

## تأثير الازمة المالية العالمية على نشاط الصناديق السيادية

مظهر حسن عبد الجبوري

اشراف أ.د. غالب فرحات

كلية القانون الجامعة الاسلامية - لبنان

### The impact of the global financial crisis on the activity of sovereign funds

Mudher Hassan Abed Al-Jubouri Supervised by  
Prof. Dr. Ghalib Farhat

#### الملخص

يشهد العالم بين تارة وأخرى ازمة مالية عالمية تتال أثارها اقتصاديات كافة الدول العالم ولكن الفارق يكون في حجم الأضرار فمما لا شك فيه أن الدول النامية تكون أكثر تأثراً بالازمات المالية العالمية مقارنة بالدول المتقدمة، ونجد أن بداية الأزمات المالية العالمية في العصر الحديث كانت مع أزمة الكساد الكبير التي حدثت بين عامي (١٩٢٩-١٩٣٩) تلك الأزمة التي بدأت بسبب انهيار سوق الأسهم الأميركية في عام ١٩٢٩، وتفاقم الأمر بسبب السياسات الاقتصادية الفقيرة للإدارة الأميركية آنذاك. الكلمات المفتاحية: المالية - العالمية - الأزمة - السياسية - الصناديق

#### Abstract

The world witnesses, from time to time, a global financial crisis whose effects affect the economies of all countries in the world, but the difference lies in the extent of the damage. There is no doubt that developing countries are more affected by global financial crises compared to developed countries. We find that the beginning of global financial crises in the modern era was with the Great Depression that occurred between the years (1929-1939), that crisis that began due to the collapse of the American stock market in 1929, and the matter was exacerbated by the poor economic policies of the American administration at that time.

Keywords: Financial - Global - Crisis - Political - Funds

#### المقدمة

استمر الكساد عشر سنوات تقريبا، نتج عنه خسائر هائلة في الدخل ومعدلات بطالة قياسية ونقص في الإنتاج، خاصة في الدول الصناعية، كما كان العالم في عام ١٩٧٣ على موعد مع أزمة مالية عالمية جديدة اطلق عليها أزمة أسعار النفط تلك الأزمة التي بدأت عندما قرر أعضاء منظمة أوبك (خاصة من العرب)، الرد على قرار الولايات المتحدة بإرسال شحنات السلاح إلى إسرائيل خلال حرب ١٩٧٣. وقررت دول أوبك إعلان حظر النفط، ووقف صادراته إلى الولايات المتحدة وحلفائها، مما أدى إلى نقص كبير وارتفاع حاد في أسعار النفط، تبعته أزمة اقتصادية في الولايات المتحدة والعديد من البلدان المتقدمة. تلى تلك الأزمة الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧ والتي تعرف باسم أزمة أسعار الصرف وهي أزمة انطلقت من دولة تايلند ونالت اثارها غالبية الدول الآسيوية. ثم جاءت الأزمة المالية العالمية الكبرى عام ٢٠٠٨، وقد بدأت بوادر تلك الأزمة تلوح في الأفق منذ ٢٠٠٧، إلا أن أثارها الحقيقية ظهرت بشكل واضح في سبتمبر ٢٠٠٨، حيث أصبح من المؤكد أن القروض العقارية غير قابلة للتحويل بالرغم من أن البعض يرى أنها بدأت تتكون داخل الاقتصاد الأمريكي منذ عام ٢٠٠٠<sup>(١)</sup>، فأزمة التمويل العقاري كانت نتيجة الإفراط في الإقراض مع عجز متزايد لدى المقرضين على السداد ولكنها سرعان ما تحولت إلى أزمة ائتمار وتعثرت للبنوك، فقد انطلقت الأزمة عند إعلان مؤسسة مالية عملاقة بنك ليمان براذرز (man Brathers) عن إفلاسها فقد خسر نحو ٦٠ مليار دولار في أزمة القروض العقارية الرديئة، وقد كان هذا البنك هو ثاني بنك أمريكي يتم إفلاسه ضحية للأزمة بعد بنك بيرستيرنز (Bear stearns) الذي بيع في مارس ٢٠٠٨، وقد بدأت المؤسسات المالية

في الإعلان عن خسائر ضخمة، ومتعلقة بالفروض العقارية المرتبطة بالأوراق المالية في الإعلان عن خسائر ضخمة<sup>(١)</sup>. وتلى تلك الأزمات أزمت نرى أنها أقل وطأة منها وهنا نتحدث عن أزمتي وباء (COFID 19) وأخيراً الحرب الروسية الاوكرانية الدائرة في الوقت الراهن. وما يهمني في ذلك الصدد التعرض لمفهوم الأزمة المالية العالمية، فضلاً عن ايضاح كيفية تأثير الازمة المالية العالمية على نشاط الصناديق السيادية وتعرض لذلك من خلال الباحثين الآتيين.

