشرات مالية للبورصة، ومن جهة ثانية تتفرع هذه الأخيرة إلى مؤشرات الأسهم (وهي الأكثر استعمالا نظرا لمدلولها الاقتصادي) مؤشرات السندات، مؤشرات العملات وغيرها.

أما من حيث الوظيفة أو الهدف تنقسم المؤشرات إلى:¹

أ- مؤشرات عامة

تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية ولذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي مثلا، عندئذ يقال أن البورصة هي المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلد محل الدراسة.

ب- مؤشرات قطاعية

حيث تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز لصناعة ومؤشر ستاندرد اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز... الخ.

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

ج- مؤشرات الأسواق

إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثانية تتداول فيها أسهم الشركات المتوسطة الحجم، فإنه يمكن حساب مؤشر تلك السوق، وذلك بقصد معرفة اتجاهها ونفس الشيء إذا كانت تتوفر على سوق ثانية لتداول أسهم الشركات الصغيرة ومن حيث إمكانية تداولها تنقسم المؤشرات إلى:

✓ **مؤشرات متداولة:** إذا تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في بورصات خاصة بها 30 مؤشر بحلول سنة 1990، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالو.م.أ سنة 1982 وكمثال على ذلك نجد مؤشر Nikkei 225 ومؤشر Nasdaq 100

✓ **مؤشرات غير متداولة:** وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل: مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية.

ثالثاً: أهم المؤشرات

تقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، غير أن الذي اشتهر منها قليل نسبياً، نذكر منها الأهم فقط فيما يلي:¹

أ- **مؤشر داو جونز Dow Jones:** يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884 وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو الذي أصبح فيما بعد محور للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1896 ثم إلى 20 سهم في 1916 وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تنتم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين.

وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأبي وسيط حسابي، أي تجمع أسعار 30 شركة صناعية أمريكية وتقسم على عددها.

ب- **مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم:** لقد جاء هذا المؤشر أساساً لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، لهذا قامت في سنة 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

ومن الناحية التاريخية هذا المؤشر متوفر منذ 7 جانفي 1939 إلى 28 ماي 1964 بمعدل مرة كل أسبوع أي قامت سلطات البورصة بتوسيع حسابه إلى ذلك التاريخ كما يتوفر على معدل يومي منذ 28 ماي 1964 حسب أسعار الإغلاق، أما المؤشرات الفرعية الأربعة فمتوفرة منذ 31 ديسمبر 1965 وفقا لأسعار الإغلاق أيضا.

ج- مؤشر ستاندر أند بور500: بالإضافة إلى ما سبق ذكره في التعريف الأول فإن هذا المؤشر يمتاز بأنه أشمل من مؤشر داو جونز كما يمتاز بكونه موزونا على أساس القيمة، وعلى الرغم من توجيه بعض الانتقادات إليه مثل تأثره بالشركات الكبرى وتحيزه لها، يبقى من أهم المؤشرات شائعة للإستعمال لدى المتعاملين كما يعتبر من بين المؤشرات التي تحاول أن تعكس إتجاه الأسعار بصدق.

د- مؤشر فالويلين Value Line1400: أنشئ هذا المؤشر في الـ 10 من أ.س.م. سنة 1963 بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي:
1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و 29 شركة لقطاع النقل، أعطيت له قيمة 100 في سنة الأساس (30 جوان 1961) وهو موزون على أساس السعر وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية.

هـ- مؤشر فاينانشل تايمز (بورصة لندن) (FT-SE100): أنشئ هذا المؤشر في 30 ديسمبر 1983 استجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، رأت سلطات البورصة أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر إذ يمكن أن يمثل تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة.

ولقد أنشئ هذا المؤشر لتغطية النقص الذي يمتاز به مؤشر فاينانشل تايمز للشركات الصناعية الذي تتكون عينته من 30 شركة فقط تابعة كلها لقطاع الصناعة، كما تتوفر بورصة لندن على مؤشرات تايمز بكافة الأسهم الذي نشر حوالي 704 سهم في سنة 1989، فلقد أعطيت له القيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (30/12/1983)، وأصبح بعد ذلك يتداول في كل أسواق العقود المستقبلية.

الفرع الثاني: استخدامات المؤشرات

لمؤشرات السوق استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، وفي طليعة تلك الاستخدامات:¹

أولاً: إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر أو المدير الاستثماري تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراق مالية مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى، وإذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون له من الأفضل متابعة ذلك المؤشر.

ثانياً: الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقاً لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائد يعادل تقريباً عائد السوق، الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائد أعلى من متوسط عائد السوق.

ثالثاً: التنبؤ بالحالة التي تكون عليها السوق: إذا تمكن المحلل من معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية التي تطرأ على المؤشرات فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق وتكتشف عن وجود نمط للمتغيرات التي تطرأ عليه إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.²

رابعاً: تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول ذات مخاطر ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول ذات مخاطر.

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص:40.

² المرجع نفسه، ص: 41.

المبحث الثالث: مكانة الأسواق المالية في العالم

نتيجة للتطورات التي شهدتها العالم وزيادة إنفتاح الدول على العالم الخارجي، إستدعى دول العالم المختلفة إلى بذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التغيرات، وهو ما يفسر ظهور ما يعرف بأسواق الأوراق المالية العالمية، منها الأسواق المالية الدولية ومنها الأسواق الناشئة، وتعد أسواق الأوراق المالية العربية بشكل عام من الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة.

المطلب الأول: مكانة الأسواق المالية في الدول المتقدمة

وسنتناول من خلال هذا المطلب أبرز أسواق رأس المال في الدول المتقدمة من خلال ما يلي:

الفرع الأول: سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

أولاً: بورصة نيويورك للأسهم

وسمية ببورصة وول ستريت نسبة للشارع المتواجد في نيويورك وتمثل هذه البورصة سوق لحوالي 50% من الإنتاج القومي الخام الأمريكي، وهي التي تدير كافة الإقتصاد الأمريكي بالمؤشر داو جونز dawjones الممثل للشركات الكبرى (DJIA) وكذلك ومؤشر نازداك الممثل لقطاعات التكنولوجيا والمعلوماتية والاتصال، والتي تعد من أهم المؤشرات السائدة في التداول، ويبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 1366 عضواً، وتحكم أنشطة أعضائها مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم إنتخاب 26 عضواً لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضواً فقط بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء فعددهم 12 ويطلق عليهم صفة مدير عمومي.

ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول وإستخدام إمكانيات البورصة، ويلاحظ أن لكل بيوت السمسرة عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة مؤسسة ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك بالسهم المسجل، ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معطن.¹

¹ مروان عطون، الأسواق المالية والنقدية (البورصات ومشاكلها في عالم النقد والقرض)، ديوان المطبوعات الجامعية، ج2، الجزائر، 2004، ص:

ثانيا: البورصة الأمريكية

لا تقوم البورصة الأمريكية بلعب نفس الدور الذي تلعبه بورصة نيويورك ولقبول ورقة مالية في التسعير، تفرض البورصة الأمريكية شروط أقل تعقيدا، فالمشروعات التي تكون في مرحلة نمو والتي تظهر هيكله مالية متدنية، مترافقة مع آفاق جديدة للربح، لها الحق في الدخول إلى هذه السوق، وذلك كتشجيع لهذه المشروعات ومن هنا فإن تكلفة التسجيل من أجل التسعير متدنية بالمقارنة مع ما هو سائد في سوق نيويورك، وبذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسعير في البورصة الأمريكية، وهذا يعتبر بالنسبة لتلك الشركات نوعا من التدرج قبل إنتقالها إلى بورصة نيويورك بالإضافة إلى ما تقدم، فإن بعض القيم غير المسعرة يمكن أيضا أن تتداول في هذا السوق، وعلى عكس ما في بورصة نيويورك فإن أوامر البورصة تصدر خصوص عن أشخاص طبيعيين، كما أن عدد كبير من وكلاء الصيرفة يتبعون إلى شركات هي أيضا أعضاء في بورصة نيويورك، وهؤلاء الأعضاء يتوزعون بين السماسرة الذين من ضمن مهامهم لعب دور في بورصة نيويورك.

الفرع الثاني: أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية

تؤكد إتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على توحيد أسواق المال الأوروبية، وتعتبر بورصة إنجيلترا وهولاندا ذاتية الإدارة على عكس بورصات فرنسا وإيطاليا التي كانت حكومة القرار تؤكد إتفاقية أسواق المال الأوروبية على تخفيض القيد في التعامل في البورصة بتطبيق نظام الإختصاص المالي، وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية، وكمثال على ذلك سنتطرق إلى:

أولا: سوق الأوراق المالية في ألمانيا

- يوجد في ألمانيا 08 بورصات للأوراق المالية والتي تتميز بالخصائص التالية:¹
- ✓ تعتبر بورصة فرانك فورة أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات المتداولة؛
- ✓ يرتكز تداول الأوراق المالية في ألمانيا على 04 بورصات فقط من أصل ثمانية؛
- ✓ يتم تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الماليين الرسميين في البورصات الألمانية؛
- ✓ أنشأ السوق الثانوي في ألمانيا في ماي 1987 لتشجيع تداول الأسهم والسندات الخاصة بالشركات صغيرة الحجم؛
- ✓ يعتبر سوق الأوراق المالية الخاصة بالشركات الصغيرة سوق غير رسمي في ألمانيا؛

¹ نادية مكاي، أبو فخرة، إتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، الدار الجامعية المتوسطة، مصر، 2001، ص:92.

- ✓ تتم التعاملات في السوق الثانوي عن طريق الإتصالات التلفونية، وفقا لقوانين التجارة والمال خارج البورصة شريطة الإفصاح المالي والتسجيل؛
- ✓ تعتبر سوق رأس المال في ألمانيا محدودة بالمقارنة مع حجم الإقتصاد الألماني؛
- ✓ تم إدخال الأسهم الأجنبية للتداول في البورصات منذ الخمسينيات.

ثانيا: بورصة لندن

تحتل لندن السوق الأول من ناحية عدد الخطوط المقيدة بالبورصة ومن حيث قيمة رسملة التعامل وحجم العمليات، وتعود أهمية بورصة لندن إلى تاريخ إقتصادي حافل، هو تاريخ بريطانيا التي كانت القوة التجارية والصناعية العظمى حتى نهاية القرن التاسع عشر، كان قادرا على مواجهة متطلبات مشروعات تلك القوة العظمى، ويمكن القول أن التاريخ الحديث لبورصة لندن قد برز عام 1986 مما أطلق عليه ثروة خلق العالم، فمنذ هذا التاريخ وهو في مواجهة شرسة مع وول ستريت وطوكيو، أخذت لندن في تحرير رأس المال الخاص في مجال التشريعات والقيود المفروضة على الممارسين وإستخدام نظام تكنولوجي متقدم للتسعير في البورصة.¹

الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية اليابانية

تعتبر الأسواق المالية اليابانية من أهم الأسواق العالمية وتتألف من أسواق للأسهم وأسواق للسندات، ومن ضمنها نجد بورصة طوكيو (TSE) حيث تتجاوز رسملة تعاملاتها حجم البورصات الأوروبية مجتمعة وقد وصلت قيمة حجم المعاملات في بورصة طوكيو سنة 1992 حوالي 2273 بليون ين، ولقد كان لإرتفاع الأداء في الشركات اليابانية دور كبير في إرتفاع حجم التعامل في البورصة، ويوجد في اليابان ثمانية بورصات محلية.²

ومن أبرز خصائص هذه السوق ما يلي:³

- ✓ تنوع الأوراق المالية المتداولة؛
- ✓ إتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية؛
- ✓ إتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية؛
- ✓ إنتشار الوعي الإستثماري؛
- ✓ إستقرار التداول في البورصات اليابانية؛

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات ، الدار الجامعية، ج1، مصر، 2005، ص: 27.

² زهير بن عباس، تحديات ربط الأسواق العربية لرأس المال في ظل العولمة، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص: 37.

³ فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

- ✓ زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية؛
- ✓ اتساع قاعدة الوعي الإدخاري لدى اليابانيين؛
- ✓ تجديد وتطوير أدوات البورصة اليابانية؛
- ✓ تطوير أدوات السوق الأولي والسوق الثانوية.

المطلب الثاني: مكانة الأسواق المالية للدول الناشئة

تلقي الأسواق المالية الناشئة إهتمام كبير من قبل الإقتصاديين والمتعاملين الدوليين، نظرا لما تميزت به هذه الأسواق من خصائص ومميزات جعلتها محط أنظار الجميع، وما تحققة من عوائد على المستثمرين الأجانب خاصة مستثمري المحفظة المالية.

الفرع الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة

إن عبارة ناشئة تعود في الأصل إلى بنوك الإستثمار الأمريكية والتي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوى من أجل الإستفادة من العوائد المرتفعة في أسواق الأوراق المالية التي ينتظر أن تتطور وتنمو ويشمل مصطلح "ناشئة" عدة مفاهيم فيمكن أن يعني سوقا قد دخل عملية النمو والتطور بشكل يجعله مهما وجذابا بالنسبة للمستثمرين ويمكن أن يقصد به سوقا بدأت في التطور حيث يكبر حجمه ويزداد تطوره على عكس بعض الأسواق الضعيفة والتي لم تدخل بعد مرحلة الإنطلاق.¹

ومع بداية القرن العشرين قامت العديد من الدول النامية بإصلاحات إقتصادية ومالية على غرار ما قامت به سابقتها، وتمكنت بذلك حوالي 60 دولة جديدة حسب إحصائيات مؤسسة التمويل الدولية عبر العالم أن تصنف أسواقها ضمن الأسواق الناشئة الحديثة خاصة بعد إدخالها لمجموعة من الإصلاحات القانونية والهيكلية والنقدية على مختلف مؤسسات القطاع المالي ومكونات أسواق الرساميل بدعم تقني من الدول المتقدمة وتتكون هذه المجموعة من أغلب دول شمال أفريقيا والشرق الأوسط التي تشكل فيها الدول العربية العدد الأكبر بالإضافة إلى بعض دول أوروبا الشرقية وروسيا ودول أخرى من باقي أنحاء العالم.²

¹ أسماء بلميهوب، العولمة المالية وأثرها على أداء الأسواق المالية الناشئة: حالة سوقى ماليزيا وكوريا الجنوبية، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص إقتصاد دولي، جامعة سطيف، الجزائر، 2004، ص:58.

² ديش فاطمة الزهراء، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية: الحل المصرفي الإسلامي نموذجا، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص نقود وبنوك ومالية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2011، ص ص: 166، 167.

الفرع الثاني: مراحل تطور الأسواق الناشئة

من متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة يمكن وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها هذه الأسواق كما يلي:¹

أولاً: المرحلة الأولى

تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

- ✓ قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الاسعار؛
- ✓ إرتفاع درجة التركيز وإنخفاض السيولة؛
- ✓ تتجه أسعار الأوراق الماية في هذه المرحلة إلى الإرتفاع، الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، وتمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.

ثانياً: المرحلة الثانية

وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في إجتذاب المستثمر الأجنبي، ولكنه مع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة للإقتصاد الدولي، وإن كان يتزايد الإعتماد عليها كمصدر تمويل، ومن بين أسواق الأوراق المالية المنشأة التي دخلت في هذه المرحلة البرازيل والصين، باكستان، الفلبين ومصر.

ثالثاً: المرحلة الثالثة

وتتميز أسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة بما يلي:

- ✓ تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة؛
- ✓ تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرح أوليا، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى إستحداث وسائل لحماية الإستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين، تركيا، ماليزيا، المجر وتايلاند.

رابعاً: المرحلة الرابعة

وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بما يلي:

- ✓ إرتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة؛

¹ عمر صقر، العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، قطر، 2002، ص ص: 107-109.

- ✓ يزداد السوق المالية إتساع؛
- ✓ إنخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالي إلى المستويات الدولية التنافسية؛
- ✓ تعكس أسواق الأوراق المالية درجة ثقة المستثمرين الأجانب في إقتصاد الدولة، وتشمل هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغفورة وتايوان.

الفرع الثالث: تقسيمات الأسواق الناشئة

يمكن تقسيم الأسواق الناشئة إلى ثلاثة مجموعات هي:¹

أولاً: الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً

هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة منها ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تايوان، تيلاندا... إلخ، وهناك بعض الخصائص المشتركة بين الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة، إلا أن أسواق هذه المجموعة الأولى لا يمكن أن تصل إلى مستوى أسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب أن تجتازها، لذلك فهي شديدة الحساسية على الظروف الإقتصادية السائدة، لا بل أنها عرضة على وجه شبه دائم لتقلبات حادة في الأسعار.

ثانياً: الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح

الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي أسواق الأرجنتين، البرازيل، الهند، نيجيريا والفلبين التي تعتبر سائرة بإتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنية عملها فعلى الصعيد التقني يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق قليلة الإنتشار وهذا تحديد يتعلق بإختتام ومقاصة العمليات بتسليم الأسواق المالية، وبنشر المعلومات، وبدرجة إستخدام المعلومات في التسعير، إذن بالنسبة لتلك البلدان لا يبدو عادة التوجه إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية في غاية السهولة لكن على الرغم من ذلك فإن هذه الأسواق تسير باتجاه أفضل.

ثالثاً: الأسواق حديثة النشأة أو التي تعاني من الركود

ينطبق هذا المصطلح على جميع البلدان التي لا يمكن أن يعتبر إقتصادها متقدماً، حيث تتمثل هذه الأسواق في أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية، وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الإتحاد السوفياتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الإشتراكية في آسيا إذ أن النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الأموال الدولية كان محدوداً أيضاً، هذه الأسواق المالية هي إجمالاً في مرحلة نشوء حديث يبدو الإقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلباً على حجم العمليات.

¹ وسام الملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، ج2، لبنان، 2003، ص ص: 95-98.

الفرع الرابع: مخاطر الأسواق المالية الناشئة

- بالرغم من التطور الذي شهدته الأسواق المالية الناشئة خلال عقد التسعينات، إلا أن المستثمر فيها مازال يتعرض لمخاطر متعددة جراء ضعف البنية الأساسية ومن تلك المخاطر نذكر ما يلي:¹
- ✓ مخاطر تكلفة التسوية والمقاصة يتعرض لها المستثمر نتيجة أخطاء في التسويات والمقاصة مما يحد من سيولة السوق؛
 - ✓ مخاطر قانونية ومخاطر تسجيل الأوراق المالية ومنها عدم التسجيل القانوني لملكية الأوراق المالية عدم القدرة على إثبات الملكية أحيانا... الخ؛
 - ✓ المخاطر المعلوماتية وتعاني معظم الأسواق الناشئة من عدم الشفافية، ونقص المعلومات فيما يخص طبيعة السوق والأوضاع المالية للشركات المدرجة، وعدم تطبيق معايير المراجعة والمحاسبة الدولية والإفصاح... الخ.

المطلب الثالث: مكانة الأسواق المالية للدول العربية

تشير البيانات أنه حتى النصف الثاني من عقد الثمانينات من القرن العشرين لم تكن هناك في المنطقة العربية سوى ستة بورصات في كل من مصر، المغرب، تونس، الكويت، الأردن ولبنان، وكانت بورصة بيروت في تلك الفترة معطلة بسبب الحرب الأهلية اللبنانية، وقبل أن ينقضي عهد الثمانينات شهد قيام بورصة البحرين سنة 1989، وسوق مسقط للأوراق المالية، وإنشاء سوق بغداد المالي وشهدت المملكة العربية السعودية قيام سوق نشط للأسهم.²

إلا أن عقد التسعينات من القرن العشرين قد شهد تطورات هامة بإتجاه إنشاء بورصة جديدة حيث تم إنشاء بورصة الجزائر في 23 ماي 1993، وبنهاية عام 1999 أنشأت كل من بورصة السودان، قطر، فلسطين ودول الإمارات العربية المتحدة عام 2000، ومن ناحية أخرى يلاحظ أن البورصات العربية القائمة قبل التسعينات قد شهدت إصلاحات جوهرية كما حدث للبورصة المصرية والمغربية وغيرها من البورصات العربية.³

¹ المرجع نفسه، ص: 99.

² شذا الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، بيروت، 2002، ص: 90.

³ عبد المطلب عبد المجيد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص: 203.

الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية العربية

ويمكن حصرها في ما يلي:¹

- ✓ ضآلة عرض الأدوات الإستثمارية ويبرز ذلك جليا من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق؛
- ✓ قصور الطلب على الأدوات الإستثمارية ومن العوامل المسببة لذلك إنخفاض معدل إيدار الفرد وعدم ثباته بالإضافة إلى منافسة الحكومات ومؤسساتها للمدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحرمان السوق منها؛
- ✓ غياب دقة الإفصاح وتدقق المعلومات وتتميز الأسواق المالية العربية بغياب النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات؛
- ✓ التقلبات الشديدة في الأسعار بسبب سيطرة المضاربة على نشاطات التعامل اليومية.

الفرع الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتتها الأسواق المالية العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها تواجه جملة من العوائق تحول دون تحقيقها للكفاءة والفعالية المطلوبة نجد فيها ما يلي:²

أولا: معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية

وتتمثل فيما يلي:

- ✓ عدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية؛
- ✓ كثرة إصدار القرارات وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها، واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدى إلى إعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها؛
- ✓ غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنافسي الذي تقوم به البورصة؛
- ✓ فرض قيود على الاستثمار الأجنبي، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية، والثانوية وهو ما جعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

¹ أنور إبراهيم، خصائص أسواق الأسهم العربية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 80، فيفري 2009، ص 6.