## **المبحث الأول ماهية الأزمة المالية العالمية**

ذهب العز إلى تعريف الأزمة المالية بأنها عبارة عن انخفاض حاد ومفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، سواء كانت تلك الأصول مادية مثل الأبنية والآلات والمعدات و غيرها، أو كانت تلك الأصول مالية مثل حقوق ملكية لرأس المال المادي أو المخزون السلعي مثل الأسهم وحسابات الادخار، ووفقاً لهذا التعريف تنقسم الأزمة المالية بشكل عام إلى قسمين أساسيين، الأول: يعتمد على العملة والانخفاض المالي المفاجئ، والثاني: يحتوى على الديون والصناعة المصرفية<sup>(٢)</sup> وذهب البعض إلى تعريف الأزمة المالية بأنها انهيار النظام المالي بأكمله بسبب فشل عدد كبير من المؤسسات، المالية وغير المالية، فضلاً عن انكماش حاد في النشاط الاقتصادي للدول نتيجة لأسباب تتعلق بانخفاض حجم الاحتياطي الأجنبي أو العجز في ميزان المدفوعات، أو انخفاض أداء القطاع المصرفي، الأمر الذي يظهر صداه في تدهور قيمة العملة وأسعار الأسهم والسندات، ومن ثم التأثير السلبي على قطاع الإنتاج، وإعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية<sup>(٣)</sup> ويعرفها البعض الآخر بأنها تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر بصورة كلية أو جزئية على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية، ومعدل الصرف، وهو ما يعكس الانهيار الشامل في النظام المالي والنقدي<sup>(٤)</sup>. ومن التعريفات السابقة فإنه يمكن للباحث الوقوف على الخصائص الأساسية للأزمة المالية والتي تتمثل في الآتي:

❖ تواتر أحداث الأزمة المالية سريعاً مما يعكس ظللاً من الشك حول البدائل المطروحة لمجابهتها والخوف الحاد من آثارها وتداعياتها

❖ تشابكية وتعقيد أسبابها وعوامل حدوثها

❖ فجائية وحدة حدوثها واستقطابها لكافة الاقتصاديات

❖ ندرة المعلومات الكافية للتنبؤ بحدوثها

وعلى صعيد آخر فإن مفهوم الأزمة المالية العالمية يرتبط بوضوح بمفهوم الأزمة الاقتصادية على الرغم من الفارق بينهم، فالأزمة الاقتصادية يمكن تعريفها بأنها حالة من الصعوبة يمر بها بلد أو مجتمع ما نتيجة حالة غير اعتيادية من التطورات غير المتوقعة في تشغيل النظام المالي بمكوناته، مما يؤثر سلبيًا على الحالة الاقتصادية للدولة، وعادة ما تحدث هذه الأزمة نتيجة لخلل في التوازن الاقتصادي بين حتمي الاستهلاك والإنتاج، وتكون لها تداعياتها السلبية في الهيكلية الاقتصادية والسياسية للدول، فالأزمة الاقتصادية هي نتاج لحالة عامة من عدم الاستقرار الاقتصادي، والذي يظهر من خلال ملاحظة انخفاض الإنتاج وإفلاس الشركات وارتفاع معدلات البطالة وانهيار في سوق الأسهم، وتدهور في سعر الصرف، وانخفاض في مستوى معيشة الأفراد، وانخفاض الناتج القومي الإجمالي، وعادة ما لا تقتصر تلك الآثار السلبية على قطاع بعينه، وإنما تمتد لتشمل قطاعات اقتصادية أخرى، وربما تصيب اقتصاد بلد بأكمله، وفي حالات معنية تمتد لتطول اقتصاديات دول أخرى<sup>(٥)</sup> وبناء على ما سبق يمكننا التمييز بين الأزمة المالية و الأزمة الاقتصادية، فالأولى فتعكس حالة تخفض فيها قيم الأصول المالية بسرعة في الاقتصاد، وتؤثر بشكل مباشر على القطاعين المالي والمصرفي وهما من مكونات الاقتصاد، أما الثانية تعكس حالة من التدهور المباشر في النشاط الاقتصادي للبلاد قد يؤثر على حجم الناتج المحلي الإجمالي، وعادة ما يكون لها تداعيات واسعة النطاق وفقاً لحجم الأزمة، على نحو ما حدث في حالة الأزمة المالية العالمية. الأزمة المالية العالمية الأسباب والنتائج: في الاقتصاديات الرأسمالية خصوصاً البلدان الرأس مالية المتقدمة كالولايات المتحدة وبلدان أوروبا الغربية واليابان، يستطيع المستهلك شراء ما يحتاجه من السلع والخدمات وذلك عن طريق حصوله على قروض من البنوك ومنها صناديق الاستثمار في تلك البلدان، ولعل النشاط العقاري المتمثل ببناء المساكن أو الأراضي العقارية التي يحتاجها الأفراد لسكنهم يعتبر من أهم الأنشطة التي يعتمد في تنفيذها على الاقتراض من البنوك. وبهذه الطريقة تم اقتراض مبالغ كبيرة جداً من البنوك لبناء المساكن أو تطويرها وبضمان المساكن نفسها. وحتى تستفيد البنوك من هذه الضمانات قامت بتحويلها إلى سندات استثمارية بيعت في أسواق الأوراق المالية (البورصات)، وقام المستثمرون الذين اقتنوا هذه السندات بتأمينها في شركات التأمين، لتجنب المخاطر التي يمكن أن تواجه هذه السندات وتضر بالمستثمرين تحدد عادة تواريخ لسداد القروض والفوائد المترتبة عليها، لضمان استرداد أموال البنوك وفوائدها، ولاقراضها ثانية لجني مزيد من الأرباح وهكذا دواليك لقد توسعت البنوك في هذا النوع من الاقتراض، ولم تأخذ بالحسبان أهمية التحليل المالي ومعرفة قدرة المقترضين على السداد