² عيسى محمد الغزال، خصائص أسواق الأسهم العربية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، 2009، ص 3-5.

ثانيا: قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية

وتتمثل عوائق العمل في الأسواق المالية العربية في النقاط التالية:

- ✓ عدم توفر شركات صانعة للأسواق، مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب حجم التداول؛
- ✓ عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، وعجزهم على إعطاء المشورة للمستثمرين؛
- ✓ غياب الابتكار والتجديد في أدوات الإستثمار والإدخار؛
- ✓ محدودية شركات الوساطة التي تقوم بتوجيه وتسويق الإصدارات الجديدة.

ثالثا: معوقات تتعلق بالإطار الإقتصادي

- تؤدي أسواق الأوراق المالية العربية دورا محدودا في توفير السيولة، نظرا لضيقها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها، وكذا ضعف الطلب على الأوراق المالية المتداولة لإنخفاض عوائدها، وميل الأفراد نحو الإستثمار المصرفي بعيدا عن أسواق المال وما يصاحبها من تقلبات في الأسعار، كل هذه المعوقات وغيرها يمكن إستخلاصها في النقطتين التاليتين:¹
- ✓ ضيق نطاق السوق: يمكن الإستدلال على ضيق الأسواق المالية العربية ومحدوديتها من خلال حجم السوق وعدد الشركات المدرجة في البورصة؛
 - ✓ ضالة العرض والطلب: وتعود لعدة أسباب منها إنخفاض معدلات الإدخار نتيجة لضعف دخل الفرد، عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق في الأسواق المالية العربية، إرتفاع سعر الفائدة الذي يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن الإستثمار.

رابعا: مشكلة هجرة الأموال العربية

تعاني الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم مقدرة مواردها المالية على تمويل الإستثمار التمويلي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى 70% يتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي الضروري والإعانات، مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الإقتصادية كالبطالة وإرتفاع الأسعار، وضعف الإنتاج، وإن ما يقارب 800-2400 مليار هي حجم الأموال العربية المستثمرة في المحافظ الإستثمارية الأجنبية، خاصة الأمريكية منها.

¹ أنور إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

الفرع الثالث: بعض أسواق الأوراق المالية العربية

ومن بين هذه الأسواق نجد ما يلي:

أولاً: سوق الأوراق المالية المصرية

تعد سوق الأوراق المالية المصرية أحد أقدم الأسواق المالية في العالم بوجه عام وفي الشرق الأوسط بشكل خاص، فقد أنشئت بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1833، حيث بلغ عدد شركات المساهمة المدرجة في هذه البورصة سنة 1900 نحو 330 شركة وبعدها تم إنشاء بورصة الأوراق المالية في القاهرة، وقد إتسم هذين السوقين بالحيوية في أول مراحل نشاطهما، حيث صنف في المركز الخامس عالمياً خلال الأربعينيات، وكان ذلك قبل الحرب العالمية الأولى، إلا أنهما عرفا تراجعاً كبيراً أثناء الفترة 1916-1992.¹

وقد عرف سوق الأوراق المالية في مصر عدة تغيرات وتطورات خلال العقود الماضية من القرن العشرين إرتبطت في مجملها بالفلسفة التي قام عليها الإقتصاد المصري آنذاك، مما جعل سوق الأوراق المالية طيلة هذه المرحلة ينحصر أداءه ما بين الفاعلية والنشاط والركود.

ثانياً: سوق الأوراق المالية في الأردن

ترجع نشأة سوق عمان المالي إلى القانون الصادر بتاريخ 1997/03/13، والذي تم إفتتاحه رسمياً في 1978/01/01، وقد صدر قانون جديد ينظم عملية تداول الأوراق المالية سنة 1997 والذي ينص على إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية والذي يسمى بورصة عمان، يدار بواسطة هيئة الأوراق المالية، ويتألف سوق عمان المالي من سوق أولي وسوق ثانوي، سوق السندات وسوق التحويلات خ القاعة.²

ثالثاً: سوق الأوراق المالية في الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت في سنة 1990، إلا أن ظهورها إلى الوجود سنة 1993 في ظل مجموعة من الظروف التي ميزت تلك الفترة، إلا أنها لم تدخل حيز التطبيق إلا بعد 6 سنوات من إنشائها، وإنطلق نشاطها الفعلي سنة 1999، في ضمنها جاءت مجموعة من التعديلات الهيكلية منها قانون النقد والقرض لسنة 1990 بالإضافة إلى قوانين تركزية إستقلالية المؤسسات العمومية وإنطلاقاً مما سبق أصبح إنشاء السوق المالية في الجزائر ضرورة إقتصادية ملحة إذ من غير المنطقي تصور نظام لشركات المساهمة دون إنشاء سوق مالية يتم فيها تبادل الأسهم.³

¹ صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 53، 52.

² خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالي، المؤسسة الحديثة، ج2، لبنان، 2002، ص: 251.

³ أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، الجزائر، 2004، ص: 135، 134.

خلاصة الفصل:

على ضوء ما تقدم من دراسة لأحد أهم المجالات الحيوية، وأقدرها على دفع عجلة التنمية الإقتصادية إلى الأمام ألا وهو السوق المالي وبالأخص سوق الأوراق المالية، إذ تلعب أسواق الأوراق المالية دور الوسيط الذي يوفر المناخ الإستثماري المناسب بالنسبة للوحدات الإقتصادية التي لديها فائض وتريد أن توظف هذه الأخيرة في إستثمارات مالية تعظم رأس مالها، ومصدر تمويل مباشر بالنسبة للوحدات الإقتصادية التي تعاني من عجز وتبحث عن مصدر لتمويل عجزها وتوسيع رأس مالها، وبالتالي تحقق أسواق رأس المال هذا التوازن مابين الوفرة في الأموال والعجز في التمويل، كما يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تقوم بوظائفها الإقتصادية من خلال توفير التمويل والسيولة اللازمة لإنعاش النشاط الإقتصادي.

ونقول عن سوق الأوراق المالية أنه سوق فعال أو سوق كفاء إذا توفرت فيه كافة البيانات والمعلومات المالية التي تؤثر على سعر الورقة المالية، كما تلعب الأسواق المالية العالمية المتطورة دورا كبيرا من خلال الفرص العديدة التي تخلقها لتمويل الإقتصاد المحلي والدولي، منها سوق الأوراق المالية الأمريكية واليابانية وغيرها من الأسواق المتطورة، وفي ظل الإنفتاح الذي يشهده العالم وتوسع شبكات الإتصال وتطور التجارة كان من الضروري على البلدان العربية خلق أسواق مالية، متبعة في ذلك سياسات وإصلاحات تمكنها من مواكبة التطورات التي تحدث في الأسواق المالية العالمية.

الفصل الثالث:

دور جهاز أبوظبي وجهاز
قطر للاستثمار في الأسواق
المالية

تمهيد:

إن القيام بدراسة شاملة وموضوعية عن صناديق الثروة السيادية العربية يتطلب دراسة تجارب بعض الدول العربية، وسنحاول في هذا الفصل الإحاطة بتجربة الإمارات العربية المتحدة وقطر في كون البلدين يملكان خبرة طويلة في إدارة وتسيير صناديق الثروة السيادية، إذ أن إمتلاك الإمارات ثاني أكبر صندوق في العالم يعد دافعا للإطلاع على تجربتها وتحديد مدى نجاحها في إدارة ثروتها المالية، وصندوق قطر السيادي الصندوق الذي برز مع ظهور الأزمة المالية العالمية.

يعتبر جهاز أبوظبي للاستثمار مؤسسة استثمارية عالمية تستثمر الموارد المالية بحرص نيابة عن حكومة أبوظبي من خلال إستراتيجية تركز على تحقيق العوائد على المدى الطويل، فإن كان جهاز أبوظبي للاستثمار يتمتع باستقلالية كاملة في إدارة محفظته الاستثمارية عن حكومة أبوظبي أو أية جهات استثمارية أخرى بالنيابة عن حكومة أبوظبي، ويعد جهاز قطر للاستثمار من أهم الصناديق السيادية في العالم والأكثر تأثيرا، وسجل صندوق جهاز قطر للاستثمار أكبر زيادة في حجم أصول الصناديق السيادية، حيث يقوم بتمثيل الدولة في جميع الهيئات والمنظمات والمؤتمرات والاجتماعات والندوات المحلية والإقليمية والدولية المتعلقة باستثمار احتياطي الدولة.

ومن خلال هذا الفصل سنحاول الإحاطة بالعناصر التالية:

المبحث الأول: جهاز أبوظبي للاستثمار (صندوق سيادي إماراتي)

المبحث الثاني: جهاز قطر للاستثمار (الصندوق السيادي القطري)

المبحث الثالث: مساهمة الصناديق الثروة السيادية العربية في الأسواق المالية

المبحث الأول: جهاز أبوظبي للإستثمار

تمتلك إمارة أبوظبي أربعة صناديق ثروة سيادية ممثلة في مجلس أبوظبي للإستثمار الذي تأسس عام 2007 إذ يتولى الإشراف على المحفظة الإستثمارية الداخلية لهيئة أبوظبي للإستثمار وبسيطر على الإستثمارات في دول الجوار العربي، شركة الإستثمار البترولية الدولية والتي تأسست سنة 1984 وتركز على الإستثمارات البترولية، وفي سنة 2002 تأسست شركة مبادلة للتنمية من قبل حكومة أبوظبي، وجهاز أبوظبي للإستثمار الذي تأسس في سنة 1976 والتي سنقتصر دراستنا هذه عليه باعتباره ينشط في الأسواق المالية.

المطلب الأول: نشأة وهيكل جهاز أبوظبي للإستثمار

الفرع الأول: نشأة جهاز أبوظبي للإستثمار

جهاز أبوظبي للإستثمار هو الصندوق السيادي للأموال المملوكة لإمارة أبوظبي (الإمارات العربية المتحدة)، الذي تأسس لغرض إستثمار الأموال بالنيابة عن حكومة إمارة أبوظبي، والذي يدير إحتياطات النفط الفائضة في الإمارة، وتشير التقديرات إلى أنه يحتوي على 500 مليار دولار تنمو بمعدل 10% سنويا.

أنشأت إمارة أبوظبي مجلس الإستثمارات المالية عام 1967 الذي يعمل ضمن دائرتها المالية لتكون مسؤولة عن إدارة عائدات النفط الزائدة في الإمارة، ومع ذلك في عام 1976 أدلى الرئيس المؤسس لدولة الإمارات العربية المتحدة وزعيم أبوظبي قرار إنشاء جهاز أبوظبي للإستثمار، وتم فصلها عن الحكومة كمنظمة الإدارة الخاصة، وكان الهدف هو إستثمار فوائض حكومة أبوظبي في جميع فئات الأصول المختلفة¹ ويهدف الإستثمار في أصول إمارة أبوظبي من خلال إستراتيجية الإستثمار التي تركز على تحقيق العوائد على المدى الطويل، وهو مؤسسة إستثمارية عالمية متنوعة يعمل على توفير الموارد المالية اللازمة للتأمين والحفاظ على الرفاه المستقبلي للإمارة، ومنذ نشأت جهاز أبوظبي للإستثمار عمل على بناء سمعة قوية في الأسواق العالمية كمستثمر موثوق ومسؤول.²

¹ Abu Dhabi Investment Authority, Annual Review 2012, Abu Dhabi, United Arab Emirates , 2013, p : 44.

² سليمان عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص:94.

يعد جهاز أبوظبي للإستثمار صندوق الثروة السيادي الأول من حيث الأهمية في منطقة الخليج العربي ومن أكبر الصناديق في العالم حيث كانت تتراوح قيمة أصوله ما بين 500 و825 مليار دولار أمريكي بين عام 2008 و2007 ويعد الفرق بين الرقمين مؤشراً واضحاً حول الغموض الذي ميز الصندوق، وقدرت قيمة الأصول في 2012 بـ627 مليار دولار كما صرحت وكالة موديز للتصنيف الائتماني أن قيمة أصول جهاز أبوظبي للإستثمار قد وصلت إلى 589 مليار دولار أي ما يعادل 2.16 تريليون درهم في نهاية عام 2014، أي بما يعادل مرة ونصف تقريباً من إجمالي الناتج المحلي الإماراتي.¹

والجدول التالي يوضح أهم بيانات المتعلقة بجهاز أبوظبي للإستثمار:

الجدول رقم (03): بيانات حول جهاز أبوظبي للإستثمار

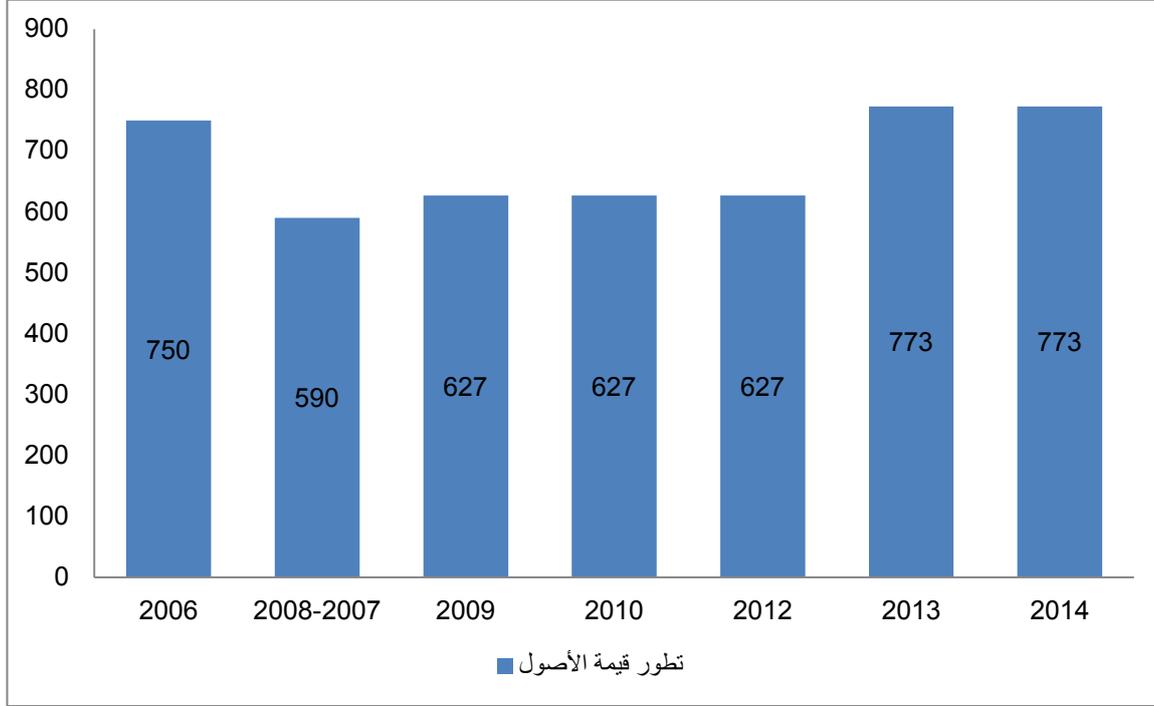
الموضوع	البيانات
سنة التأسيس	1976
قيمة الصندوق بالدولار عند التأسيس	تتفاوت التخمينات بشكل ملحوظ من 250 إلى 1 تريليون دولار
مصادر التمويل	النفط
الهدف	تنويع الإستثمار في أرصدة العملات الأجنبية من الصادرات النفطية
الشفافية	منخفض جداً منذ تأسيسه قبل نحو 30 عام وهو يفنقر إلى الوضوح وحل سنة 2014 في المرتبة الرابعة في مؤشر لينايرغ مادويل للشفافية .
الملكية	حكومة أبوظبي 100%

المصدر: صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، إقتصاديات صناديق الثروة السيادية، دار الأيام للنشر و التوزيع، عمان، 2014، ص: 175.

¹ <http://www.mubasher.info>, 11-04-2015, 14:34.

أما الشكل التالي فيوضح تطور قيمة أصول جهاز أبوظبي للإستثمار من سنة 2006 إلى 2014

الشكل رقم (01): تطور أصول جهاز أبوظبي للإستثمار خلال الفترة 2006-2014



المصدر: من إعداد الطالبان إعتامدا على

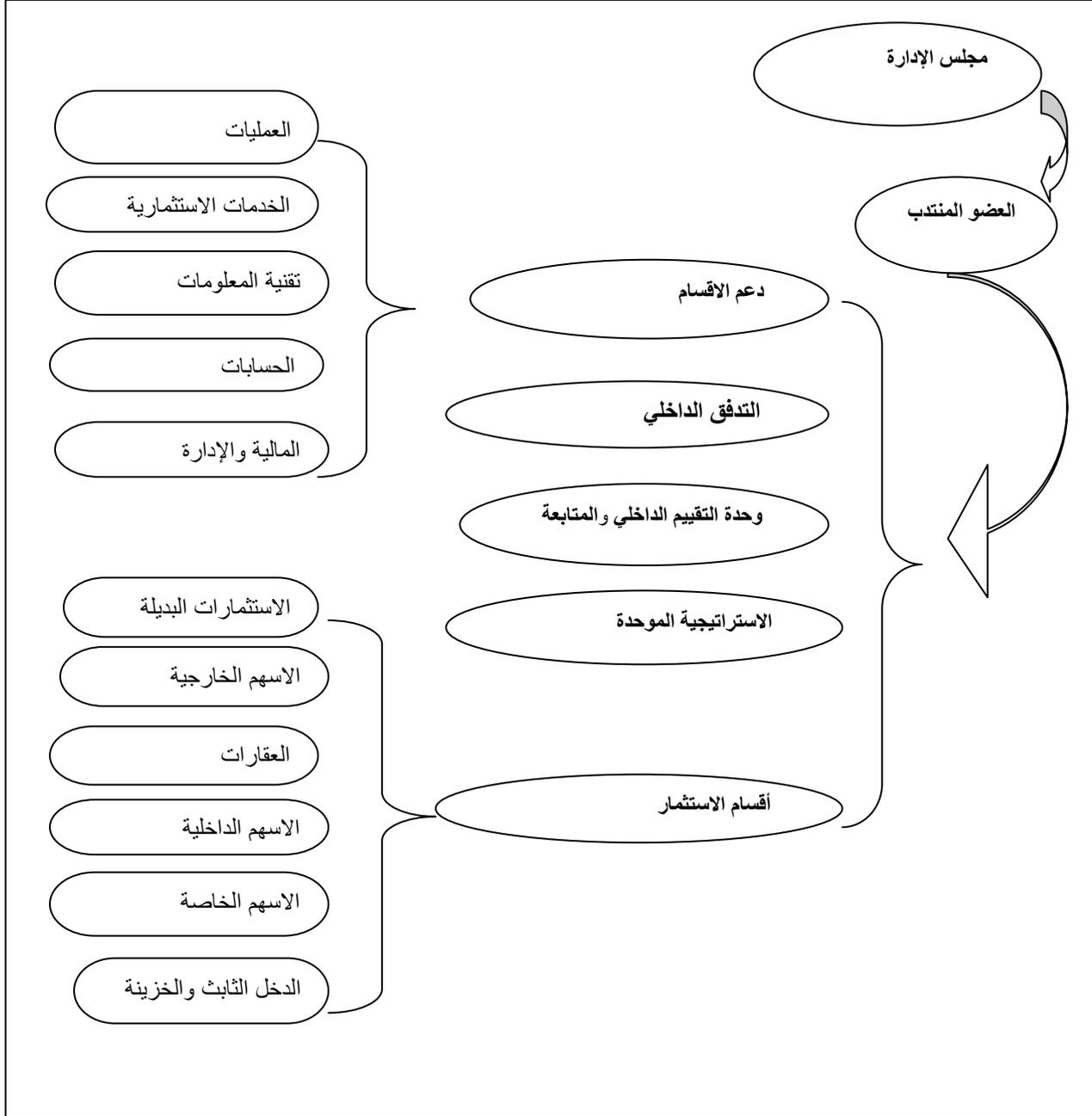
<http://www.cnbcarabia.com>, 12-04-2015, 12:50.

من خلال الشكل نلاحظ أن قيمة الأصول التي يمتلكها جهاز أبوظبي للإستثمار في سنة 2006 كانت مرتفعة والتي قدرت بـ 750 مليار دولار، وفي سنة 2007 و2008 انحصرت قيمة الأصول أكثر من 500 بليون دولار وأقل من 825 مليار دولار، واستقرت في قيمة 627 مليار دولار خلال سنوات 2009 و2010 و2011، وقد عرف جهاز أبوظبي للإستثمار قيمة لم يحققها من قبل في حجم الأصول خلال السنوات الأخيرة 2013 و2014 التي قدرت بـ 773 مليار دولار والتي جعلته يحتل المرتبة الثانية عالميا من حيث التصنيف العالمي لصناديق الثروة السيادية.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لجهاز أبوظبي للإستثمار

يمكن تلخيص هيكل جهاز أبوظبي للإستثمار في المخطط التالي:

الشكل رقم (02): الهيكل التنظيمي لجهاز أبوظبي للإستثمار



المصدر: من إعداد الطالبان إعتقادا على Abu Dhabi Investment Authority, AnnualReview2012

يوضح الهيكل التنظيمي لجهاز أبوظبي للإستثمار صورة لمختلف أقسامه وتوزيعات كل قسم حسب الوظيفة المخصصة والمسؤوليات، أخذ الشكل الهرمي إبتداء من رئيس مجلس الإدارة والمتمثل في رئيس دولة الإمارات العربية المتحدة وحاكم أبوظبي وهو المكلف بتعيين مجلس إدارته، كما يشغل

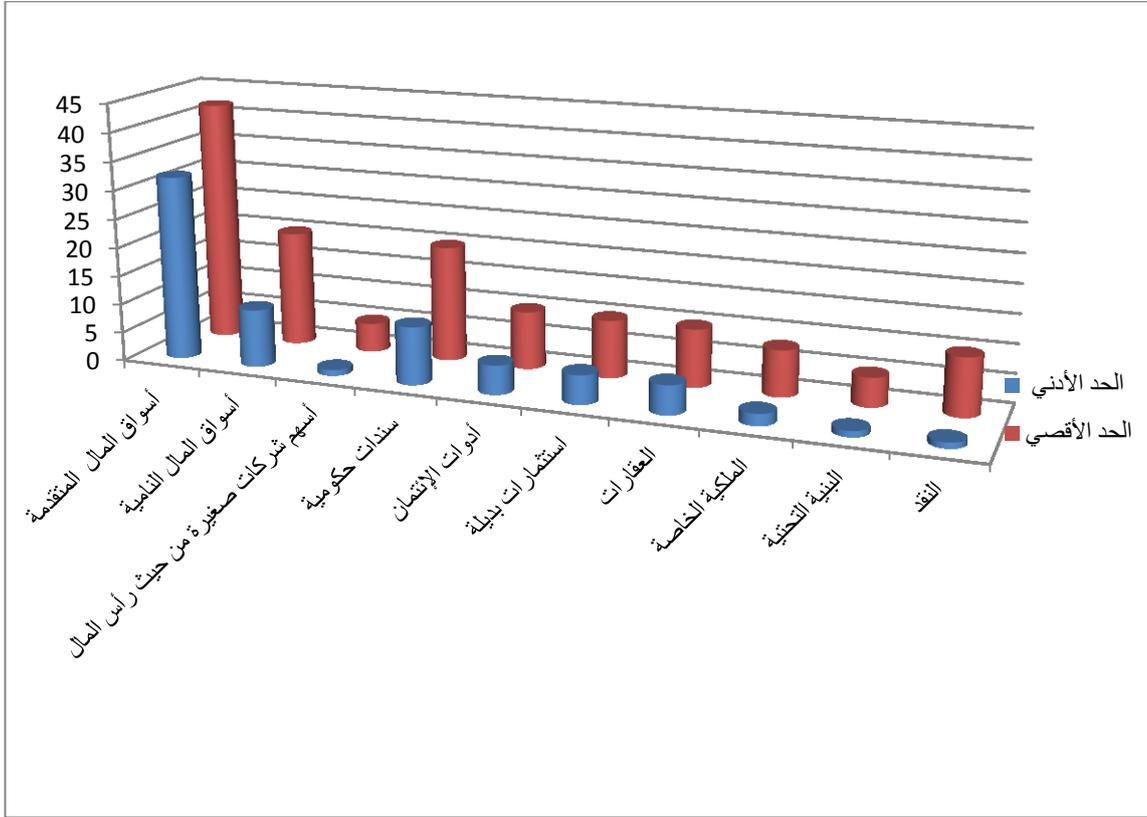
هو الآخر منصب العضو المنتدب ويعتبر المسؤول على مختلف الأقسام الأخرى، كما أن له صلاحية بأن يرأس مجلس إدارة في حالة إنشغال حاكم إمارة أبوظبي، ويبلغ عدد الموظفين في الجهاز 1400 موظف، توزعت جنسياتهم بين 38% من دول آسيا والمحيط الهادي، 33% من الإماراتيين، 11% من الشرق الأوسط، 11% من أوروبا، 7% من الأمريكيتين، كما يلاحظ أن هناك رقابة استثنائية عليه.

المطلب الثاني: أهداف جهاز أبوظبي للاستثمار

- يمكن إبراز أهداف جهاز أبوظبي للاستثمار في النقاط التالية:¹
- ✓ أوكلت له مهمة الحفاظ على الثروة للأجيال القادمة في أبوظبي؛
 - ✓ تدار نحو 70% إلى 80% من استثماراته من قبل مديره في الخارج؛
 - ✓ يستثمر في مختلف فئات الأصول من أسهم وعقارات، والدخل الثابت والأصول البديلة (أسهم خاصة وصناديق التحوط)؛
 - ✓ تتطلع استراتيجية الإستثمار في جهاز أبوظبي للإستثمار في النظر إلى أبعد من الأهداف القصيرة الأجل، والتركيز على إستراتيجيات تهدف إلى الإستدامة من خلال عوائد طويلة الأجل؛
 - ✓ الهدف الاستثماري ويتمثل في استثمار الأموال نيابة عن حكومة أبوظبي وتوفير الموارد المالية لتأمين والحفاظ على الرفاه المستقبلي للإمارة؛
 - ✓ تنوع الأصول من خلال تصميم مؤشر محايد ذو استراتيجية طويلة الأجل للمحفظة الإجمالية، وتحديد مستوى ومزيج من الأصول لتعظيم العوائد المتوقعة أن تخضع لتحمل المخاطر والقيود على السيولة المناسبة؛
 - ✓ إنشاء تفويضات ضمن فئات الأصول والفئات الفرعية لتخصيص وإدارة الأموال عبر التفويض على الصعيدين فئة الأصول والخصوم؛
 - ✓ وضع مبادئ توجيهية لمديري الاستثمار التي تسلط الضوء على أهداف المركز الاستثماري وتحديد المعوقات الاستثمارية ذات الصلة؛
 - ✓ وضع الفروق الاستثمارية المناسبة واللائمة لتنفيذ الاستراتيجية العامة للاستثمار ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

¹ سليمان فرحات زواوي، دور صناديق الثروة في ظل الأزمة المالية العامة الراهنة: دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص: 185.

الشكل رقم (03): التوزيع القطاعي لإستثمارات محافظة جهاز أبوظبي للإستثمار سنة 2012

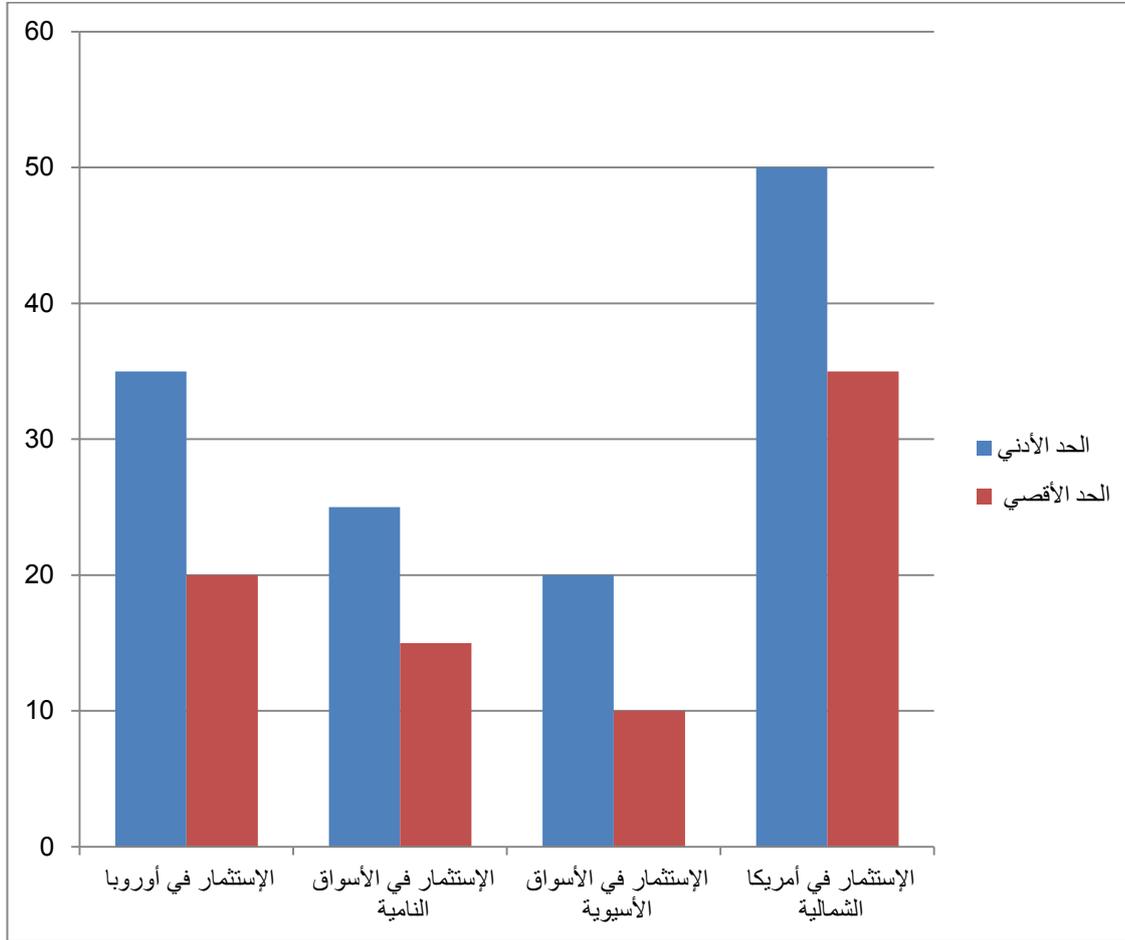


المصدر: التقرير السنوي لجهاز أبوظبي للإستثمار لسنة 2012.

وبحسب التوزيع القطاعي لاستثمارات محافظة جهاز أبوظبي للإستثمار كان تركيزه على الأسواق الناشئة مقابل الأسواق المتقدمة حيث خفض مستوى الاستثمار في أسواق الأسواق المتقدمة إلى ما يتراوح بين حد أدنى 32% وأقصى 42% مقابل ما يتراوح بين 35 و45% في 2011 ووصلت حصة الاستثمار في أسواق الأسواق الناشئة في العام الماضي 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% في العام 2012، 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% إلى 8% من استثمارات الجهاز في العام الماضي، في حين بلغت حصة البنية التحتية ما بين 1% و5% ووصلت حصة أدوات السيولة إلى ما بين 0% و10% من استثمارات جهاز أبوظبي للإستثمار في 2012.

أما فيما يخص حصص التوزيع الجغرافي لإستثمارات جهاز أبوظبي للإستثمار فكانت على النحو التالي:

الشكل رقم (04): التوزيع الجغرافي لإستثمارات جهاز أبوظبي للإستثمار لسنة 2012



المصدر: التقرير السنوي لجهاز أبوظبي للإستثمار لسنة 2012.

احتلت أمريكا الشمالية المركز الأول بحصة من 35% إلى 50% من استثمارات جهاز أبوظبي للإستثمار، وفي المقابل وصلت حصة أوروبا من 20% إلى 35% في عام 2012 بعدما كان الحد الأدنى 25% في 2011، وبلغت حصة أسواق دول آسيا المتقدمة ما يتراوح بين 10% و 20% في نفس العام.

المطلب الثالث: الأنشطة الإستثمارية لجهاز أبوظبي للإستثمار وأهم إستثماراته

نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على الأنشطة التي يقوم بها جهاز أبوظبي للإستثمار ومعرفة استثماراته في أسواق بعض الدول.

الفرع الأول: الأنشطة الإستثمارية لجهاز أبوظبي للإستثمار

تتمثل أهم الأنشطة التي يقوم بها جهاز أبوظبي للإستثمار في ما يلي:

أولاً: إدارة الصناديق المفهرسة

الهدف من إدارة الصناديق المفهرسة هو تحقيق العوائد المفهرسة على الأصول المخصصة لها بفعالية وكفاءة ومع المرونة، تضم الصناديق المفهرسة فريق خارجي الذي يراقب أنشطة مديري الإستثمار الخارجيين الذين يديرون معا إدارة حوالي 90 % من الأصول التابعة للإدارة، وفريق داخلي الذي يدير الأصول المتبقية مباشرة، وتنقسم كل من الأصول الخارجية والداخلية في مراكز الإستثمار الناشئة والمتطورة، وتخضع لمبادئ توجيهية صارمة ومراقبة عن كثب لضمان الاتساق وإدارة المخاطر.¹

ثانياً: قسم الأسهم الخارجية

تستثمر بنشاط في أسواق الأسهم العالمية من خلال مدراء الإستثمار الخارجيين، والإدارة مسؤولة عن العديد من مراكز الإستثمار، كل واحدة منها تدار بهدف التفوق القياسي، وكل منها ضمن مجموعة محددة سلفاً من المبادئ التوجيهية للإستثمار.

تسعي استراتيجيات الإستثمار إلى التعرف على أفضل الفرص في هذا الاختصاص العالمي لتوليد الإستراتيجية الإستثمارية المستدامة، حيث تتم مراقبة الأنشطة التجارية من جميع المدراء الخارجيين على أساس يومي، مدعومة بتقارير داخلية منتظمة عن الأداء والمخاطر والتفكير بالمبادئ التوجيهية لجهاز أبوظبي للإستثمار، ويتم ذلك من خلال إجتماعات مراجعة منتظمة وزيارات ميدانية من قبل المتخصصين في قسم الأسهم الخارجية.

ثالثاً: قسم الأسهم الداخلية

قسم الأسهم الداخلية يستثمر مباشرة في أسواق الأسهم العالمية، وليس من خلال مديري الصناديق الخارجية، أما هدف الإدارة فهو توليد العائدات من خلال التنفيذ المتقن، كما يقوم بإدارة محافظ متعددة الأنشطة التي تنقسم جغرافياً، ويعتمد في ذلك على نهج يهدف إلى توليد العائدات في حدود المخاطر المحددة مسبقاً، ويقوم كل فريق من قبل مدير محفظة ويتكون من المحليين، فضلاً عن متخصصي القطاع أو بلد في بعض الحالات، هم المسؤولون عن تحديد وتنفيذ الفرص جنباً إلى جنب.

¹ سليمان عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

رابعاً: الدخل الثابت وقسم الخزنة

يقدم وظائف متعددة والتي تشمل إدارة جهاز أبوظبي للاستثمار لإحتياجات السيولة النقدية والإستثمارية في أسواق المال قصيرة الأجل، فضلا عن إدارة محفظتها من الإستثمارات عبر مجموعة واسعة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت بالإضافة إلى أسواق المال.¹

ويمكن تصنيف إستثمارات الإدارة إلى خمس فئات رئيسية هي الصكوك العالمية الحكومية والسندات المرتبطة بالتضخم العالمي والسندات في الأسواق الناشئة، والائتمان من الدرجة الإستثمارية العالمية، وتتمثل أهدافه في تلبية إحتياجاتها من السيولة والحصول على عوائد مطابقة أو تفوق كل معايير الدخل الثابت من خلال التنفيذ المتقن مع الحفاظ على مستوى مقبول من المخاطر.

أما قسم الخزنة فلهذه فرق منفصلة تدير الأموال على الصعيدين الداخلي والخارجي بهدف تعظيم العوائد مع التقيد بالمبادئ التوجيهية الإستثمارية الصارمة، كما أن لديها فريق متخصص للخزنة، التي ترصد إحتياجات السيولة لجهاز أبوظبي للإستثمار ويهدف إلى المحافظة على رأس المال مع ضمان الوصول إلى السيولة اليومية وقصيرة الأجل من خلال فريق العمليات، الذي يوفر الدعم التشغيلي والبنية التحتية للإدارة ويعمل بشكل وثيق مع وظائف الدعم الأخرى عبر جهاز أبوظبي للإستثمار وفريق المخاطر، وهو المسؤول عن تحديد وتقييم المخاطر على مستوى الإدارات وإعطاء تحليله إلى إطار إدارة المخاطر الأوسع نطاقا في جهاز أبوظبي للاستثمار.

خامساً: إدارة الإستثمارات البديلة

هو الإستثمار في الأموال السائلة التي توظف الإستراتيجيات لتسعى إلى تنويع وتعزيز العوائد المعدلة حسب المخاطر من المحفظة الإجمالية لجهاز أبوظبي للإستثمار وتتركز مراكز إدارة الإستثمار على ثلاث هم صناديق التحوط، مستشاري تداول السلع ومديري المحافظ، أما المحليين داخل الإدارة فهم المسؤولين عن تحديد وتدقيق وإشراك مديري الإستثمار للوصول لأفضل النتائج، وللإدارة دور في تقييم أدائها بشكل مستمر، أما كبار المستشارين التقنيين فلهم دور في تنفيذ إستراتيجيات منهجية والتي تستخدم مجموعة واسعة من التقنيات الكمية لتداول الأسهم والسلع والدخل الثابت وأسواق العملات في العالم أجمع، هذه الإستراتيجيات ذات السيولة العالية غالبا ما تكون أفضل عند الأصول التقليدية مما يجعلها وسيلة جذابة للتنويع.

¹ Abu Dhabi Investment Authority 'op cit , p:28.

سادسا: العقارات وإدارة البنية التحتية

العقارات وإدارة البنية التحتية هي المسؤولة عن بناء وإدارة المحافظ عالميا، حيث تضم أصول متنوعة من الأصول العقارية والبنية التحتية الحقيقية، ويعمل هذا القسم مع مزيج واسع من المهنيين ذوي الخبرة، تهدف إلى توفير فوائد تنوع العقارات والبنية التحتية والاستثمار من خلال إدارة فعالة، تهدف محفظتها لتحقيق عائد محسوب المخاطر جذابة على المدى الطويل.

تقوم بتوظيف إستراتيجية مرنة تسمح بالاستثمار عبر مجموعة متنوعة من أنواع الأصول العقارية وكذلك عند نقاط الدخول المختلفة في هيكل رأس المال، ويقوم فريق المالية بتدعيم مديري الاستثمار وهو مسؤول عن تنظيم وتنفيذ الإستثمارات ووضع الميزانية وإعداد تقارير الأداء وغيرها من التحليلات التي تساعد فريق الاستثمار في تطوير الإستراتيجية طويلة الأجل للسوق العالمية.¹

سابعا: إدارة الإستثمارات الخاصة

هي المسؤولة عن الاستثمار في الأسهم الخاصة عالميا من خلال الأموال التي تديرها خارجيا من خلال الاستثمارات في الشركات الخاصة، وعادة تكون جنبا إلى جنب مع شركائها الخارجيين، وبدأ الإستثمار في الأسهم الخاصة في وقت مبكر سنة 1989 إلى تنوع محفظة جهاز أبوظبي للاستثمار والسعي لتحقيق عوائد معدلة حسب المخاطر تفوق تلك التي في أسواق الأسهم العامة كما لديها ثلاثة أنشطة للإستثمار إستثمار الصندوق الإبتدائي، الثانوي والإستثمار المباشر والرئيسي ويتم تنظيم هذا النشاط بالأموال الأولية جغرافيا في جميع أنحاء أمريكا الشمالية وأوروبا والأسواق الناشئة والإستثمار في جميع الإستراتيجيات، في حين الاستثمار الثانوي يعمل على تشغيل الأنشطة الإستثمارية الرئيسية على منصة عالمية.

الفرع الثاني: أهم إستثمارات جهاز أبوظبي للإستثمار

إن إستراتيجية الإستثمار في الهيئة تمنع اللوائح المنظمة لعمل الهيئة من الإستثمار داخل البلد، لذلك فإن إستراتيجية الإستثمار في الهيئة تركز على الإستثمار الخارجي في أصول متنوعة بغرض تدنية المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار، علما أن أهم مبدأ ترتكز عليه الإستراتيجية يتمثل في المحفظة المرجعية وهي المحفظة التي تستند عليها الهيئة في تكوين محفظة الاستثمار الفعلية، كما تتميز إستراتيجية الاستثمار المطبقة في الهيئة بالمرونة وإمكانية التعديل وفقا للظروف الإقتصادية السائدة، ويمكن إبراز أهم الإستثمارات التي يقوم بها الجهاز فيما يلي:

¹ المرجع نفسه، ص: 32.

الجدول رقم(04): أهم إستثمارات جهاز أبوظبي للإستثمار في الأسواق المالية

السنة	البلد	نوع الإستثمار	قيمة الأصول
2007	الولايات المتحدة الأمريكية	الإستثمار في سيتي غروب الأمريكي المصرفية	7.5 مليار دولار
2007	كندا	شراء أسهم خاصة أمريكية	5 مليار دولار
2007	بريطانيا	إنضم لمجموعة شركات مهمة بشراء سكة الحديد البريطانية	ما بين 1.5 و2 مليار جنيه إسترليني
2011	-	الإستثمار في محفظة جولدمان ساكس الفندقية	475 مليون دولار
2012	الصين	رفع سقف انكشافه على الأسهم الصينية	500 مليون دولار
2012	إنجلترا	الإستحواذ على فنادق الماريوت	973 مليون دولار
2013	استراليا	استحواذه على شركة "توريزم أسيت هولدينغز" أكبر مالك للفنادق في استراليا	740 مليون دولار
2014	فرنسا	شراء عقار من بنك كريدي اجريكول في شارع باستور "وهو عبارة عن برج تبلغ مساحته 38 ألف مربع"	1.2 مليار درهم
2014	كوريا	للاستثمار في الأسهم الكورية	500 مليون دولار
2015	إسبانيا	شراء حصة مؤسسة "مورغان ستانلي" المصرفية في شركة "مدرلينا ريد دي"	-
2015	استراليا	التوجه لشراء محطات توليد الطاقة في ولاية نيوساوث ويلز	20 مليار دولار استرالي 15 مليار

المصدر: من إعداد الطالبان إعتقادا على

<http://www.argaam.com>, 01-05-2015, 16:56.

<http://www.alborsanews.com>, 12-05-2015, 12:55.