في التواريخ المحددة لذلك وإعطاء هذا الموضوع القدر المناسب من الاهتمام، بحيث كانت النتيجة امتناع العديد من المقترضين عن السداد لعدم قدرتهم على ذلك، وأضحت هذه القروض ديوناً لا مجال لإرجاعها (أو ديون ميتة)، وهذا تسبب في قلة وانخفاض السيولة في أغلب البنوك، خصوصاً تلك البنوك التي لم تراعي التوازن المطلوب بين السيولة والاقراض، والتي تحدت بتجربة البنوك العالمية عبر تطويرها بما جعلها معياراً نمطياً يجب الأخذ به، أي لا يتم اقراض أكثر من (٥٥٪ - ٦٠٪) من السيولة التي يملكها البنك، ويحتفظ البنك بهذه الحالة بنسبة تصل إلى ٤٠٪ من السيولة لتلبية طلبات المودعين وكسب ثقتهم ومنع أية حالة إفلاس يمكن أن تواجه البنك. لقد تم ذلك برضا المديرين لتلك البنوك، اعتقاداً منهم بإمكانية تحقيق أرباح كبيرة لبنوكهم وأغفلوا المعيار الذي أشرنا إليه. وفجأة وجدت العديد من البنوك نقصاناً في السيولة وأنها غير قادرة على تنفيذ طلبات المودعين، وحتى تعالج هذه البنوك مشكلة انخفاض السيولة لديها، قامت بعرض العقارات التي لم يسدد أصحابها القروض التي استلموها من البنوك ذات العلاقة، ولكنها لم تجد المشترين، مما أدى إلى إنهيار العديد من هذه البنوك مثل بنك ليمان براذرز مع انخفاض أسعار العقارات كثيراً، الأمر الذي دفع حاملي السندات في التوجه إلى شركات التأمين للتعويض عن خسائرهم، وهذا أدى إلى إنهيار مؤسسات التأمين ومنها أكبر مؤسسة تأمين في العالم وهي مؤسسة (AIG) الذي أسستها الحكومة الأمريكية لضمان بقائها نظراً لأهميتها الكبيرة في الاقتصاد الأمريكي. وبذلك فقد تعرضت العديد من البنوك وشركات التأمين إلى الإفلاس. لم تتوقف الأزمة عند حدود البنوك والمؤسسات المالية، وإنما انتقلت بدورها إلى شركات الإنتاج في الاقتصاد الحقيقي أي الاقتصاد المنتج للسلع، كما حدث لشركة جنرال موتورز وغيرها من الشركات التي أخذت تعاني من انخفاض مبيعاتها بصورة كبيرة ولم تجد من يقوم بإقراضها وهذا دفعها إلى تسريح أعداد من العاملين لديها، بحيث وصلت الأعداد من العاملين المسرحين في الولايات المتحدة من البنوك والشركات في أسبوع واحد إلى ١٥٩ ألف وظيفة، وهناك مئات الآلاف الآخرين الذين ينتظرون تسريحهم من العمل مما زاد من ضعف القوة الشرائية وأدخل الكثير من الاقتصادات حالة من الركود، إذ دخل اقتصاد (٣٠) ولاية أمريكية حالة الركود وهناك ١٩ ولاية أخرى مهددة به، وتنتقلت الأزمة إلى دول أوروبا الشمالية المتقدمة واليابان وكثيراً من البلدان التي تشابه إقتصادياتها مع الاقتصادات المتطورة، إذ من المحتمل أن يكون النمو سالباً.