من خلال الجدول أعلاه يتبين لنا أن جهاز أبوظبي للإستثمار يستثمر في القارات الخمس، وتختلف إستثماراته من بلد لآخر، يحرص الجهاز على الإستثمار في موارد مالية من خلال تحقيق العوائد حيث يستثمر الجهاز 55% من أصوله في إستراتيجيات مرتبطة بالمؤشرات إلى أسهم

الشركات محدودة رأس المال والسندات الحكومية والاستثمارات البديلة والعقارات كما يمتلك صندوق أديا مخصصات واسعة للأسهم، التي تضم إستثمارات في الأسواق المتقدمة، الأسواق الناشئة والأسهم ذات الرسملة الصغيرة، وهو يستثمر ما بين 46% إلى 70% من مخصصات الأسهم الإجمالية بين ثلاث محافظ، ومخصصات الأسهم المتقدمة وتشمل ما بين 35% إلى 45% من إجمالي استثماراته،¹ حيث تقدر إستثمارات جهاز أبوظبي للاستثمار في بريطانيا بأكثر من 5 مليارات جنيه إسترليني وتتضمن هذه الاستثمارات مشروعات شركة " أبوظبي الوطنية للطاقة" في بحر الشمال، ومشروعات موانئ دبي العالمية، مثل مشروع ميناء لندن لإستقبال الحاويات العملاقة باستثمارات تقدر بنحو 1.5 مليار إسترليني، والذي يعد أكبر مشروع في بريطانيا لتوفير فرص عمل لنحو 35 ألف عامل، ومحطة حاويات موانئ دبي العالمية "ساوث هامبتون" ثاني أكبر محطة من نوعها في بريطانيا،² كما سيتم التوصل إلى إتفاقيات مع بعض هذه الصناديق قريبا في ظل حرص الشركات الإيطالية على ستقطاب استثمارات بعض من الصناديق وأشارت إلي قيام جهاز أبوظبي للاستثمار بشراء 9.1% من "شركة دايمر بنز" الألمانية،³ بالإضافة إلى ذلك فإن جهاز أبوظبي للاستثمار، يعد من أهم المستثمرين في لندن وباريس من خلال خطوات إستثمارية ناضجة للغاية إذ تعمل على تنويع أصولها داخل المحفظة الإستثمارية ما بين أصول تجارية وأخرى فندقية إلى جانب العقار، كما قام جهاز أبوظبي للاستثمار شراء نحو 60 ألف متر مربع مقابل 500 مليون يورو في مدينة لفالوا في باريس.⁴

¹ <http://www.albayan.ae>, 02-05-2015, 23:56.

² <http://arb.majalla.com>, 12-04-2015, 22:45.

³ <http://www.alwatanvoice.com>, 03-05-2015, 23:12.

⁴ <http://www.albayan.ae> , 11-03-2015, 20:56.

المبحث الثاني: جهاز قطر للإستثمار

عملت قطر على تعظيم مكاسبها وإيراداتها من ثروات طبيعية وفي مقدمتها النفط الخام والغاز ووجهت جانب كبيراً من فوائض هذه الثروات نحو الإستثمار الخارجى بفرصها العديدة والإيجابية من خلال الإستحواذ على العديد من البنوك والشركات العالمية والفنادق والعقارات المتميزة عبر صندوقها السيادي المعروف بإسم "جهاز قطر للإستثمار" وفروعه من خلال رسم إستراتيجية إستثمارية تتسم بالذكاء والعقلانية.

المطلب الأول: نشأة جهاز قطر للإستثمار وتطوره

الفرع الأول: نشأة جهاز قطر للإستثمار

جهاز قطر للإستثمار هو صندوق ثروة سيادي له شخصية إعتبارية وموازنة مستقلة، مقره مدينة الدوحة تابع لقطر، يتبع الجهاز المجلس الأعلى للشؤون الإقتصادية والإستثمار، وهو مختص بالإستثمار المحلي والخارجي، تأسس الجهاز عام 2005¹ ومهمته وفق المادة 5 من المرسوم الأميري رقم 22 لعام 2005 (دستور جهاز قطر للإستثمار) تطوير وإستثمار وإدارة الصناديق الإحتياطية للدولة وغيرها من الممتلكات الموكلة إليه من قبل المجلس الأعلى وفق السياسات والخطط والبرامج المصادق عليها من قبل المجلس الأعلى²، قبل إنشاء جهاز قطر للإستثمار في عام 2005 كان هناك فريق صغير ضمن وزارة المالية مسؤول عن إستثمار فوائض الميزانية وكنتيجة لإستراتيجية الصندوق في التقليل من المخاطر إعتمدت قطر على أسعار الطاقة، كما أنه يستثمر في الغالب في أسواق عالمية (الولايات المتحدة وأوروبا ودول آسيا والمحيط الهادئ) إضافة إلى الإستثمار في قطر خارج قطاع الطاقة يهدف الجهاز إلى تنمية وإستثمار وإدارة أموال إحتياطي الدولة، وغيرها من الأموال التي يعهد بها إليه المجلس الأعلى، وذلك وفقاً للسياسات والخطط والبرامج المعتمدة من المجلس الأعلى والجدول التالي يلخص أهم التفاصيل المتعلقة بالصندوق السيادي القطري.

¹ <http://ar.wikipedia.org>, 12-05-2015, 12:45.

² المادة 05، المرسوم الأميري رقم 22، مراجع فتاوى وتأديب أحكام إتفاقيات التشريعات، الجريدة الرسمية، قطر، 2005، على الموقع <http://www.almeezan.qa>, 12-05-2015, 18:10.

الجدول رقم (05): بيانات حول الصندوق السيادي القطري

الموضوع	البيانات
سنة التأسيس	جوان 2005
قيمة الصندوق بالدولار عند التأسيس	رأس المال بلغ 60 مليار دولار وفي تقديرات أخرى 65 مليار دولار
مصادر التمويل	الغاز والنفط
الهدف	إستثمار الفوائض المالية في الأسواق المحلية والدولية، المؤسسات، الشركات، المشاريع الاقتصادية وشؤون الطاقة
الشفافية	المستوى الوطني لا تقارير للنشر
تخصيص الأصول والسياسات الإستثمارية	-
الملكية	حكومة قطر

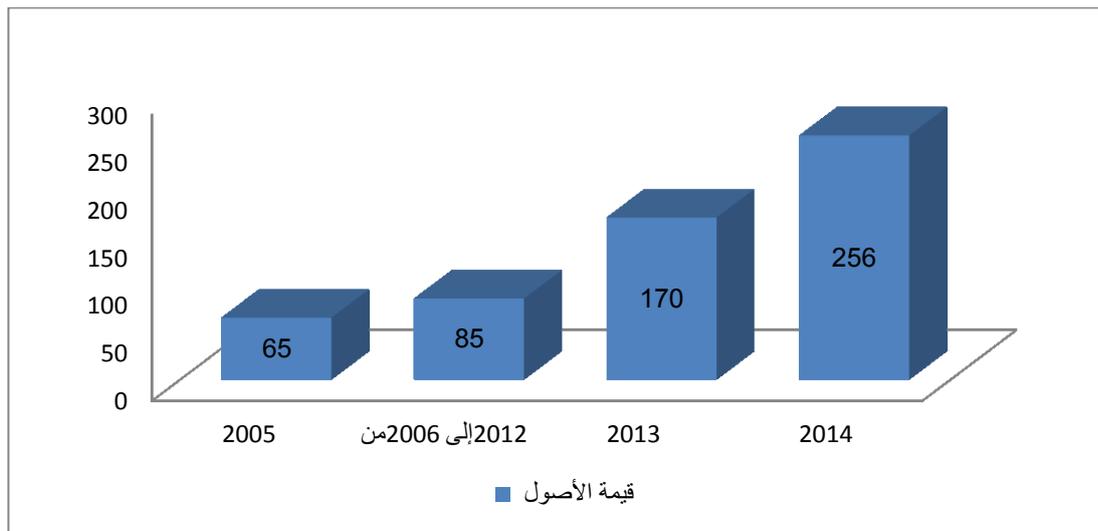
المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على

<http://ar.wikipedia.org>, 30-04-2014, 23:30.

الفرع الثاني: تطور جهاز قطر للاستثمار

قدرت أصول جهاز قطر للاستثمار بـ 65 مليار دولار منذ بداية نشاطه إلا أنه عرف أكبر زيادة في حجم أصول الصناديق السيادية حول العالم بنسبة 50 % أي بـ 86 مليار دولار أمريكي لتصل إلى 256 مليار دولار بنهاية 2014 مقارنة بـ 170 مليار دولار بنهاية 2013 كما وقد عرف تقدم من حيث الترتيب فمن المرتبة العاشرة سنة 2013 إلى المرتبة التاسعة عالميا في عام 2014 ويمكننا تبيان ذلك من خلال ما يلي:

الشكل رقم (05): تطور قيمة أصول جهاز قطر للاستثمار خلال الفترة 2005-2014



Sours : <http://www.swfinstitute.org>, 13-05-2015, 12:34.

كما ينتشر جهاز قطر للاستثمار في العالم كأخطبوط له 05 أذرع إستثمارية قوية لها حصص في العديد من البلدان وذلك من خلال ما يلي:

أولاً: قطر القابضة

تأسست قطر القابضة سنة 2006 وتعد الذراع الإستثماري لجهاز قطر للاستثمار في الخارج، تستثمر محليا ودوليا في الأسهم العامة والخاصة وكذلك في مجال الإستثمارات المباشرة الأخرى.¹

ثانياً: بنك قطر الوطني

تم تأسيس بنك قطر الوطني (مجموعة QNB) في عام 1964 كأول بنك تجاري، يتقاسم ملكيته جهاز قطر للاستثمار بنسبة 50% والقطاع الخاص الـ 50% الباقية.

واصلت مجموعة QNB تحقيق معدلات نمو قوية حيث أصبحت أكبر مؤسسة مالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، والبنك الرائد في الدولة بإستحواذه على نسبة تتجاوز 45% من إجمالي موجودات القطاع المصرفي المحلي، كما حصلت مجموعة QNB على الترتيب الأول في قائمة مجلة "أسواق بلومبرغ" (Bloomberg Markets) وهي المجلة الرائدة في مجال أخبار الإقتصاد والمال، لأقوى البنوك في العالم لعام 2012، وتضم القائمة 78 بنكا من بين أكبر وأشهر البنوك حول العالم، حيث كانت مجموعة QNB المؤسسة المالية الوحيدة من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في هذه القائمة.²

وخلال ثلاثة أشهره الأولى من عام 2014 بلغ صافي أرباح مجموعة QNB 668 مليون دولار أمريكي، بإتفاع نسبته 13.7% مقارنة مع نفس الفترة من العام الماضي، كما إرتفع إجمالي موجودات المجموعة بنسبة 20.6% منذ 31 مارس 2013 ليصل 125.9 مليار دولار أمريكي وهو أعلى مستوى في تاريخ البنك.

وإهتمت مجموعة QNB بتوسعها الخارجي القوي وعملت على أنجاحه، حيث شهد الربع الأول من عام 2013 إستكمال عملية الإستحواذ على حصص مسيطرة بنسبة 97,12% في ثاني أكبر بنك في جمهورية مصر العربية هو بنك QNB الأهلي (QNB AA)، الذي كان يعرف سابق بإسم NSGB.

كما عززت مجموعة QNB من تواجدتها الإقليمي خلال الفترة الماضية من خلال الإستحواذ على حصصه في العديد من المؤسسات المالية من بينها نسبة 35% من بنك الإسكان والتجارة والتمويل في الأردن، و 40% من البنك التجاري الدولي ومقره دولة الإمارات العربية المتحدة، وعلى

¹ <http://www.argaam.com> , 12-04-2015, 13:56.

² <http://ar.wikipedia.org>, 04-03-2015, 11:34.

نسبة 9.99% من QNB تونس، و51% من بنك المنصورة العراقي، و49% من مصرف التجارة والتنمية في ليبيا، ونسبة 20% من شركة الجزيرة للتمويل بالدوحة.

كما تمتلك مجموعة QNB حصة 51% في QNB بسوريا وحصدت ما نسبته 70% من بنك QNB كسوانفي بأندونيسيا، وقد افتتحت المجموعة مكتبها التمثيلي في الصين كما قامت بإنشاء شركة QNB الهندية الخاصة.

ومع إنضمام كل من الهند والصين إرتفع تواجد مجموعة QNB من خلال فروعها وشركاتها التابعة والزميلة إلى 26 دولة حول العالم، حيث تقدم أحدث الخدمات المصرفية لعملائها عبر أكثر من 590 فرعاً ومكتبا تمثيلاً بالإضافة إلى شبكة صراف آلي تتجاوز 1250 جهاز، ويعمل لديها حوالي 13700 موظف.

وتضم مجموعة QNB كابيتال فريق من الخدمات الإستشارية المالية للشركات والجهات الحكومية والمؤسسات في قطر والخارج، ويقدم إستشارات لعمليات الإندماج والإستحواذ وتمويل المشاريع، والإكتتابات الأولية للأسهم وإصدارات الدين كما تقدم المجموعة خدمات الوساطة المالية عن طريق QNB للخدمات المالية (QNB FS)، وهي شركة تابعة وأول شركة مستقلة ومتخصصة بالوساطة المالية مرخص لها يطلقها البنك في دولة قطر، ويقدم QNB للخدمات المالية منصة تداول في أسواق متعددة وعملات متنوعة.

ثالثاً: الديار القطرية للإستثمار العقاري

تأسست الشركة سنة 2004 بعدد 320 موظف تحت إشراف رئيس مجلس إدارتها، ويقع مبنى شركة الديار القطرية للاستثمار العقاري بالدوحة بمدينة قطر، وتعد الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار إذ تنشط في مجال الاستثمار العقاري والتنمية، ونجد من بين الشركات التابعة والزميلة الشركة اليمينية القطرية للاستثمار والتطوير العقاري، شركة مرافق قطر وغيرها من الشركات، أما فيما يخص إستثمارات الشركة فكانت في كل من الخليج التجاري بنسبة ملكية 17.24%، تتوین بنسبة 10% Vinci بنسبة 5.70% تليها بنسبة 5% لـ "Veolia Environment"، وبأقل نسبة 1.91% نجد مصرف الريان.¹

رابعاً: حصاد القطرية

تأسست شركة حصاد القطرية "الغذائية" في عام 2008 كشركة تابعة ومملوكة بالكامل لجهاز قطر للاستثمار، وتقول الشركة إن مهمتها تتركز حول إمتلاك وتطوير وتشغيل ماركات تجارية عالمية ذات كفاءة وربحية موجهة للنمو، تسهم في رفاه قطر والمجتمعات الأخرى من خلال استخدام

¹ <http://ar.wikipedia.org>, 04-03-2015, 11:56.

تقنية فعالة تنسجم مع البيئة، وتمتلك الشركة العديد من الاستثمارات في العديد من البلدان حول العالم، منها السودان وأستراليا والهند، وتقوم استثمارات الشركة نحو المليار ونصف دولار.¹

خامسا: مجموعة شركة أوريدو وقطر

وهي ممثلة في شركة أوريدو المشغل الرئيسي لخدمات الهاتف في قطر والمالكة لأغلبية الحصص في الوطنية للاتصالات الكويتية، تأسست سنة 1987 بالدوحة مدينة قطر، بلغ عدد موظفيها في ذلك الوقت 19000 موظف.²

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للإستثمار وأهدافه

الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للإستثمار

سيتم تناوله من خلال المواد من (1) إلى (28) من المرسوم الأميري رقم 22 لعام 2005 الخاص بإنشاء جهاز قطر للإستثمار، إذ يتمتع جهاز قطر للإستثمار بكونه صاحب شخصية إعتبارية وموازنة مستقلة، كما يتبع الجهاز المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والإستثمار، مقر الجهاز مدينة الدوحة ويجوز له إنشاء مكاتب في الخارج، كما يتولى إدارة جهاز قطر للإستثمار ومتابعة عمله حسب المواد (7)، (8)، (10)، (11)، (13)، (14) من المرسوم الأميري مايلي:³

✓ مجلس إدارة يشكل من رئيس ونائب للرئيس، وعدد من الأعضاء يصدر بتعيينهم وتحديد مكافآتهم قرار من الأمير، ويكون لمجلس الإدارة أمين يتم إختياره وتحديد إختصاصاته ومكافآته المالية بقرار من المجلس، تكون مدة عضوية مجلس الإدارة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدة أو مدد أخرى مماثلة؛

✓ يجتمع مجلس الإدارة بدعوة من رئيسه أو نائبه مرة كل ثلاثة أشهر، وكلما دعت الضرورة لذلك؛

✓ لمجلس الإدارة الحق أن يدعو لحضور إجتماعاته من يرى ضرورة الإستعانة بهم من موظفي وخبراء الجهاز أو غيرهم من موظفي الدولة أو ذوي الخبرة، دون أن يكون لهم حق التصويت؛

✓ تدون محاضر إجتماعات مجلس الإدارة وقراراته في سجل خاص مرقم الصفحات، يوقعه رئيس مجلس الإدارة والأمين؛

✓ لرئيس مجلس الإدارة حق التوقيع عن الجهاز، ولمجلس الإدارة الحق في أن يفوض أيًا من أعضائه أو الرئيس التنفيذي أو أحد موظفي الجهاز في التوقيع منفردين أو مجتمعين، وذلك في الشؤون التي

¹<http://moheet.co>, 12-04-2015,12:56.

²<http://www.ooredoo.qa> ,12-04-2015,23:12.

³ الجريدة الرسمية، مراجع فتاوى وتأديب أحكام إتفاقيات التشريعات، مرجع سبق ذكره.

يحددها المجلس.

أما فيما يخص المادة (19) من نفس القانون فإنها تنص على أن يكون للجهاز رئيس تنفيذي يصدر بتعيينه قرار من الأمير، ويتولى الرئيس التنفيذي، في إطار السياسة العامة للجهاز، تنفيذ قرارات مجلس الإدارة وتصريف الشؤون الفنية والإدارية والمالية والقانونية للجهاز، ويوكل له على الأخص القيام بما يلي:¹

- ✓ شراء وبيع الأسهم والسندات والأذونات والأوراق المالية الأخرى التي تصدر داخل الدولة أو خارجها وفقاً للمعايير والضوابط التي يحددها مجلس الإدارة؛
- ✓ شراء وبيع العقارات بالكامل أو بالمشاركة مع الغير وإستثمارها؛
- ✓ ربط الودائع النقدية بمختلف أنواعها لدى البنوك والمؤسسات المالية داخل الدولة أو خارجها؛
- ✓ إنشاء محافظ إستثمارية في الأسواق الإستثمارية المختلفة وإدارتها أو توكيل مسؤولية الإدارة إلى بنوك أو مؤسسات مالية؛
- ✓ شراء وبيع العملات الأجنبية، بالإضافة إلى شراء وبيع الذهب والمعادن النفيسة؛
- ✓ إعداد الدراسات والتوصيات الخاصة بنشاط الجهاز وكذلك إعداد تقرير عن نشاط الجهاز خلال السنة المالية، وعن المركز المالي له؛
- ✓ إعداد مشروع الموازنة السنوية والحساب الختامي للجهاز؛
- ✓ متابعة التطورات الإستثمارية في العالم، وإصدار التوجيهات للإدارات المعنية للإستجابة السريعة لها؛
- ✓ الإشراف العام على الإدارات التابعة له ومراجعة الخطة السنوية للإستثمارات المالية والمباشرة والتأكد من أنها تتفق مع الاستراتيجية والسياسة العامة للجهاز؛
- ✓ القيام بأية أعمال أخرى يكلفه بها مجلس الإدارة.

ويجوز للرئيس التنفيذي تفويض بعض صلاحياته لمن يختاره من موظفي الجهاز، كما يتولى مجلس الإدارة جميع الصلاحيات والإختصاصات اللازمة لتحقيق أهداف الجهاز، وقد وردت في المادة (9) من نفس القانون كما يلي:²

✓ وضع السياسة العامة للجهاز في إطار السياسة العامة التي يعتمدها المجلس الأعلى؛

¹ المادة 19، المرسوم الأميري رقم 22، مراجع فتاوى وتأديب أحكام إتفاقيات التشريعات، الجريدة الرسمية، قطر، 2005، على الموقع

<http://www.almeezan.qa,12-05-2015,18:10>.

² المادة 09، المرسوم الأميري رقم 22، مراجع فتاوى وتأديب أحكام إتفاقيات التشريعات، الجريدة الرسمية، قطر، 2005، على الموقع

<http://www.almeezan.qa,12-05-2015,18:10>.

- ✓ إقرار خطط وبرامج ومشروعات الجهاز ومتابعة تنفيذها؛
 - ✓ وضع معايير وأنظمة إستثمار إحتياطي للدولة؛
 - ✓ الموافقة على تأسيس الشركات وإنشاء المشاريع الإستثمارية أو المساهمة في الشركات أو المشاريع القائمة؛
 - ✓ إقرار الهيكل التنظيمي للجهاز، وإصدار لائحة شؤون موظفي الجهاز ولوائح المناقصات والمزايدات؛
 - ✓ إصدار اللوائح الداخلية للجهاز بالإضافة إلى إقرار الموازنة السنوية والحساب الختامي للجهاز؛
 - ✓ النظر في التقارير الدورية المتعلقة بسير العمل ورفع تقرير سنوي عن نشاط الجهاز إلى المجلس الأعلى؛
 - ✓ لا تكون قرارات مجلس الإدارة المنصوص عليها في المادتين (5) و(7) من هذه المادة نافذة إلا بعد إعتادها من المجلس الأعلى.
- الفرع الثاني: أهداف جهاز قطر للإستثمار**
- يقوم جهاز قطر للإستثمار حسب المادة (6) من المرسوم الأميري رقم 22 بممارسة جميع الصلاحيات والإختصاصات اللازمة لتحقيق أهدافه، ويمكن ذكرها فيما يلي:¹
- ✓ اقتراح السياسات العامة السنوية الخاصة بإستثمار إحتياطي الدولة، وتنفيذها بعد إعتادها من المجلس الأعلى؛
 - ✓ متابعة تنفيذ برامج الإستثمار وتقييم نتائجها بصورة دورية؛
 - ✓ تحديد البنوك والمؤسسات المالية التي يجوز استثمار إحتياطي الدولة لديها أو من خلالها؛
 - ✓ تحديد أنواع العملات الحرة التي يجوز توظيف أموال إحتياطي الدول في أصول مقومة بها؛
 - ✓ شراء وبيع العملات الأجنبية والمعادن والإستثمار فيها؛
 - ✓ شراء وبيع العقارات داخل الدول وخارجها والاستثمار فيها؛
 - ✓ تحديد أنواع أدوات الإستثمار التي يجوز الإستثمار فيها؛
 - ✓ تأسيس شركات أو إنشاء مشاريع إستثمارية بمفردها أو مع الغير أو المساهمة في شركات أو مشاريع قائمة داخل الدولة أو خارجها؛
 - ✓ إبرام الإتفاقات ومذكرات التفاهم والعقود، وإتخاذ أية إجراءات قانونية لازمة لممارسته لإختصاصاته وصلاحياته؛

¹ المادة 06، المرسوم الأميري رقم 22، مراجع فتاوى وتأديب أحكام إتفاقيات التشريعات، الجريدة الرسمية، قطر، 2005، على الموقع

<http://www.almeezan.qa,12-05-2015,18:10>.

- ✓ إقتراح مشروعات القوانين واللوائح الخاصة باستثمار احتياطي الدولة؛
- ✓ تمثيل الدولة في جميع الهيئات والمنظمات والمؤتمرات والاجتماعات والندوات المحلية والإقليمية والدولية المتعلقة باستثمار احتياطي الدولة؛
- ✓ أية مهام أخرى يعهد بها إليه الأمير أو المجلس الأعلى.

المطلب الثالث: الإستراتيجية الاستثمارية لجهاز قطر للإستثمار

تتميز دولة قطر بأنها أكبر مصدر للغاز الطبيعي المسال في العالم وصاحبة ثالث أكبر احتياطي للغاز على المستوى العالمي بعد كل من روسيا وإيران، كما تتميز بانخفاض معدلات البطالة بشكل ملموس في ظل نمو متصاعد في إجمالي الناتج المحلي عاماً بعد عام، مما جعل متوسط دخل الفرد فيها هو الأعلى على مستوى العالم، ومن ثم تحقيقها لفوائض مالية ضخمة تم توجيهها لشراء عدد كبير من الشركات والبنوك العالمية والعقارات والفنادق المتميزة، حيث قدر حجم أصول جهاز قطر للإستثمار بـ 450 مليار دولار كما تتميز إستثمارات قطر بالتنوع في الكثير من القطاعات في شتى بقاع العالم، وهي خطوة جريئة لأنها تعني توزيع الإستثمار والمخاطر ومن بين أهم هذه الإستثمارات في دول العالم نجد ما يلي:¹

الجدول رقم(06): أهم إستثمارات جهاز قطر للإستثمار في الأسواق المالية

المبلغ المستثمر	طبيعة القطاع المستثمر فيه	السنة	البلد
180 مليون يورو	شراء مصرف لبناني	2007	لبنان
6.7%	تمتلك أسهم بنك باركليز بعد إستثمارها نحو ستة مليارات دولار في رفع رأس مال البنك.	2008	بريطانيا
20%	إشترى جهاز قطر للإستثمار حصة في بورصة لندن Barclays وCredit Suisse	2008	بريطانيا
10 مليار دولار أما الثانية 17%	تملك حصص مؤثرة في شركة "بورش" وكذا شركة "فولكس فاجن للسيارات والتي تعد أكبر منتج للسيارات في أوروبا	أوت 2009	ألمانيا
أكثر من 200 مليون دولار	شراء فندق "رافلز" الذي يعد أكبر وأفخم الفنادق في سنغفورا	2010	الصين
2.2 مليار دولار	شراء أسهم الطرح الأولى للبنك الزراعي الصيني	جانفي 2010	الصين
2.2 مليار دولار	شراء سلسلة متاجر "هارودز" والتي تعد أحد أشهر وأفخم متاجر التجزئة في بريطانيا والقارة الأوروبية، والتي تعتبر أحد معالم مدينة لندن ومراكزها السياحية	ماي 2010	بريطانيا

¹ رشاد عبده، تقارير ودراسات، الشبكة العربية العالمية، 19 أوت 2013، على الموقع

الصين	2010	المساهمة في الإكتتاب العام في «بنك الإستثمار الزراعي»	2.8 مليار دولار
الصين	2010	أقدمت شركة «فيلم يارد» القابضة المملوكة لعدد من المستثمرين بينهم «قطر القابضة» على شراء «ميرامكس» من مجموعة «والت ديزني»	663 مليون دولار
بريطانيا	فيفرى 2010	شراء أسهم متاجر سينس بيريو التي تقدر قيمتها السوقية بأكثر من 2.5 مليار دولار، وهي تعد ثالث أكبر متاجر للتجزئة في بريطانيا ولا يخلو حي في بريطانيا من فرع لها	26%
بريطانيا	أوت 2011	شراء القرية الأولمبية بلندن	أكثر من 800 مليون دولار
لندن	2012	تمويل بناء أطول ناطحة سحاب في أوروبا، Shard بارتفاع 310 م وساعد على ذلك إمتلاك قطر حصة من شركة BAA البريطانية العامة في المطار، مما أعطى قطر فوائد كبيرة في بناء مدرج إضافي في مطار هيثرو في لندن	8% لناطحة السحب و 20% من شركة BAA
فرنسا	أفريل 2012	شراء شركة قطر القابضة لحصة من شركة البترول الفرنسية الشهيرة "توتال"	3% من شركة "توتال" مع إرتفاع نسبتها بعد مرور 06 أشهر لتصل إلى 32%
فرنسا	ديسمبر 2012	شرائها 260 ألف مربع من المباني الواقعة على شارع الشانزلزيه	أكثر من 600 مليون دولار
فرنسا	2012	في 31 ماي 2011، إشتري جهاز قطر للإستثمار 70% من نادي باريس سان جيرمان لكرة القدم، وفي 06 مارس 2012 أكمل الجهاز شراء الـ 30% الباقية. وهنا أصبح الجهاز يمتلك النادي 100% وكذلك في 04 جوان 2012 اشترى الجهاز 100% من رأس مال نادي باريس سان جيرمان لكرة اليد	100%
الوم أ	2013	قامت قناة الجزيرة القطرية في أوائل العام بشراء قناة "كارينتييفي"	بنحو 20% من الشركة
الصين	2014	الجهاز أبرم اتفاق يقدي بدفع 616 مليون دولار لشراء حصة بنسبة 20% من شركة "لايف ستايل انتر ناشيونال هولدينجز" ومقرها هونغ كونغ	14.75 دولار للسهم الواحد لشراء نسبة 19.9% أي ما قيمته نحو 600 مليون دولار
الصين	20 أكتوبر 2014	جهاز قطر للإستثمار اعلن عن استحواذه على حصة من شركة (لايف ستايل إنترناشيونال هولدينغ) للتجزئة في هونغ كونغ	20%
إيطاليا	2015	إستحواذ جهاز قطر للإستثمار على حي بورتا نوفا للأعمال في ميلانو، الذي كان يملك 40% منه سنة 2013	100% دون التصريح بقيمة الصفقة

المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على

<http://www.argaam.com>, 12-05-2015, 12:34.

<http://www.globalarabnetwork.com>, 12-05-2015, 11:12.

يستثمر جهاز قطر للاستثمار في القارات الخمسة و ذلك عبر صندوق سيادي ينشط في أكثر من 39 بلدا حول العالم من أجل تقليل توزيع المخاطر¹، بالإضافة للاستثمار الداخلي المباشر وغير المباشر من أجل زيادة الطاقة الإستيعابية للاقتصاد القطري والرفع من القدرات التنافسية الدولية لتنويع الاقتصاد المحلي، وتتنال أوروبا حصة الأسد من استثمارات جهاز قطر للاستثمار رغم تباطؤ النمو فيها بعد الأزمة العالمية حيث يتواجد في أوروبا شركات عالمية متعدد الجنسيات، وتؤكد أرقام كشف عنها رئيس مجلس الوزراء ووزير الخارجية عن عمليات الاستحواذ والاستثمارات في رأس مال الشركات والبنوك العالمية خلال الأزمة المالية، حيث بلغت إستثمارات الجهاز في عام 2009 حوالي 30 مليار دولار أمريكي وفي عام 2010 فاقت 20 مليار دولار وإستثمر ما بين 30 و35 مليار دولار خلال عام 2011، كما أن الصندوق ينوي الاستثمار في حدود 30 مليار دولار لعام 2012²، وأكد على ذلك تصريح الرئيس التنفيذي لجهاز قطر للاستثمار سابقا حيث قال أن المملكة المتحدة ما تزال الوجهة الرئيسية للاستثمارات القطرية خارجيا، مستقطبة نحو 35 مليار دولار أهمها الجانب المصرفي والمالي والعقاري والماركات العالمية وهذا ما يبرزه الجدول من خلال الإستثمار في بنك باركليز بشراء حصة 6.7% بقيمة 6 مليار دولار عام 2008³، ومؤسسة باركليز تعد رقم 18 من أكبر المؤسسات على مستوى العالم تبعا لتصنيف فوريس جلوبال 2000 لسنة 2007 ورقم 4 من حيث تقديم الخدمات المالية على مستوى العالم لتصنيف تيرون كابيتال وثالث أكبر بنك في المملكة المتحدة⁴، حيث كانت صناديق المال العالمية تعاني من نقص في السيولة بسبب الأزمة المالية التي اجتاحت العالم، حيث بدأ جهاز قطر بالاستثمار في الماركات العالم⁵، جاء آخرها الاستحواذ على برج بنك HSBC بقيمة 1.9 مليار دولار، كما تعتم رف عرضها للاستحواذ على سونغ بيرد للعقارات المالكة لمطعم كناري وورف إلى 2.2 مليار جنيه إسترليني، بينما حلت فرنسا ثانيا باستثمارات ناهزت 25 مليار دولار، أهمها شراء حصة في شركة الطاقة الفرنسية بـ 3% بقيمة 2.6 مليار دولار سنة 2012، ثم ألمانيا بـ 20 مليار دولار أبرز استثمارات كانت في صناعة السيارات حيث اشترت حصة في شركة بورش وفولس فاغن بـ 10 مليار دولار، وبسويسرا تم الإستحواذ على حصة في كريدي سويس بـ 6% بقيمة

¹ <http://moheet.com>, 08-04-2015, 12:56.

² <http://www.qatarconstructionguide.com>, 12-04-2015, 23:56.

³ تقرير لقناة دبي ميديا الاقتصادية، استثمارات الصندوق السيادي القطري، دبي، 2013.

⁴ <http://ar.wikipedia.org/wik>, 07-04-2015, 22:45.

⁵ جريدة لوموند، قطر تشتري العالم، ملف استثمارات قطر في العالم، المجلة الإلكترونية، متوفر على

523 مليون دولار سنة 2012 إضافة إلى الإستثمار في المجال السياحي في كل من إيطاليا واليونان وإسبانيا، وهي تعتزم الإستثمار ب ميناء درينجه ومحطتي ياتاغان خلال الأعوام القادمة، وأفشين في تركيا باستثمارات يبلغ حجمها 20 مليار دولار¹، كما تعتزم الاستثمار في الهند من أجل تنويع محفظتها الاستثمارية حول العالم حيث قالت وكالة الأبناء القطرية أن قطر تعتزم إستثمار 100 مليون يورو (130.3 مليون دولار) في قطاع الزراعة والسياحة والبنى التحتية في بلغاريا، وكما قامت قطر بالإستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية والدول المتقدمة، فقد قامت أيضا بالإستثمار في العديد من الدول النامية كالهند والبرازيل ومصر والسودان وتونس ولبنان وغيرها، مثل إستحواذ بنك قطر الوطني " QNB " على كامل حصة بنك سوسيتية جنرال الفرنسي في مصر، والذي يعد ثاني أكبر البنوك المصرية الخاصة ويمتلك 160 فرعاً داخل جمهورية مصر العربية ويحتفظ بنسبة 10% من إجمالي الودائع المجمعة في مصر، وهي الصفقة التي سوف تمكن قطر من التوسع في العمليات الاستثمارية القطرية والخليجية في مصر وشمال إفريقيا.

1 www.cnbcarabia.com, 07-04-2015, 12:23.

المبحث الثالث: مساهمة الصناديق الثروة السيادية العربية في الأسواق المالية

تدير الصناديق المملوكة للدول أصولاً ضخمة، ما جعل لها وزناً، الذي إنعكس في شكل تأثيراً على الأسواق المالية ومع ذلك يبقى حجم هذه الأصول أقل مقارنة بالسندات المالية التي يتم التعامل فيها عالمياً، إضافة لذلك فإن صناديق الثروة السيادية تخضع من خلال نشاطها لمبادئ الحوكمة والشفافية، وقبل التطرق لحوكمة وأثر الجهازين سنقوم بإبراز دور صناديق الثروة السيادية العربية في الإقتصاد العالمي.

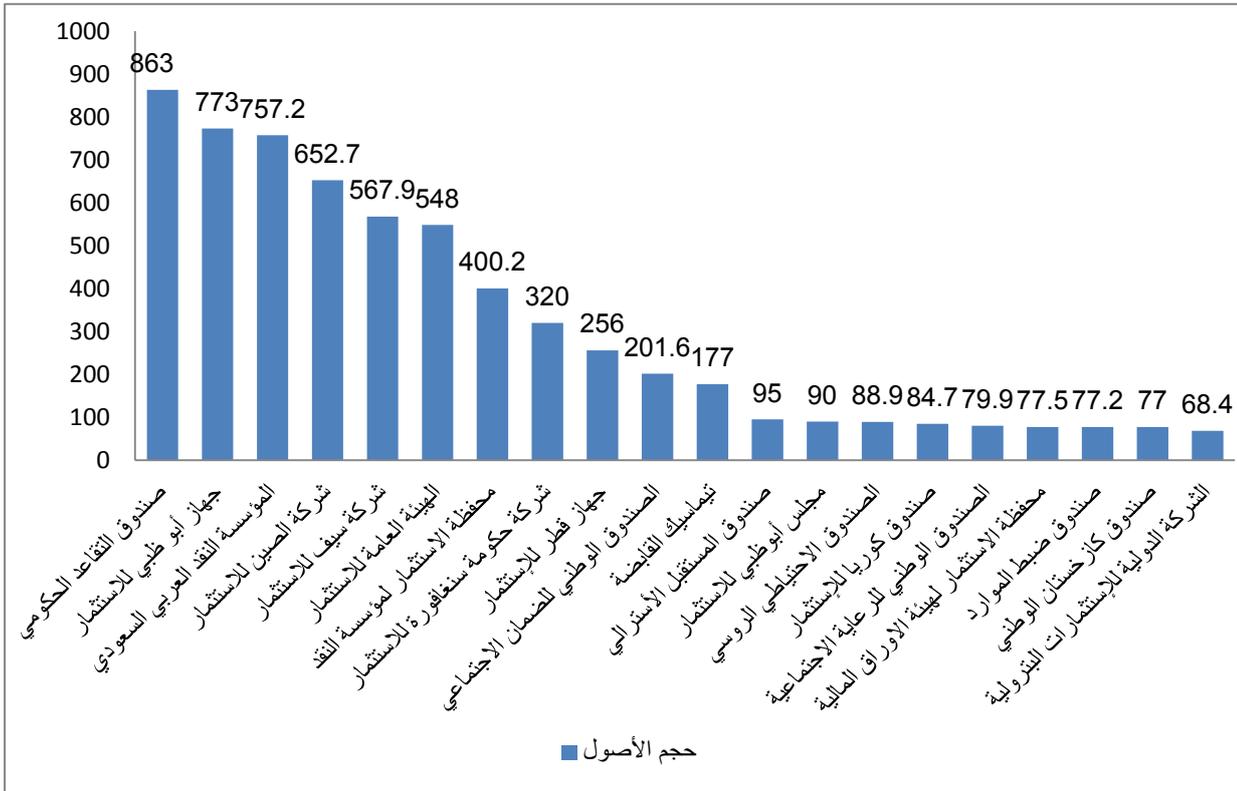
المطلب الأول: دور صناديق الثروة السيادية العربية في الإقتصاد العالمي

مند عقد من الزمن كانت الصناديق السيادية العربية عموماً ودول الخليج خصوصاً تمتلك قرابة 94% من قيمة أصول الصناديق العربية، حيث بلغت قيمة أصول الصناديق الخليجية قرابة 2.6 ترليون دولار، مستثمراً رئيسياً في أسواق الأوراق المالية للدول المتقدمة، إذ نجد الإستثمارات المباشرة وغير المباشرة لدول مجلس التعاون في الإقتصاد العالمي منذ سبعينيات القرن الماضي وبالتحديد بعد تصحيح الأسعار النفطية التي شهدت على إثرها الإقتصادات لدول الخليج فوائض مالية ضخمة لم تكن إقتصادياتها قادرة على إستيعابها الأمر الذي دفعها لتوجيه تلك الفوائض نحو إقتصاديات الدول المتقدمة، وقد تمثلت في شكل إستثمارات غير مباشرة توجهت نحو أذونات الخزنة وشراء السندات وتداول الأسهم، كما تركزت تعاملاتها في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية، وبذلك توزعت إستثمارات دول مجلس التعاون في الخارج على النحو التالي:¹

55% في أدوات إستثمار أمريكية، 19% إستثمارات أوروبية 11% في دول عربية، 11% في دول آسياوية، 04% في دول أخرى، وقد صندوق النقد الدولي أنه في العام 2008 كانت هذه الإستثمارات تتراوح ما بين 1058 مليار دولار و1478 مليار دولار وتحتل صناديق الثروة السيادية العربية مكانة مرموقة في الإقتصاد العالمي حيث شملت معظم الصناديق المراتب العشرين الأولى عالمياً حسب أحدث الإحصائيات لعام 2014 وهذا ما يبينه الشكل التالي:

¹ <http://arb.majalla.com>, 12-05-2015, 22:45.

الشكل رقم (06): ترتيب أكبر عشرين صندوق ثروة سيادي في العالم لعام 2014



<http://www.swfinstitute.org>, 31-04-2015, 23:43

المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية

أظهرت بيانات صادرة عن مؤسسة "إس دبليو إف" المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، أنه من بين أصول أكبر 20 صندوق سيادية المبين ترتيبها في الشكل أعلاه ارتفعت أصول 10 صناديق الأولى بنحو 607.3 مليار دولار خلال العام الماضي مقارنة بعام 2013. ووفق إحصاء وكالة الأناضول بالاعتماد على البيانات الصادرة عن المؤسسة، وصلت أصول أكبر 10 صناديق سيادية في العالم بنهاية عام 2014 إلى 5.3696 تريليون دولار مقارنة بقيمتها بنهاية 2013 والتي بلغت 4.7623 تريليون دولار.

وتوضح البيانات الواردة في الشكل رقم (06) أن صندوق التقاعد الحكومي النرويجي لا يزال يحتفظ بمرتبة الأولى ضمن أكبر الصناديق السيادية في العالم بنهاية 2014، بإجمالي أصول بلغت 893 مليار دولار، ثم جهاز أبوظبي للاستثمار (الإمارات) في المرتبة الثانية بنحو 773 مليار دولار، يليه صندوق الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي "ساما"، في المرتبة الثالثة بنحو 757.2 مليار دولار بحسب آخر الإحصائيات الصادرة، عن وكالة الأناضول ارتفعت أصول الصندوق النرويجي بنسبة 9.2%، وبقيمة 75 مليار دولار بنهاية 2014، مقارنة بعام 2013، والصندوق السعودي

بنحو 81.3 مليار دولار، وبنسبة 12%، فيما بقيت أصول الصندوق الإماراتي دون تغير عند 773 مليار دولار، وكانت أكبر زيادة في حجم أصول الصناديق السيادية هو لصندوق هيئة قطر للاستثمار الذي ارتفعت أصوله بنسبة 50% لتصل إلى 256 مليار دولار بنهاية 2014 مقارنة بـ 170 مليار دولار بنهاية 2013.

من المعلوم أن الصناديق السيادية الخليجية تلقت، كما العديد من الإستثمارات الخارجية العربية ضربة قوية إثر إنفجار الأزمة المالية العالمية، ومنيت هذه الصناديق العربية عموماً والخليجية خصوصاً نتيجة لذلك بخسائر كبيرة قدرتها بعض الأوساط بحوالي 450 مليار دولار في حين قدرها البعض الآخر بنسبة 25 إلى 40% من حجمها تقريباً،¹ حيث تتفاوت هذه النسبة بين صندوق وآخر تبعاً لنوعية وأماكن الإستثمار، حيث كانت تتوزع في فترة ما قبل الأزمة المالية على مناطق جغرافية معينة، فإستوعبت الولايات المتحدة الأمريكية على سبيل المثال حوالي 75% من إجمالي أصولها مقابل حوالي 18% لأوروبا و7% لبقية دول العالم.