### المبحث الثاني مدى تأثير الصناديق السيادية بالأزمة المالية العالمية

يمكن القول بداية أن كافة المشاريع الاستثمارية قد تأثرت بصورة واضحة من الأزمة المالية العالمية، وقد انعكس ذلك التأثير بصورة واضحة على الصناديق السيادية. لعبت الصناديق السيادية العالمية والعربية دوراً مهماً في التخفيف من تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصادات الإقليمية والعالمية، فعلى سبيل المثال سارعت الصناديق السيادية إلى ضخ رأس المال في نسيج الاقتصاد الأمريكي، في الوقت الذي ابتعد معظم المستثمرين عن السوق الأمريكية بسبب مخاوف من احتمال تعرض الاقتصاد للركود أو الانكماش<sup>(٧)</sup> والأمثلة على ذلك كثيرة حيث وقع جهاز أبو ظبي للاستثمار على صفقة لشراء حصة تبلغ ٤.٩٪ في مجموعة سيتي جروب مقابل ٧.٥ مليار دولار، وهي الصفقة الأكبر على الإطلاق لشراء حصة غير مسيطرة في بنك غربي في ذلك الوقت، ويقدر جهاز أبو ظبي للاستثمار الأصول الخاضعة للإدارة بنحو ٧٥٠ مليار دولار، مما يجعله أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم، كما قامت مجموعة دبي القابضة باستثمار آسيوي بقيمة ٧٠٠ مليون دولار في بنك آي سي إس آي الهندي واستثمرت ما يقدر بنحو ١.٥ مليار سهم في شركة سوني اليابانية لصناعة الإلكترونيات<sup>(٨)</sup> ونجد أن الاهتمام بالصناديق السيادية قد ظهر جلياً في ظل الأزمة المالية العالمية، في وقت أصابت فيه الأسواق المالية بركود شامل في السيولة وذلك باعتبار أن أزمة الرهون العقارية أو الأزمة المالية العالمية هي في المقام الأول أزمة سيولة؛ فالسيولة هي المحرك الأساسي لنشاط سوق الأوراق المالية حيث توضح الدراسات الحديثة التي أجراها بعض المختصين<sup>(٩)</sup> أن تكاليف تداول الأسهم العادية تشترك مع خصائص السيولة كما أنها تتفاوت مع مرور الزمن ومع ذلك، فإن مصادر هذا الاختلاف المشترك ليست مفهومه جيداً، هذا التباين المشترك بينهم سوف ينتج من خلال أن كل كيان يعمل في البورصات سوف يقوم بصنع أسواقاً في العديد من الأسهم في وقت واحد. نظراً لأن المتخصصين في كل كيان اقتصادي متخصص يتداولون من خلال مجموعة مشتركة من رأس المال كما يتوافر لديهم حوافز مشاركة المعلومات، بالتالي فإن التباين في قيود رأس مال الشركات المتخصصة سوف يؤدي إلى إجراء تعديلات مشتركة في توفير السيولة هذا من جهة، ومن جهة أخرى<sup>(١٠)</sup> ويعد فهم مصدر حركات السيولة الشائعة أمراً مهماً لمديري المحافظ والمنظمين وتطوير نظرية البنية المجهرية قد يمثل التباين المنهجي في السيولة مصدرًا للمخاطر المسعرة لذلك فإن الكشف عن مصادر الاختلافات الشائعة في السيولة قد يساعد مديري المحافظ على تحمل هذه المخاطر بشكل أكثر كفاءة كما أنه سوف يساعد المنظمين والأكاديميين على تحسين جهودهم لفهم اقتصاديات وتصميم السوق الفعال عرف البعض السيولة بأنها إمكانية تحويل أي شكل من الموجودات إلى شكل آخر في فترة زمنية قصيرة وبدون خسارة في قيمتها وبمعنى آخر بدون تغيير في السعر أي المقدرة على بيع موجود مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع

السابقة لهذا الموجود طالما لم تظهر أيّة معلومات جديدة تستوجب تغير السعر<sup>(١١)</sup> والموجودات السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الموجود انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر لبيعه<sup>(١٢)</sup>، ويعرف آخرون السيولة داخل سوق تداول الأوراق المالية بأنها عبارة عن تنفيذ المشاركين في السوق وبشكل فوري حجم كبير من الصفقات بدون تأثير كبير على سعر الورقة المالية، وتلك السيولة تعد مسألة مهمة جدًا للمشاركين في عمل السوق وعندما يكون قرار القيام بالاستثمار في الأوراق المالية فإن هؤلاء المستثمرون يأخذون بنظر الاعتبار السيولة لتزودهم بالأمان ويقللون من خطر الخسائر إذ ما كانت هناك رغبة من المستثمرون بتنفيذ صفقات ذات قيمة كبيرة، فعند نقص السيولة اللازمة يؤدي بدوره إلى فقدان المستثمرين للثقة في توقعاتهم على الأسعار في المستقبل<sup>(١٣)</sup>. وهناك من يعرف سيولة سوق الأوراق المالية (بأنها إمكانية بيع أو شراء الورقة المالية بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة على فرض عدم وجود معلومات جديدة ومن المعتقد إن المتعاملين لا يمانعون مع بقاء العوامل الأخرى على حالها من شراء الورقة المالية بسعر مرتفع إذا أتمت تلك الورقة بدرجة عالية من السيولة، وعلى العكس من ذلك يتوقع أن لا يقدم هؤلاء المتعاملين على شراء الورقة ضعيفة السيولة إلا بسعر منخفض يضمن لهم تحقيق عائد ملائم يعوضهم عن التكاليف التي قد يتكبونها عند محاولتهم التخلص من الورقة في الوقت الذي يريدونه وإذا كانت لسيولة الورقة المالية أهميتها بالنسبة للمتعامل فإن لها أهميتها أيضاً بالنسبة للمنشأة المصدرة لتلك الورقة. فالورقة التي تباع بسعر مرتفع - بسبب ما تتسم به من سيولة - لها تأثير مباشر وآخر غير مباشر على القيمة السوقية للمنشأة فطالما أن القيمة السوقية مساوية لعدد الأسهم المصدرة مضروبة في القيمة السوقية للسهم - على فرض اعتماد المنشأة الكامل على حقوق الملكية في التمويل - فإن ارتفاع القيمة السوقية للسهم يعني في حد ذاته ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة، كذلك فإن بيع الأسهم بقيمة مرتفعة نتيجة لسيولتها يعني زيادة حصيلة الإصدار مما يحمل طلباته انخفاض تكلفة الأموال وارتفاع القيمة السوقية للمنشأة بالتبعية وهذا هو التأثير غير المباشر للسيولة<sup>(١٤)</sup>. وتمثل سيولة السوق أهم سمات تطوير سوق تداول الأوراق المالية وهي عامل مهم يؤثر على كفاءة السوق، فكفاءة السوق تتحسن بزيادة سيولة السوق وبشكل محدد وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين كفاءة وسيولة سوق تداول الأوراق المالية ويمكن تحليل ذلك من خلال الآتي: عندما تتمتع السوق بكفاءة عالية فإنه من المتوقع أن يكون حجم التداول فيها واسعاً، وبكلفة منخفضة مع وجود نسبة محدودة من المخاطر وذلك بفعل ما تملكه هذه السوق من إمكانية واسعة لعرض المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية، وعن أوضاع الشركات المساهمة وعلى المتعاملين جميعهم مع هذه السوق. فضلاً عن أن الأرباح الغير اعتيادية تنعدم فيها، وتبقى الأرباح الاعتيادية، ومن ثم لا يستطيع القلة من المتعاملين التأثير في قوى السوق، وأن ذلك يعمل على زيادة حجم التداول في الأوراق المالية التي تصاحبها زيادة في درجة سيولة السوق، وبالعكس ذلك في حالة وجود كلفة مرتفعة للمتعاملين في السوق التي تنطوي على وجود مخاطر كبيرة مع عدم المعرفة التامة بمتغيرات السوق بسبب قلة المعلومات الخاصة بها وسينعكس ذلك بصعوبة تداول الأوراق المالية في السوق، الأمر الذي يعني محدودية حجم التداول وانخفاض درجة السيولة التي يوفرها السوق<sup>(١٥)</sup>، أو بمعنى آخر أن القيمة السوقية للورقة المالية تتحدد بقيمة للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عنها مخصومة بمعدل خصم يعكس حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار فيها ومن أكثر المداخل شيوعاً في تحديد معدل الخصم هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية<sup>(١٦)</sup>. وتعلق السيولة بالسرعة والسهولة التي يمكن للمستثمر بها تداول أسهمه ويظهر دور الصناديق السيادية في توفير السيولة للسوق والسماح للتداول المستمر على الأسهم المشتراه، وهدف ذلك هو التغلب على أي فروق زمنية في وصول طلبات المستثمرين<sup>(١٧)</sup> وعني عن الذكر أن سوق الأوراق المالية يكون في أشد الحاجة إلى ضخ السيولة اللازمة لاستمرار أنشطة الشركات العاملة فيه هذا بصورة عامة، وبصورة خاصة تظهر أهمية توفير السيولة داخل سوق رأس المال وتحديداً في أوقات الأزمات المالية الكبرى والتي كان آخرها على الصعيد العالمي أزمة (COVID-2019) والحرب الروسية الدائرة الآن. ومن أبرز الأزمات المالية التي تواجه سوق الأوراق المالية تلك الأزمة المالية التي تعرف اقتصادياً بظاهرة (الفقاعة) (bubble) حيث تتكون (الفقاعة) عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهًا قويًا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد ذات الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى<sup>(١٨)</sup>. ولعل الباحث في تأكيده على أهمية الصناديق السيادية في توفير السيولة خاصة في حالة الأزمة المالية العالمية فإننا نجد أن أكبر ثمان صناديق سيادية وهي صناديق تزيد موجوداتها على ١٥٠ مليار دولار تملكها (٧) هي الإمارات والصين (صندوقان) وسنغافورة والترويج والسعودية والكويت وروسيا. كما أن إجمالي موجودات الصناديق السيادية العربية تبلغ حوالي واحد بليون و سبعمائة وتسعة وسبعون مليار دولار أمريكي أي ما يعادل ٤٦٪ من موجودات الصناديق السيادية في العالم، ويعد مركز

## مجلة الجامعة العراقية المجلد (٧٢) العدد (٤) شباط لسنة ٢٠٢٥

أبو ظبي للاستثمار أكبر صندوق في العالم إذ تتراوح موجوداته حسب التقديرات بين ٦٥٠ و ١٣٠٠ مليار دولار، ويعد صندوق الأجيال القادمة الكويتي هو أقدم صندوق سيادي في العالم الحكمة منه تخصيص نسبة سنوية من إيرادات النفط الكويتي قدرها ١٠٪ وتميئها باستثمارها في أنشطة خارج الدولة<sup>(٩)</sup> ويوضح الجدول التالي إن أن الصناديق السيادية العربية تمتلك أغلبها دول خليجية ونرى أن سبب ذلك هو تمتع دول الخليج العربي بميزة عن غيره من الدول العربية تكمن تلك الميزة في توفر النفط وهي السلعة التي تتحكم في كافة أنواع التجارة الخارجية. تقدير أصول الصناديق السيادية في العالم

الدولة	أصول الصندوق السيادي للثروة
الإمارات العربية المتحدة	\$ ٦٧٥.١٠
النرويج	\$ ٤٤٣
المملكة العربية السعودية	\$ ٤٢٠.٣٠
الصين	\$ ٨٣١.٠٠
سنغافورة	\$ ٣٨٠.٥٠
هونج كونج	\$ ٢٢٧.٦٠
الكويت	\$ ٢٠٢.٨٠
روسيا	\$ ١٤٢.٥٠
ليبيا	S 70
قطر	S 65
أستراليا	\$ ٥٤.٨٠
الجزائر	\$ ٥٤.٨٠
كازاخستان	S 38
الولايات المتحدة الأمريكية	\$ ٥٢.٠٠
إيرلندا	S33
كوريا الجنوبية	\$ ٣٠.٠٠
بروناي	\$ ٣٠
فرنسا	S 28
ماليزيا	S ٢٥
إيران	\$ ٢٣
شيلي	\$ ٢١.٨٠
أذربيجان	\$ ١٤.٩٠
كندا	\$ ١٣.٨٠
نيوزيلندا	\$ ١٢.١٠
نيجيريا	\$ ٩.٤٠
البحرين	\$ ٩.١٠
البرازيل	\$ ٨.٦٠
عمان	\$ ٨.٢٠
بوتسوانا	\$ ٦.٩٠
تيمور الشرقية	\$ ٥.٠٠
ترينداد وتوجو	\$ ٢.٩٠
أخرى	\$ ٦.٦٠
الإجمالي	\$ ٣.٩٤٦.٠٠

المصدر: صندوق النقد الدولي، أعداد متفرقة.