ونتيجة لهذه الأزمة فقد مر نشاط صناديق الثروة السيادية العربية بثلاثة مراحل رئيسية يمكن

إيرادها فيما يلي:

الفرع الأول: مرحلة تحول الصناديق من أجل مساعدة الدول المتضررة من الأزمة

ساهمت الصناديق السيادية في التخفيف من حدة الأزمات الإقتصادية في معظم دول العالم الأوروبية والأمريكية والخليجية وفي بعض الدول العربية، خاصة أثناء الأزمة المالية في عام 2008، حيث ساهمت في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة، كما أظهرت هذه الصناديق فعاليتها في لعب دور عالمي كمؤشر إيجابي في أسواق المال كما يرى العديد من الخبراء، وقد تضمنت قائمة أكبر الصناديق السيادية حجم في العالم عدداً من الصناديق الخليجية الهامة منها الصندوق الخاص بالهيئة العامة للإستثمار في دولة الكويت كما أن الإضطرابات التي شهدتها الأسواق العالمية في أعقاب أزمة الرهن العقاري الأمريكي، أتاحت فرص إستثمارية ميسرة، في مجال "المساهمات الخاصة" أو ما يطلق عليه "الإستحواذ"، خاصة في أوروبا، أمريكا وبعض دول الشرق الأوسط، مع الإشارة إلى أن ذلك جاء تزامناً مع وفرة في السيولة لدى المصارف الخليجية بسبب الإرتفاع الكبير في أسعار النفط، مقابل تراجع مثل هذه السيولة في الغرب نتيجة لأزمة الرهن العقاري وتداخيات ضعف الدولار الأمريكي والأوضاع الإقتصادية الدولية في تلك المصارف أصبحت أمام

¹ <http://www.ktuf.org/alame> , 01-05-2015, 21:34.

فرص مواتية "للاستحواذ" في الأسواق الغربية، حيث أن الوضع الإقتصادي في الغرب خلق فرص لشراء شركات في مختلف القطاعات والنشاطات.¹ إذ قامت هذه الصناديق في الفترة الممتدة من شهر ماي 2007 إلى أكتوبر 2008 بشراء 65.35 مليار دولار أمريكي من مختلف الشركات والبنوك والمؤسسات المالية الناشطة في السوقين الأوروبية والأمريكية وهذا ما يبينه الجدول الموالي:

الجدول رقم(07): تدخلات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية خلال الأزمة المالية العالمية 2008

البنك	جنسية البنك	اسم الصندوق السيادي	جنسية الصندوق	التاريخ	حجم الاستثمار مليار دولار
Barclay	المملكة المتحدة	Temasek	سنغافورة	2007-07-25	2.05
Barclay	المملكة المتحدة	China development bank	الصين	2007-07-25	3.08
Barclays	المملكة المتحدة	QIA, challenger	قطر	2008-10-31	6.94
Barclays	المملكة المتحدة	QIA	قطر	2008-10-31	4.84
Citigroup	الوم أ	Ab Dhabi investment authority	أبوظبي	2007-11-26	7.5
Citigroup	الوم أ	GIC	سنغافورة	2008-01-15	6.9
Citigroup	الوم أ	KIA, alwaleed bin total	الكويت	2008-01-15	5.6
Créditsuisse	سويسرا	QIA et autres	قطر	2008-10-16	8.71
Merill lynch	الوم أ	Temasek	سنغافورة	2008-12-24	4
Merill lynch	الوم أ	KIC, KIA	كوريا، الكويت	2008-01-15	6.6
Merill lynch	الوم أ	Temasek	سنغافورة	2008-02-24	0.6
Merill lynch	الوم أ	Temasek	سنغافورة	2008-07-28	0.9
Morgan Stanley	الوم أ	China investment corporation	الصين	-	5.58
UBS	سويسرا	GIC	سنغافورة	-	9.75
UBS	سويسرا	صندوق غير معروف	الشرق الأوسط	-	1.77

المصدر: حاج موسى نسيم، علوي فاطمة الزهراء، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-

2008، مجلة الباحث، العدد08، جامعة محمد بوقره، الجزائر، 2010، ص: 128.

¹ <http://www.hattpost.com>, 13-05-2015, 22:22.

يرى معظم الخبراء أن ظهور تلك الصناديق ودورها العالمي مؤشر إيجابي في عالم أسواق المال، فعلى سبيل المثال سارعت تلك الصناديق إلى ضخ الأموال في بنية الاقتصاد الأمريكي فيما فرّ معظم المستثمرين من السوق الأمريكية جراء المخاوف المترافقة مع احتمال تعرض ذلك الاقتصاد للركود والانكماش، والأمثلة على ذلك كثيرة، ومنها على سبيل المثال جهاز أبوظبي للاستثمار، الذي دخل تزامن مع الأزمة في صفقة لشراء حصة 4.9% من مجموعة «سي تي جروب» مقابل 7.5 مليار دولار وهي الصفقة التي تعد أكبر صفقة لشراء حصة غير مسيطرة في بنك غربي¹، حيث تقدر قيمة الأصول التي يديرها جهاز أبوظبي للاستثمار بحوالي 750 مليار دولار ليصبح بذلك أكبر الصناديق السيادية العربية على مستوى العالم، وأيضاً قدرت استثمارات دولة الكويت المتمثلة بهيئة الاستثمار الكويتية بـ 213 مليار دولار، وصندوق دبي "انتر ناشيونال كابيتال" التابع لمجموعة دبي القابضة في استثمارات آسيوية تصل قيمتها إلى 700 مليون دولار في بنك "آي سي اس اي" الهندي، وحصة قدرت بمليار ونصف وضعتها الشركة في شركة صناعات الالكترونيات اليابانية "سوني".²

الفرع الثاني: مرحلة تحول الصناديق السيادية العربية نحو الداخل

دفعت الأزمة المالية العالمية إنعكاساتها على العالم العربي هذه الصناديق للعودة إلى بلدانها للمساهمة في دعم الوضع الإقتصادي، وهذا نتيجة الخسائر التي منيت بها هذه الصناديق والواردة في الجدول التالي:

¹ <http://arabic.arabianbusiness.com>, 28-04-2015, 12:56.

² <http://y1.rr.sa/article>, 12-05-2015, 12:45.

الجدول رقم (08): تقديرات خسائر الصناديق السيادية العربية نهاية عام 2007-2008 (مليار دولار)

الصندوق	تقدير الأصول ديسمبر 2007	تقدير الأصول ديسمبر 2008	الخسائر	معدل الخسارة (%)
صندوق أبوظبي للإستثمار	453	328	125	40
هيئة الإستثمار الكويتية	262	228	34	36
هيئة الإستثمار القطرية	65	58	07	41
أصول مدارة من ساما (السعودية)	385	501	116	12
إجمالي دول مجلس التعاون	1282	1200	82	27
للمقارنة الصندوق النرويجي	371	325	46	30

Sours: Setser & Ziembra ,Center for Geo-economics Studies 2009.

ونتيجة لما تعرضت له الصناديق العربية من خسائر وذلك حسب ما ورد في الجدول رقم (08) فقد بدأت بالفعل بالتحرك وإن بخجل نحو الداخل، وكان جهاز قطر للإستثمار الذي يمثل الصندوق السيادي لقطر، الأبرز في التدخل على المستوي الداخلي في هذه البلدان، إذ قام بشكل نشط وملحوظ بالتدخل على الساحة المحلية، وطرح خطة بحجم 5.3 مليار دولار لشراء أسهم في البنوك المدرجة في البورصة القطرية لدعم ثقة المستثمرين بالبنوك بلغت نسبتها حوالي 20% كما ضخ الجهاز حوالي 20 مليار ريال في رأس مال البنوك القطرية لتعزيز قدرة البنوك الوطنية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة المقبلة بشكل أوسع، ولتأكيد الثقة الكبيرة بأوضاعها المالية، كما قام الجهاز بشراء أسهم في بنك قطر الإسلامي بنسبة 5% على أن يستحوذ على 10% من أسهم البنك بنهاية عام 2009.

كما كان لهيئة الإستثمار الكويتية دور على المستوي المحلي، ولو أنه كان أقل من الدور الذي لعبته نظيرتها القطرية، فقامت في المرحلة الأولى للأزمة باتخاذ العديد من الإجراءات والخطوات لدعم آليات السوق المحلية في الكويت بما يكفل تحقيق الإستقرار وعودة الثقة، فعملت على تعزيز حصتها في 08 من الصناديق الإستثمارية المحلية وتم تعديل بعض الشروط والضوابط بشأن مساهمة الهيئات في الصناديق الإستثمارية المحلية، وذلك لإعطاء مرونة لمديري الصناديق للمساهمة في إستكشاف فرص إستثمارية جديدة، ولم تكتفي هذه الصناديق بالتحول نحو الداخل بشقها الإنقادي، بل قرر بعضها التوقف عن الإستثمار

الخارجي في هذه الفترة الحرجة وإيقاف العمليات الخارجية لمدة معينة كما فعل جهاز قطر للاستثمار الذي قرر آنذاك تأجيل عملياته الخارجية لمدة 06 أشهر الأولى من عام 2008، فيما فضل البعض الآخر من الصناديق التوجه نحو شراء السلع بدلا من الأسهم التي أبدتها خسائر فادحة إثر إنهيار الأسواق المالية العالمية.¹

الفرع الثالث: عودة توجه صناديق الثروة السيادية العربية للاستثمار الخارجي

لوحظ في الآونة الأخيرة عودة النشاط الخارجي للصناديق السيادية الخليجية بقوة، إذ بدأت هذه الصناديق تسترجع نشاطها في الإستثمار الخارجي بعد فترة من الإختفاء جاء نتيجة للخسائر القاسية التي منيت بها في الخارج بالإضافة إلى حاجة الإقتصاد الوطني الداخلي إليها في ظل تهاوي أسواق المال والخسائر التي شهدتها القطاعات المصرفية والمالية والعقارية جراء إنعكاسات الأزمة المالية العالمية.

تقوم الصناديق السيادية العربية في كل من قطر والكويت والإمارات العودة القوية للاستثمار الخارجي في هذا التوقيت من جديد مدفوعة بعدد من العوامل الرئيسية ومنها:²

✓ إرتفاع أسعار النفط عن الحد الأدنى الذي وصلت إليها في الأزمة وعودة الحديث عن إمكانية تحقيق فوائض مالية بالنسبة للدولة الخليجية مع وصول السعر إلى حدود 75 دولار أو إرتفع عن ذلك، خاصة أن الفوائض النفطية تعد الممول الأساسي والرئيسي للصناديق السيادية في الخليج العربي، علما بأن سعر برميل النفط تتراوح قيمته في حدود 80 دولار؛

✓ تفاؤل العديد من الأوساط الإقتصادية العالمية بقرب عودة النشاط إلى الأوضاع الإقتصادية العلمية على إعتبار أن الأسوأ قد مر، وأن الخروج من النفق المظلم للكساد الذي يلف الدول الصناعية الكبرى بات وشيك في ظل الحديث عن المؤشرات الإقتصادية الإيجابية المتتالية المحققة مؤخرا في عدد من الإقتصاديات العالمية الكبرى لاسيما اليابان والصين والولايات المتحدة الأمريكية؛

✓ الإستفادة من الدروس والتجارب التي مرت بها الصناديق السيادية خلال الأزمة المالية العالمية وما قبلها ومنها بطبيعة الحال ضرورة تنويع أماكن وطبيعة الإستثمارات التي تقوم بها الصناديق السيادية في الخارج وتأمين المنافع والخبرات الناجمة عن هذه الإستثمارات من أجل توظيفها في الداخل.

وإتسم السلوك الإستثماري للصناديق بعد الأزمة بالتنوع والإختلاف من صندوق لآخر كذلك

¹ صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص: 187.

² <http://www.alarab.qa/story>, 13-05-2015, 12:56.

تعديل الخريطة الإستثمارية لكثير منها حيث نجد جهاز قطر للإستثمار كأبرز مثال على ذلك من خلال التوجه إلى تنوع محفظته الإستثمارية في العالم بأسره من خلال إستحواذها على الشركات، بينما إتجه جهاز أبوظبي للإستثمار إلى تخصيص إستثماراته من خلال شرائه للأسهم في الأسواق المالية المتقدمة، وتوجهت مؤسسة النقد العربي السعودي إلى الإستثمار في سندات الخزنة الأمريكية والودائع البنكية، وإستثمرت الكويت في الأوراق المالية، أما مؤسسة دبي للإستثمار الحكومي ففضلت الإستثمار في الشركات الكبيرة في دبي، أما فيما يخص حجم أصول صناديق الثروة السيادية لسنة 2013 و2014 كان كالتالي:

الجدول رقم (09): حجم أصول صناديق الثروة السيادية العربية لسنة خلال الفترة 2013-2014

الترتيب العالمي	مؤشر الشفافي (%)	الأصول بالمليار دولار التغير ما بين 2013 و 2014	حجم الأصول لعام 2014 (مليار دولار)	حجم الأصول لسنة 2013 (مليار دولار)	إسم الصندوق	بلد المنشأ
2	6	0	773	773	هيئة أبوظبي للإستثمار	أبوظبي
3	4	81.1	757	675.9	الأصول لأجنبية لمؤسسة النقد العربي	السعودية
6	6	138	.548	410	هيئة الإستثمار الكويتية	الكويت
9	5	86	256	170	جهاز قطر للإستثمار	قطر
13		20	90.0	70	مجلس أبوظبي للإستثمار	أبوظبي
18	1	0	77.0	.77	صندوق ضبط الإيرادات	الجزائر
20	5	-	70.0	-	مؤسسة دبي للإستثمار	دبي
21	9	3	68.0	65	الإستثمارات البترولية الدولية	أبوظبي
22	1	-	66.0	-	هيئة الإستثمار الليبية	ليبيا
24	10	-	60.0	-	مبادلة للتنمية	أبوظبي
34		-	18.0	-	صندوق التنمية العراقي	العراق
39	3	-	15.0	-	هيئة الإمارات للإستثمار	الإمارات المتحدة
41	4	-	13.0	-	صندوق الاحتياطي العام	عمان
42	9	-	10.0	-	ممتلكات القابضة	البحرين
47	4	-	6.00	-	صندوق الإستثمار العماني	عمان
52	4	-	5.30	-	صندوق الإستثمارات العامة	السعودية

Sours: <http://www.mubasher.info>,22-05-2015,23:45.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن تطور حجم الأصول يعكس زيادة الفوائض النفطية لمعظم الدول بالإضافة إلى زيادة حجم الإستثمارات لمعظم الصناديق السيادية.

المطلب الثاني: واقع حوكمة صناديق الثروة السيادية العربية

من خلال هذا المطلب سنركز على حوكمة الصناديق السيادية العربية ومعايير الشفافية التي تخضع لها.

الفرع الأول: حوكمة صناديق الثروة السيادية العربية في ظل الأزمة المالية

أما فيما يخص مدى إلتزام الصناديق السيادية العربية بمبادئ الحوكمة والشفافية في ظل الأزمة المالية فالجدول التالي يبين ذلك

الجدول رقم(10): معايير أداء الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون لسنة 2008

الصندوق	الحوكمة (%)	المساءلة والشفافية (%)	السلوك (%)	التقييم العام (%)
هيئة الإستثمار الكويتية	80	41	0	48
هيئة الإستثمار القطرية	0	2	0	9
جهاز أبوظبي للإستثمار	0	4	8	9
صندوق الإحتياطي العام في عمان	0	18	0	20
متوسط أداء الصناديق السيادية العالمي	41	44	25	46
	100	100	83	94

sours: Truman, Peterson Institute for International : (Economics, 2008)

ونلاحظ من خلال قراءة الجدول أن هذه المعايير مبالغ فيها وذلك لتناقضها مع الأوضاع الإقتصادية في تلك الفترة، ويعود السبب وراء ذلك إلى إنحراف وكالات التتقيط عن أداء مهامها بالوجه المطلوب و التوجه لخدمة مصالحها، كما أن البعض يشير إلى جوانب سلبية في عمل تلك الصناديق، خاصة لجهة افتقارها إلى الشفافية في عملها، عكس ما هو مصرح به في الجدول إذ أن معظمها لا يكشف عن حجمه أو نشاطه أو عوائد استثماراته وتوزعها والأمر الذي زاد في تفاقم المشكلة هو أن مبادئ الحوكمة والشفافية التي أقرها صندوق النقد الدولي عام 2008 لم تكن إلا مبادئ طوعية لدولة صاحبة الصندوق والأخذ بها في نشاطها أو عدم الإمتثال لها يعود للدولة فقط،

وهذا ما زاد في تفاقم الأزمة وتشابكها.

الفرع الثاني: واقع مؤشر الشفافية والحوكمة للصناديق السيادية العربية

أما فيما يخص تطور مؤشر الشفافية والحوكمة فقد أظهر مؤشر لينابور ماديلو للشفافية للربع الأخير من عام 2013 وذلك من خلال الجدول رقم (10)، الذي يقيس شفافية الصناديق السيادية والصناديق الاستثمارية المملوكة للحكومات في العالم، والصادرة عن معهد الصناديق السيادية، وجاءت الهيئة العامة للاستثمار في المرتبة السادسة بالنسبة للشفافية وفقا للمؤشر ب6 نقاط من أصل 10 نقاط في حين تصدرت الصناديق السيادية العربية صندوق "مبادلة للاستثمار" الإماراتي بعشر نقاط، تلاها البحرين ب9 نقاط ثم شركة الاستثمارات البترولية "إبيك" ب9 نقاط، ثم الإمارات ADIA ب6 نقاط، وحلت قطر في المرتبة الخامسة ب5 نقاط من أصل 10 نقاط وقد جاءت الجزائر في قاع المؤشر بنقطة¹.

وحصل كل من صندوق الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد السعودي "ساما" و"صندوق الاستثمارات العامة السعودي" على 4 نقاط من مجموع 10 نقاط، ليحتل بذلك المركز السابع عالميا رفقة كل من مؤسسة دبي للاستثمار وصندوق الاستثمار العماني، وصندوق الاحتياطيات العام للدولة في عمان.

أما بإسقاطنا لهذه البيانات على أرض الواقع فنجد أنه تتفاوت معايير الإفصاح للصناديق السيادية بشدة من دولة لأخرى حيث يرفض كل من جهاز أبوظبي للاستثمار وهو أكبر صندوق استثماري سيادي عربي ومؤسسة الاستثمار القطرية مجرد الكشف عن حجم الأموال التي يستثمرها بشكل صريح.

المطلب الثالث: أثر صناديق الثروة السيادية لأبوظبي وقطر على نشاط الأسواق المالية

من خلال هذا المطلب سنتناول أثر كل من جهاز أبوظبي وقطر للاستثمار على الأسواق المالية المحلية والخارجية.

¹ <http://www.alanba.com.kw/ar/economy-news>, 12-03-2015, 23:44.

الفرع الأول: أثر جهاز أبوظبي للاستثمار على الأسواق المالية
أولاً: أثر استثمارات جهاز أبوظبي للاستثمار على دولة الإمارات

يعمل جهاز أبوظبي للاستثمار على جذب أكبر الاستثمارات التي تدر له أكثر العوائد وتتباين العوائد التي يكتسبها الجهاز الإستثماري من سنة إلى أخرى كما توضحها أرقام الجدول التالي:
الجدول رقم (11): قيمة عوائد جهاز أبوظبي للاستثمار خلال الفترة 2008-2013

السنة	متوسط العائد السنوي خلال 20 عاماً	متوسط العائد السنوي خلال 30 عاماً
2008	6.1%	7.6%
2009	6.5%	8%
2010	7.6%	8.1%
2011	6.9%	8.1%
2012	7.6%	8.2%
2013	7.2%	8.3%

المصدر: من إعداد الطالبان إعتقاداً على

<http://www.forexu.info/forum>, 12-05-2015, 13:00

<http://www.albayan.ae/economy/local-market>, 12-05-2015, 14:00

من خلال الجدول يتبين لنا أن جهاز أبوظبي للاستثمار يحقق عوائد متباينة، حيث حافظ الجهاز على متوسط عائد سنوي خلال 30 عاماً تراوح ما بين 7.6% في عام 2008 إلى 8.1% في عامي 2010 و 2011 على التوالي، إلا أن متوسط هذا العائد على مدار 20 عاماً قد حقق انخفاضاً في العام 2011 حيث بلغ متوسط العائد فيه 6.9%، في حين بلغت نسبة هذا العائد 7.6% في عام 2010 وقد كان هذا الانخفاض انعكاساً طبيعياً للأزمة المالية التي شهدتها الأسواق العالمية على مدى السنوات الأربع الماضية، أي منذ عام 2008، والتي أدت إلى إنخفاضات حادة في أسواق المال العالمية وارتفاع نسبة المخاطر الاستثمارية، وزاد أثر هذه الأزمة على الأسواق العالمية ظهور وتفاعل أزمة الديون السيادية في أوروبا، والتي بمجملها أدت إلى عزوف المستثمرين عن الدخول في مخاطر استثمارية، إضافة إلى إنخفاض معدلات النمو في الأسواق الناشئة، والتي كان يتوقع لها أن يكون أداؤها أفضل مما هو عليه، على الرغم من قدرة الأسواق الناشئة على إمتصاص أثر هذه الأزمة وتحقيق معدلات نمو جيدة، وبحسب الجدول أعلاه فقد بلغ العائد السنوي على الاستثمارات لمدة 20 عاماً نسبة 7.6% في عام 2012، مقابل 6.9% عام 2011، في حين سجل العائد السنوي على الاستثمارات لمدة 30 سنة

نسبة 8.2% مقابل 8.1% عائداً عام 2011، وبالتالي نستنتج أن جهاز أبوظبي للإستثمار يعد مصدر ثروة لاقتصاد المحلي والدولة من خلال الأرباح التي يحققها من جراء استثماراته المتنوعة والمختلفة. كما يمكن استخلاص أثر جهاز أبوظبي للإستثمار على السوق المحلي في النقاط التالية :

✓ حيازة جهاز أبوظبي للإستثمار على المراتب الأولى يساهم في زيادة وزن ونفوذ البلد في النظام المالي والإقتصادي العالمي ويعزز من مستوى الملاءة المالية للبلد، وحماية الإقتصاد من خطر الصدمات.¹

✓ إن إستثمار الدولة في الخارج يعتمد على صناديق الثروة السيادية منها جهاز أبوظبي للإستثمار الذي يعطي مصداقية لهذه الاستثمارات و كونه يهدف للحفاظ على استمرار رفاهية الشعب، مؤكداً انه سيشكل بديلاً مضموناً وآمناً عن عوائد البترول كثروة يمكن أن تتضب في يوم من الأيام.