ومن خلال الجدول السابق، يتضح لنا أن إجمالي أصول الصناديق السيادية قاربت على ٤ تريليون دولار، وهذا الرقم أقل بكثير مما كان متوقعا لأصول هذه الصناديق لولا حدوث الأزمة المالية العالمية، والتي نتج عنها خسائر جمة في أصول هذه الصناديق، إضافة إلى استمرار أسعار

## مجلة الجامعة العراقية المجلد (٧٣) العدد (٤) شباط لسنة ٢٠٢٥

النفط الخام عند مستوياتها الحالية، وهي المستويات التي تستهدفها كافة الدول المصدرة للنفط الخام، وهذه الدول تمتلك صناديق ثروة سيادية يقدر إجمالي أصولها بنحو ١٣٨٠ مليار دولار، أي ما يعادل حوالي ٣٥٪ من إجمالي أصول الصناديق السيادية في العالم. تمتلك الإمارات العربية المتحدة نصف هذه الأصول تقريبا، وتحديدًا إمارة أبو ظبي التي تمتلك أكبر صندوق ثروة سيادية في الخليج وثاني أكبر صندوق سيادي في العالم بعد الصندوق الصيني. يُعد الفرد في أبو ظبي هو من يمتلك أعلى متوسط نصيب للفرد من أصول الصناديق السيادية في العالم<sup>(٢٠)</sup>. ولقد أثارت الصناديق السيادية انتقادات بعض الأشخاص بسبب تدخلها في الاستراتيجية ومصالحها الذاتية على حساب الشركات التي تستثمر فيها. ومع ذلك، لا يوجد دليل على صحة هذه الانتقادات حيث أن أحد المستثمرين نجح في الاستحواذ على أسهم مجموعة (سي تي بنك) وأصبح أكبر مساهم في البنك ووصف بأنه (حامل الأسهم النموذجي) وعلى الرغم من هذه المخاوف، أظهرت الصناديق السيادية قدرتها على مساعدة بعض المؤسسات المالية خلال أوقات الأزمات الحرجة<sup>(٢١)</sup>. مساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة البنوك

البنك	جنسية البنك	الصندوق السيادي	جنسية الصندوق السيادي	التاريخ	المبلغ بـمليار دولار
باركلايس	بريطانية	تيماسك	سنغافورية	٢٠٠٧/٠٧/٢٥	٢٠,٠٥
باركلايس	بريطانية	بنك التنمية الصيني	صينية	٢٠٠٧/٠٧/٢٥	٣,٠٨
باركلايس	بريطانية	هيئة الاستثمار القطرية، تحدى	قطرية	٢٠٠٨/١٠/٣١	٦,٩٤
باركلايس	بريطانية	هيئة الاستثمار القطرية	قطرية	٢٠٠٨/١٠/٣١	٤,٨٤
سي تي غروب	أمريكية	هيئة الاستثمار أبو ظبي	إماراتية	٢٠٠٧/١١/٢٦	٧,٥
سي تي غروب	أمريكية	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	سنغافورية	٢٠٠٨/٠١/١٥	٦,٩
سي تي غروب	أمريكية	هيئة الاستثمار الكويتية الوليد بن طلال	كويتية	٢٠٠٨/٠١/١٥	٥,٦
القرض السويسري	سويسرية	هيئة الاستثمار القطرية وآخرون	قطرية	٢٠٠٨/١٠/١٦	٨,٧١
ميريل لينش	أمريكية	تيماسك	سنغافورية	٢٠٠٧/١٢/٢٤	٤,٤
ميريل لينش	أمريكية	شركة الاستثمار الكورية، هيئة الاستثمار الكويتية	إماراتية	٢٠٠٨/٠١/١٥	٦,٦
ميريل لينش	أمريكية	تيماسك	سنغافورية	٢٠٠٨/٠٢/٢٤	٠,٦
ميريل لينش	أمريكية	تيماسك	سنغافورية	٢٠٠٨/٠٧/٢٨	٠,٩
موران ستانلي	أمريكية	شركة الاستثمار الصينية	كورية، كويتية	٢٠٠٧/١٢/١٩	٥,٥٨
يو بي إس	سويسرية	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	سنغافورية	٢٠٠٧/١٢/١٠	٩,٧٥
يو بي إس	سويسرية	صناديق غير محددة	شرق أوسطية	٢٠٠٧/١٢/١٠	١,٧٧
بوني كردي	إيطالية	البنك المركزي الليبي، هيئة الاستثمار الليبي بنك ليبيا الخارجي	ليبية	٢٠٠٨/١٠/١٧	١,٦١
المجموع					٧٦,٨٣