✓ يعمل جهاز أبوظبي للإستثمار على نقل المعارف والمهارات إلى بلاده وخلق فرص استثمارية، وفتح أسواق جديدة للشركات الإماراتية، وزيادة الاستثمارات الدولية في الإمارات، وتوليد دخل ثابت من الاستثمارات الخارجية لموازنة الاستثمارات المحلية متوسطة وطويلة الأجل، والحفاظ على مخاطر متوازنة من خلال تنويع الاستثمارات على القطاعات والمناطق الجغرافية والعملات.²

✓ أثرت الصناديق السيادية في المؤشرات الاقتصادية الكلية للإمارات، حيث ساهمت الصناديق بين 65% و 70% من الناتج الإجمالي الأمر الذي يشير إلى وجود بنية اقتصادية تتميز بالتنوع والتعددية مدفوعة بنمو القطاعات الحيوية، وحسب صندوق النقد العربي فقد حقق الناتج المحلي الإجمالي الإماراتي لعام 2011 نسبة نمو بلغت 3.3% أما فيما يتعلق بالمالية العامة فقد حققت فائضاً إجمالياً قدر بـ 6.5% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2011، كما أن جهاز أبوظبي للإستثمار ساهم في القطاع الصناعي الذي سجل نمو مقداره 11% في 2011 وأصبح ثاني مكون للناتج القومي الإجمالي في الإمارات بعد النفط وقفز من 27.6 بليون درهم في عام 2010 إلى 141.7 بليون درهم في 2011، واحتلت الإمارات المركز السادس عالمياً من حيث مؤشر أغنى دولة في العالم في عام 2010.

¹ <http://www.alaraby.co.uk/supplementmoneyandpeople>, 05-05-2015, 16:00.

² <http://arabic.arabianbusiness.com>, 06-05-2015, 14:29.

والجدول الموالي يوضح مؤشرات الإقتصاد الكلي لإقتصاد الإمارات:

الجدول رقم (12): عرض بيانات المؤشرات الإقتصادية الكلية للإمارات خلال الفترة 2007-2011

2011	2010	2009	2008	2007	
2.9	2.9	5	6.8	7.4	معدل النمو الناتج الحقيقي المحلي الإجمالي %
2.8	4	4	14	11.1	معدل التضخم بالنسبة السنوية لتغير في مؤشر أسعار المستهلك
2.5	2.5	2.3	32	29.3	الموازنة العامة
32.3	-	-	53.8	77.2	إجمالي الاحتياطات الرسمية (بليون دولار أمريكي)
234.2	232	215.3	272.3	290.7	إجمالي الناتج المحلي الإجمالي (بليون دولار)

المصدر: من إعداد الطالبان اعتماداً على

صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص: 306.

ثانياً: دور جهاز أبوظبي للاستثمار في الأسواق المالية الخارجية

يمكن ذكر بعض تأثيرات جهاز أبوظبي للاستثمار في الأسواق المالية في النقاط التالية:

✓ نجح جهاز أبوظبي للاستثمار على مدى ما يزيد على ثلاثة عقود في بناء علاقات متينة تتسم بالثقة مع مختلف الحكومات والأجهزة الرقابية وشركاء العمل في شتى أنحاء العالم، كما يحافظ الجهاز على مكانته الراسخة للإستفادة من الفرص المستقبلية، وذلك بفضل نهجه الاستثماري طويل الأمد فهو يساهم في التقليل من التذبذبات في الأسواق المالية الدولية، وبالتالي يساهم في الحفاظ على استقرار الأسواق المالية العالمية.¹

✓ جهاز أبوظبي للاستثمار عمل على التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية، إذ قام باستخدام ثروتها في المراحل التي تتميز بحركة اقتصادية ضعيفة بهدف إطلاق عجلة النمو الإقتصاد والحفاظ على تمويل الاستثمارات الإستراتيجية، وخصوصاً ما حصل من تبعات لأزمة الرهن العقاري التي أثرت في الشركات الأمريكية وكذلك بعض الشركات في أوروبا، وزاد من الفرص

¹ <http://www.qatarshares.com>, 05-04-2015, 14:45.

الاستثمارية ونشط من الحركات الاستثمارية للصناديق السيادية، حيث تقدمت هيئة أبوظبي للاستثمار لشراء نحو 5% من "سي تي غروب" مقابل 7.9 مليار دولار بعد وصول خسائر الأخيرة من أزمة الرهن العقاري نحو 11 مليار دولار، بالتالي ساهمت في إزالة خطر الإفلاس الذي كان يهدد البنك الأمريكي.¹

✓ في إطار تأثير الصناديق السيادية بالأزمة المالية وارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسواق المتقدمة، وجهت الصناديق السيادية استثماراتها لشركات أقل مخاطر و الأسواق المحلية على سبيل المثال حيث استثمر الصندوق السيادي ADIA حوالي 900 مليار دولار في الجهاز المصرفي بأبوظبي في سنة 2008.²

✓ الصناديق السيادية لا تطالب بمقاعد في مجالس الإدارات لتلك الشركات رغم حجم الاستثمارات الكبيرة التي تنفقها لأن إستراتيجيتها تهدف إلى تحقيق العوائد فقط ولا يعمل على التدخل في الإدارة إذ يحافظ على حصة إمتلاك أقل من 4.5% في الشركات لتجنب الكشف، فمثلا هيئة أبوظبي لم تطلب الدخول في مجلس إدارة "سي تي جروب" في الولايات المتحدة الأمريكية أو تغيير استراتيجياته فهي شركات استثمارية تمد العون لإدارة الشركات لإنجاح استثماراتها، هذا ما شجع الدول على استقطاب استثمارات جهاز أبوظبي للاستثمار.

✓ عمل جهاز أبوظبي للاستثمار على تقليص الانكشاف على الأسواق المتقدمة وذلك لإرتفاع المخاطر في هذه الأسواق، حيث توجه الجهاز إلى الأسواق النامية والأسواق الناشئة، إذ تم رفع إنكشافه على السوق الصينية إلى 500 مليون دولار بعدما كان 200 مليون دولار بعد حصوله على موافقة من هيئة السوق الصينية³، وحيازته لنسبة 38.9% في شركة بنك تونسي والإمارات، ونسبة 27.6% في المؤسسة البنكية العربية لدولة البحرين، 25% في البنك الخارجي العربي و10% لشركة قطر للاتصالات.⁴

✓ جهاز أبوظبي للاستثمار يعتمد على استثمارات متنوعة في أصول مختلفة حول العالم، يصل عددها إلى أكثر من 20 أصلاً تشمل عقارات وأسهم وأدوات دخل ثابت، مثل سندات الخزنة الحكومية حول العالم التي من شأنها أن توفر سيولة، وتضمن الحصول على عائدات متطابقة،

¹ <http://arabic.arabianbusiness.com>, 28-04-2015, 12:45.

² عبد الله بلوناس، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009.

³ <http://www.emaratalyoub.com/business/local>, 05-02-2015, 13:22.

⁴ <http://www.skynewsarabia.com>, 18-05-2015, 22:45.

هذا ما يقلل من حجم المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية وتفاذي التدخل في الشؤون السياسية الداخلية للدول خاصة أوقات الأزمات.

✓ يعمل الجهاز على تنويع الأسواق حيث تشكل محفظة أميركا الشمالية وأوروبا جزءاً ضخماً من استثمارات جهاز أبوظبي للاستثمار إذ ضح الصندوق من 60 إلى 85 % في المنطقتين، حيث تستثمر 60 % من أصول الجهاز وفقاً لإستراتيجية تراعي المقاييس العالمية، وتتنوع إستثمارات الجهاز على 4 مناطق جغرافية رئيسية، وهي أميركا الشمالية وأوروبا، الأسواق الآسيوية المتقدمة والأسواق الناشئة، وهذا أسلوب تحوطي ممتاز لأنه يقلل المخاطر ويعطي فرصاً أكبر لتعظيم الفوائد على الثروات المستثمرة، كما أنها تعد محركاً إستراتيجياً نحو التأثير القوي عالمياً عبر التكتلات المالية العالمية.¹

✓ تتميز نشاطات جهاز أبوظبي للاستثمار بتنوع القطاعات الإقتصادية خاصة التحويلية والخدماتية وكمثال عن ذلك نجد نسبة مساهمات الجهاز في رأس مال شركات أجنبية حيث ساهم بنسبة 16% من إبيستين أوروبيان البريطانية، 8.3% من هرمس المصرية و 7.6% من السويس لإسمنت المصرية، و 3% من فيفالدي الفرنسية و 3% من سوني اليابانية.²

✓ سجلت أحجام التعاملات العقارية لجهاز ابوظبي للاستثمار في العالم زيادة خلال عام 2010 حيث جرى تداول أكثر من 550 مليار دولار بزيادة 40% عن عام 2009، رغم أنها كانت أقل كثيراً من الصفقات التي أبرمت في ذروة نشاط السوق العقاري عام 2007 والتي بلغت قيمتها 1.3 تريليون دولار.³

الفرع الثاني: مساهمة جهاز قطر للاستثمار على نشاط الأسواق المالية

برز نشاط جهاز قطر للاستثمار في الأسواق المالية من خلال عامي 2007 و 2008 تزامن مع كون صناديق المال العالمية تعاني من نقص في السيولة، بسبب الأزمة المالية التي اجتاحت العالم، ولم تكن تستطيع هذه الصناديق التوجه للصين وروسيا لتحصيلها بل توجهت نحو دول الخليج لتحصيل السيولة وإستغلال الفرص، وقد سارع جهاز قطر للاستثمار في إنقاذ بنية الإقتصاد الأمريكي بضخ الأموال فيه بعد أن سحب المستثمرون الأمريكيون أموالهم من السوق خوفاً من تعرض إقتصاد بلادهم للركود، حيث بدأت الإستثمار في الماركات العالمية، مثل "سوياز وفانسي وهارودز"، ومع كل صفقة من هذه الصفقات الكبيرة كانت تزيد شعبية قطر، ولو لم تحصل الأزمة المالية لبقى جهاز قطر للاستثمار على الوضع العادي مثلما كان عليه في 2006 ولعل كذلك ما ساعد على بروز قطر رغبة

¹ <http://alroeya.ae>, 17-05-2015, 23:00.

² <http://www.akhbarak.net/articles>, 19-05-2015, 14:48.

³ <http://www.akhbarak.net/articles>, 20-05-2015, 11:08.

قيادتها في التطوع لدور مميز في الخارطة العالمية وذلك من خلال إنتهاج إستراتيجية ذكية في تنويع استثماراتها حول العالم مما يقلل من حجم المخاطر التي قد يتعرض لها في ذلك الوقت، كما ارتبط بعلاقات وثيقة للغاية مع دول ثورات الربيع العربي وجميع دول المنطقة، مما مكنها من القيام بدور الوسيط في إنهاء العديد من المشاكل الإقليمية كالأزمة اللبنانية وإسقاط النظام الديكتاتوري في ليبيا، وكذلك العمل على حل مشكلة دارفور في السودان ودعمها الكامل للثورة السورية.

أولاً: أثر جهاز قطر للاستثمار على دولة قطر

يساهم جهاز قطر للاستثمار بحصة في أغلب البنوك القطرية والشركات المدرجة بالبورصة

والجدول التالي يوضح هذا:

الجدول رقم(13): نسبة مساهمة جهاز قطر للاستثمار في البنوك القطرية

نسبة مساهمة جهاز قطر للاستثمار فيها(%)	إسم الشركة أو البنك
45	شركة بروة العقارية
100	الديار العقارية للاستثمار العقاري
-	الديار لخدمات البنية التحتية
100	حصاد الغذائية
50	مدينة الطاقة بنك قطر الوطني QNB
-	شركة لوسيل للتطوير العقاري
20	مصرف الريان
20	البنك التجاري "كيو ويست"
20	بنك الدوحة
100	بورصة قطر
20	مصرف قطر الاسلامي
100	شركة تطوير سكك الحديد القطرية
20	بنك قطر الدولي الاسلامي
20	شركة قطر وعمان للاستثمار
20	بنك الخليج التجاري "الخليج المستثمر الأول"
-	شركة إتصالات قطر "كيوتل"
-	شركة "الريان هيلز"

Sours: <http://www.qatarconstructionguide.com>, 12-05-2015, 12:38.

فمثلا نجد شركة "كيوتل وبروة العقارية" التي أصبحت في الوقت الحالي اكبر شركة عقارية

في دولة قطر في مجال المشاريع العقارية التنموية، كما حققت المجموعة أصول بقيمة إجمالية قدرها 50.23 مليار ريال قطري مع نهاية عام 2012، أما شركة الديار القطرية الذراع العقاري للجهاز تملك ما يقارب 40% من أسهم شركة بروة ، فيما نجد شركة حصاد والتي أهم إختصاصاتها الغذاء وطرح منتجات في السوق المحلي.¹

والمؤكد أن إدراج الشركات الجديدة السابقة الذكر للتداول في البورصة له عدة إنعكاسات إيجابية بما في ذلك عمق السوق وتنوع الأنشطة الاستثمارية ، كذلك زيادة حجم التداولات وإرتفاع منسوب السيولة في السوق ويساعد إدراج الشركات الجديدة على إستقطاب مستثمرين جدد وضخ مزيد من السيولة وتنشيط السوق بشكل عام، كما أن تنوع المنتجات المالية عنصر مهم يجذب المزيد من الإستثمارات ويعطي للمستثمرين أكثر من خيار للإستثمار، ويتوقع أن تشهد الفترة القادمة توسعا ونشاطا كبيرا في مجال مشاريع المنديال في ضوء توجه قطر إلى أن تكون لاعبا أساسيا في المنطقة، وأن تطرح أسهم الشركات للجمهور الذي من شأنه أن يمتص السيولة المتوفرة لدي الافراد ما يؤدي إلى السيطرة على معدلات التضخم.²

أما فيما يخص الاستثمارات الحقيقية فقد عازمت الحكومة على استثمار 17 مليار دولار في القطاع الصناعي المحلي حتى 2017 خارج إطار النفط والغاز، ما يساهم في خلق قاعدة صناعية قوية.

ثانيا: تأثير جهاز قطر على نشاط الأسواق المالية الخارجية

لقد كان لجهاز قطر للإستثمار تأثير على نشاط الأسواق المالية من خلال :

✓ ضخ السيولة في البنوك والمؤسسات المالية تزامنا مع الحاجة إليها في وقت حدوث الأزمة ومن بين هذه المؤسسات نجد بنك "Barclays" في المملكة المتحدة الذي تم تمويله في 31 أكتوبر 2008 بما يقارب 6.94 مليار دولار ثم 4.84 مليار دولار هذا ما ساعد على إنقاذ البنوك المتضررة من الأزمة المالية العالمية.

✓ تتميز إستثمارات قطر بالتنوع في الكثير من القطاعات في شتي بقاع العالم، وهي خطوة ذكية لأنها تعني التوزيع الإستثماري للمخاطر، ففي ما يخص بريطانيا على سبيل المثال إستحوذت قطر القابضة على ملكية متاجر "هارودز" ب 2.2 مليار دولار وهي مستثمر بارز في "سالزبيري" العاملة عبر إمتلاك ربع أسهمها³ وضاعفت قطر في السنوات الأخيرة عمليات الإستحواذ على حصص

¹ <http://www.qatarshares.com>, 06-05-2015, 22:22.

² <http://www.raya.com>, 02-05-2015, 23:43.

³ جاسم حسين ، ظاهرة الاستثمارات القطرية حول العالم، مجلة الرؤية الاقتصادية ، 09 ماي 2012.

شركات إستراتيجية في الخارج مثل مجموعة "توتال" النفطية الفرنسية و 15.1% من أسهم سوق لندن للأوراق المالية، و 17% من مجموعة فولكس فاجن بالإضافة إلى رغبته للتوجه مؤخرا نحو الاستثمار في الهند، وهذا ما يضمن له التقليل من الآثار السلبية لأسعار معاملاتها في الأسواق المالية.

✓ إن لتوجهات جهاز قطر نحو الإستثمارات قصيرة الأجل والعائدات المضمونة له أثر إيجابي على الأسواق المالية التي يستثمر فيها الجهاز وذلك من خلال إنخفاض التأثير على أسعار الفائدة وأسعار حقوق الملكية من ناحية كما يؤدي التحول للتداول بالعملة الوطنية للدولة ما يزيد من التدفقات الرأس مالية الداخلة وربما يتسبب في إنخفاض سعر الفائدة الحقيقي وتحسن سعر الصرف وارتفاع الطلب المحلي وما ينجم عنه من زيادة في مضاغفات الإنفاق في إيجابية تحسن من معدلات نمو مرتفعة، مثلا السوق الصين التي تنمو بمعدل 9%، كما تشير أرقام البورصة الفرنسية أن شركة توتال بدأت بالفعل تجني ثمار سياسة إستثمارية طموحة في مجال الإستكشاف والإنتاج، وارتفعت قيمة أسهمها بنسبة أكثر من 32% خلال الأشهر الستة التي تلت تدخل جهاز قطر¹، كما لا ننسى الوجهة المفضلة لجهاز قطر وهي الإستثمارات القطرية في بريطانيا فقد أصبحت تشكل جزء حيويًا من الاقتصاد البريطاني والعالمي وذلك عبر ضخها مليارات الدولارات في بنوك وشركات رائدة، مما إنعكس على أسواق المال بالإيجاب لاسيما في لندن وعلى قطاعات أخرى على الرغم من حالة الانكماش التي تسود الاقتصاد العالمي بسبب تأثير أزمة الإئتمان العقاري، وجاءت الإشادة البريطانية بالاستثمار القطري المتميز في المرتبة الأولى.

¹ <http://fr-fr.facebook.com>, 07-05-2015, 23:43.

خلاصة الفصل:

شهدت صناديق الثروة السيادية العربية تطور كبير إبتداءً من عام 2000 سواء من حيث حجم أصولها أو عددها والسبب يعود لإرتفاع أسعار النفط الذي يعتبر من مصادر أصول معظم الصناديق السيادية العربية.

ويعتبار جهاز أبوظبي للاستثمار من أكبر الصناديق السيادية في العالم من حيث حجم الأصول فهو يساهم في تعزيز مكانة الإمارات العربية المتحدة في النظام المالي والعالمي، ويتمتع الجهاز بتنوع الأنشطة الاستثمارية التي يقوم بها منها إدارة الصناديق وقسم الأسهم الداخلية والخارجية وإدارة الدخل الثابت، إدارة الاستثمارات الخاصة والعقارات، وإدارة البنية التحتية والاستثمارات البديلة، كما يعمل الجهاز على تحقيق الاستقرار الاقتصادي للأسواق المالية من خلال الاستثمارات التي يقوم بها في أنحاء العالم.

ويعد جهاز قطر للاستثمار من الصناديق التي ساهمت في تحقيق إستقرار الأسواق المالية من خلال الاستثمارات التي قام بها تزامناً مع الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى سعيه إلى تحقيق الأهداف التي رسمتها حكومة قطر من خلال الاستراتيجية الاستثمارية التي يعتمد عليها، كما ساعدت فروع جهاز قطر للاستثمار على تنويع إستثماراته وتوسعها.

وكان لكل من جهاز أبوظبي وقطر أثر على أسواق الأوراق المالية لاسيما الخارجية من خلال قيامهما بالحفاظ على الإستقرار الإقتصادي والمالي لها كما عملت على تفعيل نشاطها وزيادة نموها، على غرار ذلك فقد ساهما الصندوقان في دعم الإقتصاد المحلي ولو بشكل نسبي.

الخاتمة العامة

تعتبر ظاهرة صناديق الثروة السيادية من أبرز الظواهر التي لا تزال تثير جدلا متزايدا بين مختلف الباحثين والمفكرين الإقتصاديين الذين تختلف وتتباين مواقفهم، وفي نفس السياق تأتي هذه الدراسة لتؤكد أهمية ودور هذه الأداة في الحفاظ على إستقرار النظام الإقتصادي والمالي العالمي وإبراز مزاياها على إقتصاديات الدول المالكة لها بوجه عام، والدول المستقبلة لها بشكل خاص، ومن الممكن وصف هذه الصناديق بكيانات تدير فوائض دولة من أجل الإستثمار وتلعب دورا بارزا على الساحة الإقتصادية العالمية، ولها آثار إيجابية في الدول المتلقية، إذ أن إستثمارات هذه الصناديق تؤدي مباشرة إلى تحريك الإقتصاد المتلقي وإنعاشه، كما تساهم في معالجة بعض المشاكل الإقتصادية والإجتماعية كالبطالة، والواقع أن الصناديق السيادية ليست مؤسسات مصرفية، بل هي أجهزة إستثمارية لا تشتري الحصص في الشركات نتيجة ضغوط سياسية بل نتيجة دراسة إقتصادية مستفيضة.

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا مهما وكبيرا من خلال توظيف فوائض أموال صناديق الثروة السيادية حيث تعد الأسواق العالمية عموما والأمريكية خصوصا الوجهة المفضلة لصناديق الثروة السيادية العربية لما لها تملكه من قوانين وأسس تسمح بتسهيل وتسريع العمليات فيها، هذا بإضافة إلى تطور وإتساع أسواقها.

1. نتائج البحث:

○ النتائج النظرية:

- ✓ يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية بإستخدام عدة معايير على غرار موارد الصندوق، الوظيفة مجال عمل أو درجة إستقلالية الصندوق؛
- ✓ تتباين مواقف أعوان ومؤسسات النظام المالي العالمي حول صناديق الثروة السيادية ما بين مساند لها على غرار الدول المالكة للصناديق ومتحفظ منها بنسبة للدول المستقبلة لإستثمارات الصناديق بسبب تخوفها من فقدان نفوذها الإقتصادي والسياسي، بينما يتسم موقف المنظمات الإقتصادية العالمية بنوع من التوازن حيث ترحب هذه المنظمات بدور الصناديق السيادية شريطة إلتزامها بمبادئ وقواعد ضابطة لنشاطها؛
- ✓ لا تزال مؤشرات قياس أداء صناديق الثروة السيادية في مراحلها الأولية، وفي هذا يتوفر مؤشرين لقياس الأداء هما مؤشر "ترومان" ومؤشر "لينبرغ-مادل"، علما أن مؤشرات قياس الأداء تعد وسيلة مهمة لتحسين حوكمة وشفافية الصناديق السيادية نتيجة تقييمها المستمر لمختلف سياسات تسيير وإدارة هذه الصناديق؛

✓ شهدت أسواق الأوراق المالية للدول المتقدمة تطوراً هائلاً على جميع المستويات التنظيمية من حيث القيمة السوقية، حجم التداول فيها، تنوع منتجاتها وعدد الشركات المدرجة فيها وتبقى الدول الناشئة تعمل على تطوير قدرات أسواقها لمواكبة أسواق الدول المتقدمة.

○ النتائج التطبيقية:

✓ تعد تجربة أبوظبي من أقدم التجارب العالمية في مجال صناديق الثروة السيادية، مما يسمح بتراكم معارف وخبرات يمكن استخدامها لتحسين أداء الصندوق السيادي الإماراتي، إذ تتوفر الإمارات العربية المتحدة على أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم ما يسهم في تعزيز نفوذ ومكانة البلد في النظام المالي والاقتصادي العالمي إلا أن تدني مستوى حوكمة الصندوق وإنخفاض مستوى شفافيته يحد من أدائه، رغم إمتلاكه لفرص نمو هائلة بسبب الوفرة المالية التي يحوزها؛

✓ يسعى جهاز أبوظبي للإستثمار للحفاظ على ثروة الأجيال القادمة، ويمكن له أن يكون بديل مضمونا وأماناً عن عوائد النفط، فالثروة يمكن أن تزول في يوم من الأيام؛

✓ إتبع جهاز قطر للإستثمار في نشاطه إستراتيجية جديدة ركز من خلالها على تنويع إستثماراته في الكثير من القطاعات والعديد من الدول بهدف التوزيع الإستثماري للمخاطر؛

✓ يعمل جهاز أبوظبي للإستثمار على تحسين المؤشرات الإقتصادية للإمارات، حيث حقق الناتج المحلي الإجمالي الإماراتي في سنة 2011 نسبة نمو 3.3%؛

✓ ساهم جهاز قطر للإستثمار في تفعيل الأسواق المالية، من بينها بريطانيا عبر ضخه مليارات الدولارات في بنوك وشركات رائدة ما انعكس بالإيجاب على إقتصادها، رغم حالة الإنكماش التي سادت الإقتصاد العالمي بسبب تأثير أزمة الإئتمان العقاري، كما كان لتوجهات الجهاز نحو الإستثمارات قصيرة الأجل والعائد المضمون دور في تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الأسواق المالية العالمية من بينها إرتفاع معدل النمو في سوق الصين إلى 9% بعد الأزمة المالية وكذا إرتفاع قيمة الأسهم شركة توتال الفرنسية لأكثر من 32%؛

✓ عرفت صناديق الثروة السيادية العربية نمواً رغم الهزات والأزمات بحيث حققت زيادة متواصلة وصل حجمها قرابة 2.8 تريليون دولار في نهاية فيفري 2015.

2. إختبار الفرضيات:

إستند البحث في مقدمته إلى جملة من الفرضيات التي حاولنا إختبارها ضمن محتوى الدراسة حيث تبين مايلي:

- ✓ بالنسبة للفرضية الأولى والتي تدور حول كون صناديق الثروة السيادية عبارة عن فوائض مالية تملكها الحكومة وتستثمرها في الأسواق المالية فهي فرضية صحيحة، فصناديق الثروة السيادية تجمع فوائضها عن طريق العوائد النفطية كمصدر أساسي كما أن هناك صناديق تعتمد على موارد أخرى غير النفط، لتستثمرها في الأسواق المالية بالدرجة الأولى.
- ✓ أما بالنسبة للفرضية الثانية والتي تعتبر أن كلا من جهاز أبوظبي وقطر للإستثمار ينشطان داخليا وخارجيا على حد سواء، بالفعل فقد أثبتت الدراسة أن كلا الصندوقين يستثمران محليا كما يمتد نشاطهما بشكل أوسع خارجيا وبالأخص في الأسواق المالية.
- ✓ أما فيما يخص الفرضية الثالثة والتي كان محتواها لصناديق الثروة السيادية العربية دور فعال خلال الأزمة المالية، فهي فرضية صحيحة فمن خلال الفصل الثالث توصلنا إلى أن صناديق الثروة السيادية العربية لعبت دور فعالا وإيجابيا من خلال حفاظها على الإستقرار الإقتصادي والمالي في العالم.

3. التوصيات:

- ✓ ضرورة تعزيز علاقة التعاون بين الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية العربية عن طريق إقامة تكتل أو منتدى للدفاع عن مصالحها وتبادل الخبرات والمعارف الخاص بإدارة هذه الصناديق؛
- ✓ البحث عن فرص إستثمارية جديدة، وتوسيع مجال عمل صناديق الثروة السيادية العربية ليشمل الإستثمار في أسواق البلدان الناشئة على غرار بلدان منطقة إفريقيا وأمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا بدلا من التركيز على أسواق البلدان المتقدمة؛
- ✓ تنويع المحافظ الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية العربية لتشمل الإستثمار في الأصول الحقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة والمشروعات الإقتصادية بدلا من التركيز على الإستثمار في الأصول المالية فقط؛

أما التوصيات الخاصة بكلا من دولة قطر وأبوظبي فيمكن تلخيصها فيما يلي:

- ✓ يجب على كل من جهاز أبوظبي وقطر للاستثمار تبني سياسات وإجراءات جلية لحسن إستغلال تلك الصناديق وأول خطوة لتلك الإجراءات هي الإلتزام بمبادئ الحوكمة والشفافية التي يجب أن تحيط بإدارة تلك الصناديق وأرباحها لتبديد القلق حول إستثماراتها الإستراتيجية.
- ✓ يجب على صناديق الثروة العربية أن تتفادى تركيز المساهمة في عدد قليل من المؤسسات بشراء حصص كبيرة بل تتوجه إلى توسيع هذه المشاركات بشراء حصص صغيرة في أكبر عدد من المؤسسات في قطاعات واسعة، لتمكين إستفادة الأجيال القادمة من ثمار النمو الإقتصادي الخاص بالدول العربية، مع البحث عن عوائد مضمون ومخاطر أقل.
- ✓ إستخدم جزء من العائدات لتطوير البنية الأساسية اللازمة لتنمية القطاعات الإنتاجية والخدمية الملائمة لظروفها، وكذلك إستخدم جزء من هذه العائدات في تنمية الإستثمار الداخلي للبلدين ليشكل بديل عن النفط عند نضوبه.

4. آفاق الدراسة:

- ويبقى موضوع دور صناديق الثروة السيادية العربية في تفعيل الأسواق المالية واسع النطاق ومتشعب الأبعاد، وما هذه الدراسة إلا جانب بسيط من جوانبه المتعددة، وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى جملة من المواضيع المقترحة، والتي تتناول أبحاث أخرى تسلط الضوء على أدوار وجوانب أخرى لصناديق الثروة السيادية، ويمكن ذكر بعض منها:
- ✓ مكانة صناديق الثروة السيادية في الأزمة المالية العالمية .
 - ✓ صناديق الثروة السيادية و صناديق الاستثمار ودورهما في تفعيل الأسواق المالية.

قائمة المرجع

أولاً: باللغة العربية

أ- الكتب:

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، الجزائر، 2004.
2. إرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار الميسرة للنشر، عمان، 2004.
3. اسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2005.
4. إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
5. إلياس بن ساسي، يوسف قریش، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، 2006.
6. إيهاب الدوسقي، إقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2004.
7. توفيق عبيد سعيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 2004.
8. جاسم المناعي، ظاهرة صناديق ثروات السيادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2008.
9. جمال ناجي، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، 1998.
10. حسني علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، 1998.
11. خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم، تحليل، إستراتيجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
12. خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالي، المؤسسة الحديثة، ج2 لبنان، 2002.
13. رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق رأس المال-المؤسسات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية، 1999.
14. زياد رمضان، محمود جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2003.
15. زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، 2004.

16. سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بدون دار نشر، ابوظبي، 2008 .
17. سمير رضوان عبد الحميد ، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
18. شذا الخطيب ، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا بيروت، 2002.
19. صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
20. صلاح الدين السيبي ، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت، 1998.
21. ضياء مجيد الموسوي ، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2005.
22. طاهر حردات، أساسيات الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
23. عبد الحميد محمد الشواربي ، إدارة المخاطر الائتمانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
24. عبد العزيز أمين ، الأسواق المالية، دار قباء للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004.
25. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007.
26. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات) الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000.
27. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات ، الدار الجامعية ج1، مصر، 2005.
28. عبد المطلب عبد المجيد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.
29. عبد المقصود مبروك نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
30. عبد النافع الزوري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.
31. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
32. عمر صقر، العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، قطر، 2002.

33. عيسى محمد الغزال، خصائص أسواق الأسهم العربية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، 2009.
34. محسن أحمد الخضيرى ، كيف تعمل البورصة في 24 ساعة، إترك للنشر والتوزيع، مصر 1996.
35. محفوظ جبار ، سلسلة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق المالية ج2، دار هومة، الجزائر، 2002.
36. محمد البناء، أسواق النقد والمال الأسس النظرية والعملية، زهراء الشرق، مصر، 1996.
37. محمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار حامد للنشر والتوزيع عمان، 2006.
38. محمد مصطفى سليمانى، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالى والإداري دراسة مقارنة، الدار الجامعية، مصر، 2006.
39. محمد مطر، إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
40. محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالى، دار وائل للنشر، عمان، 1999.
41. محمود محمد الداغر، الاسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
42. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
43. مدحت صادق، النقود وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 1997.
44. مروان عطون، الأسواق المالية والنقدية (البورصات ومشاكلها في عالم النقد والقرض) ، ديوان المطبوعات الجامعية، ج2، الجزائر، 2004.
45. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر 1999.
46. نادية مكايي، أبو فخرة، إتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، الدار الجامعية المتوسطة مصر، 2001.
47. وسام الملاك، البورصات والأسواق المالية العلمية، دار المنهل اللبناني، ج2، لبنان، 2003.

ب-المذكرات والأطروحات:

1. أسماء بلميهوب، العولمة المالية وأثرها على أداء الأسواق المالية الناشئة-حالة سوقى ماليزيا وكوريا الجنوبية-، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص إقتصاد دولي، جامعة سطيف، الجزائر، 2004.
2. إياد حمادة، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2009.
3. حسان المتني، الأسواق المالية، مذكرة ماجستير تخصص إدارة أعمال، جامعة دمشق، سوريا 2009.
4. زهير بن عباس، تحديات ربط الأسواق العربية لرأس المال في ظل العولمة، مذكرة ماجستير (غ منشورة) في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
5. سليمان فرحات زاوي، دور صناديق الثروة في ظل الأزمة المالية العامية الراهنة، دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012.
6. سهام حنينش، فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخيل الثروة النفطية في الجزائر مذكرة ماستر (غ منشورة)، تخصص اقتصاد وتسيير بترولي، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013.
7. صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة تجربة مصر العربية، أطروحة دكتوراه (غ منشورة) ، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
8. طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه في إدارة المصارف (غ منشورة) كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2004.
9. عبد السلام بريزة، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية-دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية ، كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2013.
10. عبد الكريم سليمان، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة حالة أبو ظبي، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، تخصص إقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014.

11. فاطمة الزهراء ديش، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية-الحل المصرفي الإسلامي نموذجاً-، مذكرة ماجستير (غ منشورة) في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود وبنوك ومالية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2011.
12. كهينة سبابو، ترابط الأسواق المالية وانعكاساتها على بلدان العلم الثالث، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.
13. مريم فرخة ، أمل الحياة حمدي، أثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالية العربية دراسة حالة سوق مصر للأوراق المالية، مذكرة ماستر تخصص نقود ومالية دولية، جامعة جيجل، 2013.
14. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية -الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه (غ منشورة)، تخصص نقود ومالية ، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011.
15. نبيل خليل طهسمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق:دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير (غ منشورة)، كلية إدارة الأعمال، جامعة غزة فلسطين، 2007.

ج- الدراسات والملتقيات:

- 1) أنور إبراهيم، خصائص أسواق الأسهم العربية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 80، فيفري 2009.
- 2) حاتم أمير مهران، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، سلسلة أوراق عمل رقم السلسلة API/WPS 0702 ، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2007.
- 3) رفعت السيد العوضي ، الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر والإقتصاد الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي للإسلامي، كلية التجارة، جامعة الأزهر، مكة المكرمة 25- 29 ديسمبر 2010.

- 4) عبد الكريم شوكال، إبراهيمي سمير، انهيار الأسواق المالية حول إقتصاد المشاركة، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، 2008.
- 5) عبد الله بلوناس، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009.
- 6) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية العالمية ، مداخلة مقدمة للمؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من المنظور النظام الإقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان طرابلس، لبنان، 13-14 أوت 2009.

د - المجالات:

1. أمال لعرييد، الصناديق السيادية وفعاليتها بالأزمة المالية ، مجلة العامل، العدد 85، الكويت، 2010.
2. حسين جاسم، ظاهرة الاستثمارات القطرية حول العالم، مجلة الرؤية الإقتصادية، 09 ماي 2012.
3. صناديق الثروة السيادية، مجلة إضاءات المالية المصرفية ،السلسلة السادسة ،العدد5، الكويت ديسمبر 2015.
4. عبد السلام علي رضى، اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية(دراسة مقارنة وتطبيقية على المملكة العربية السعودية)، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، السلسلة 138 الإمارات، 2008.
5. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة ، مجلة اقتصاديات إفريقيا، العدد 06، 2009.
6. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية العالمية ، مداخلة مقدمة للمؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من المنظور النظام الإقتصادي الغربي والإسلامي جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 أوت 2009.

7. ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية ، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الدول العربية المصدرة للبترول، المجلد 35، العدد 129، ربيع 2009، الكويت.
 8. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العددان 48،49، القاهرة، خريف 2009 وشتاء 2010.
 9. نسيمة حاج موسى، علوي فاطمة الزهراء ، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008 ، مجلة الباحث، العدد 8، جامعة محمد بوقره، الجزائر، 2010.
 10. هشام حنظل عبد الباقي، رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمة، مجلة التعاون العربي، العدد 69، البحرين، مارس 2010.
- هـ - التقارير:

1. التقرير السنوي لجهاز أبوظبي للإستثمار لسنة 2012
2. تقرير لقناة دبي ميديا الإقتصادية، استثمارات الصندوق السيادي القطري، دبي، 2013.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1- الكتب:

1. Blundell-Wignall, A., Y. Hu and J. Yermo, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 14, OECD Publishing, 2008.

2- الدراسات والملتقيات:

1. International monetary fund ,Sovereign wealth funds A workagenda, working paper ,Washington, 2008.

1. Abu Dhabi Investment Authority, Annual Review 2012, Abu Dhabi, United Arab Emirates , 2013.
2. Riadh el hafdhi , Ah'origine des fond souverains ,reivue problème économiques ,la documentation française, n 2951, France, 2008 .
3. Truman, Peterson Institute for International : (Economics, 2008).
4. Setser&Ziamba ,Center for Geo-economics Studies 2009.

ثالثا: المواقع الإلكترونية

- 1- المرسوم الأميري رقم 22 ، مراجع فتاوى وتأديب أحكام إتفاقيات التشريعات، الجريدة الرسمية <http://www.almeezan.qa> قطر، 2005 على الموقع
2. جريدة لوموند ، قطر تشتري العالم، ملف استثمارات قطر في العالم ، المجلة الإلكترونية على: www.albawabhnews.com
3. رشاد عبده، تقارير ودراسات، الشبكة العربية العالمية، 19 أوت 2013 ، على الموقع [http //www.globalarabnetwork.com](http://www.globalarabnetwork.com)
4. مظهر محمد صالح، صندوق الثروة السيادية تقييم أولي لتجربة صندوق تنمية العراقي، البنك المركزي العراقي، 2008، متوفر على الموقع <http://iraqieconomists.net/nr>
5. International monetary fund ,Sovereign wealth funds Aworkagenda, working paper ,Washington,2008 متوفر على www.imf.org/external
6. <http://www.forexu.info/forum/showthread>
7. <http://www.swfinstitute.org>.

8. <http://alroeya.ae/>.
9. <http://ar.wikipedia.org/wik>.
10. <http://arabic.arabianbusiness.com/business/banking/>
11. <http://arb.majalla.com>.
12. <http://iraqieconomists.net/nr>
13. <http://moheet.com>.
14. <http://rassd.com>.
15. <http://www.akhbarak.net/articles/>.
16. <http://www.alanba.com.kw/ar/economy-news>.
17. <http://www.alaraby.co.uk/supplementmoneyandpeople>.
18. <http://www.alborsanews.com>.
19. <http://www.alkhaleej.ae/economics>
20. <http://www.alriyadh.com/101352>
21. <http://www.alwatanvoice.com/>
22. <http://www.argaam.com>
23. <http://www.cnbcarabia.com>
24. <http://www.emaratalyoun.com/busines/local/>.
25. <http://www.hattpost.com>.
26. <http://www.iwg-swf.org/index.htm>
27. <http://www.ktuf.org/alame>
28. <http://www.mubasher.info/>.
29. <http://www.ooredoo.qa>
30. <http://www.qatarconstructionguide.com>.
31. <http://www.raya.com>.
32. <http://www.swfinstitute.org>
33. <http://y1.rr.sa/article/>.
34. <http://www.adia.ae/>.
35. <https://fr-fr.facebook.com>.
36. www.albawabhnews.com
37. www.cnbcarabia.com
38. www.imf.org/external
39. www.imfbookstore.org
40. <http://www.albayan.ae>
41. <http://arb.majalla.com>.
42. <http://rassd.com/3-127436.htm#sthash.B522Or4>
43. <http://arabic.arabianbusiness.com>,

44. <http://www.alarab.qa/story>.
45. <http://www.qatarshares.com/>
46. <http://www.mubasher.info>
47. [http //www.globalarabnetwork.com/component/comprofler/userprofile/rachad](http://www.globalarabnetwork.com/component/comprofler/userprofile/rachad)
48. <http://www.swfinstitute.org/> find-rankings MM
49. <http://www.skynewsarabia.com/>

المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن الدور الذي يمكن أن تقوم به صناديق الثروة السيادية لزيادة تفعيل الاستثمار في سوق الأوراق المالية خلال جمع فوائدها المالية.

وصناديق الثروة السيادية هي إحدى الآليات الجديدة التي أصبحت موضوع إهتمام كبير جدا من مختلف الدول سواء كانت مالكة للصندوق أو مستقبلة له، حيث تقوم الدولة ممثلة في الحكومة بتجميع الفوائض المالية وإستثمارها نيابة عن الأفراد في الأسواق المالية أو عن طريق الإستثمارات في الأصول الحقيقية من خلال إدارة فنية متخصصة مما يحقق أرباح للدولتين (مالكة الصندوق كطرف والمستقبلة للاستثمار كطرف ثاني)، وما يشجع الصناديق السيادية على الاستثمار في الأسواق المالية هو توافر هذه الأخيرة على مبادئ، مؤشرات وأسس تنظيمية.

ولقد تم التطرق في هذه الدراسة إلى صندوق الثروة السيادي لدولة الإمارات و الممثل في جهاز أبوظبي للاستثمار بإعتباره يحتل المرتبة الأول عربي في ترتيب حجم الأصل وكذلك الصندوق السيادي لدولة قطر الذي يعرف بجهاز قطر للاستثمار والذي برز عالميا تزامنا مع الأزمة المالية 2008 حيث عرف أكبر زيادة في حجم الأصول عالميا، إلا أنه ورغم مساهمة الصندوقين في تفعيل الأسواق المالية فأنهما يفتقران إلى الشفافية والإفصاح المطلوبين خلال نشاطهما وهذا ما يعيق تقدمهما إلى حد ما، ويتوقع الخبراء أن يلعبا دورا أحسن مستقبلا في ظل تطور أدائهما الفني والتشريعي.

وفي الأخير قمنا بصياغة جملة من التوصيات والإقتراحات التي نري أن الأخذ بها من شأنه أن يسهم في تفعيل الأسواق المالية وتوسيع نشاط صناديق الثروة السيادية.