المصدر Banque de france. Bilan et perspectives des fonds souverains. Focus. 28 Nov 2008, p 13 عند سيد طه بدوي، ص ٥٦ أخيراً فإن الباحث يرى أن للصناديق السيادية دوراً بارزاً في علاج الاختلالات التي تنشأ من الأزمات المالية العالمية من خلال

ضخ السيولة وهذا ما يكون من خلال تدخل الصناديق السيادية في شراء أسهم الشركات التي تعاني من عثرات مؤقتة بما للصناديق من مائة مالية كونها تمتلكها كيانات حكومية ضخمة ثم تقوم الصناديق السيادية بالتعامل على تلك الأسهم أو السندات عند إعادة التنشيط لسوق الأوراق المالية وبذلك فإن الصناديق السيادية تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية من جهة ومن جهة أخرى تساهم في زيادة موجودتها.

## هوامش البحث

(١) على لطفي، دراسة في الأزمة المالية العالمية "الأسباب التداعيات المواجهة" بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي الرابع عشر ، وحدة إدارة الأزمات ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، القاهرة، ٢٠٠٨ ، ص ٢.

(٢) جيهان جمال "بركان الأزمة المالية العالمية إلى متى"، دار الفكر العربي، القاهرة ، ٢٠٠٩ ، ص ٨٦.

(٣) زكريا شعباني، البنوك الإسلامية" الحل الأمثل لمشاكل الأزمات المالية "الأزمة المالية العالمية كمثل، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد الثاني، يونيو ٢٠١٥ ، ص ٧٠ ،

(٤) ميمونة داودي، ظهور الأزمات المالية، دراسة أزمة الكساد الكبير ( ١٩٢٩ - ١٩٣٣ ، والأزمة المالية ٢٠٠٧ - ٢٠٠٨ )، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة وهران، الجزائر، ٢٠١٤ ، ص ٨.

(٥)Atif Mian & Amir Sufi, The Great Recession: Lessons from Microeconomic Data, AMERICAN ECONOMIC REVIEW VOL. 100, NO. 2, MAY 2010, P 53

Atif Mian & Amir Sufi, op.cit, p 54 (٦)

(٧) مقال بعنوان الصناديق السيادية الخليجية تتجه للعب دور أكبر في أسواق الاستثمار، مشار إليه عند سيد طه بدوي ، صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول العربية، دار النهضة العربية ، القاهرة، ٢٠١٢، ص ٥١

(٨) سيد طه بدوي، صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول العربية، دار النهضة العربية، ٢٠٢٠، ص ٥٠.

(٩) Chordia, Tarun, Richard Roll, and Avaniidhar Subrahmanyam, Commonality in Liquidity, Journal of Financial Economics 56, 2000, P22.

(١٠) Brennan, Michael, and Avaniidhar Subrahmanyam, , Market Microstructure and Asset Pricing: on the Compensation for Illiquidity in Stock Returns, Journal of Financial Economics 41,1996, P 448.

(١١) Benic, Vladimir & Franic, Ivna, , "stock market liquidity: comparative analysis of creation and regional markets", Financial theory and practice , 2008 , p 479.

(١٢) إيمان عبد المطلب حسن ، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية ، المجلد السابع ، العدد ٢٣ ، ٢٠١١ ، ص ١١٩

(١٣) Yeyati,levy & others, , "Emergin market liquidity and Griss,2007 , P 40,

(١٤) مدحت حسن نصر حسن، دور صناع السوق في الحد من تقلبات سوق الأوراق المالية في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة جامعة الزقازيق، ٢٠٠٩، ص ١٢٦

(١٥) إيمان عبد المطلب حسن ، إيمان عبد المطلب حسن ، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية ، المجلد السابع ، العدد ٢٣ ، ٢٠١١ ، ص ١٢١

مدحت حسن نصر حسن، دور صناع السوق في الحد من تقلبات سوق الأوراق المالية في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة جامعة الزقازيق، ٢٠٠٩، ص ١٢٦

(17) Mohsen M. Saad , COMMON MARKET MAKERS AND COMMONALITY IN LIQUIDITY, A dissertation submitted to the Faculty of the University of Delaware in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy with a major in Economics , 2002 , P 5

(18) فريد كورتل و كمال رزيق ، الأزمة المالية ( مفهومها، أسبابها وإنعكاساتها على البلدان العربية )، على الموقع الإلكتروني <https://www.iasj.net/iasj/download/2ade6d5c6a1962c0> تاريخ الدخول ٢٠٢٣/١٩/١٥

- (١٩) سيد طه بدوي، صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول العربية، دار النهضة العربية القاهرة، ٢٠٠٩، ص ٥١
- (٢٠) سيد طه بدوي، صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول العربية، دار النهضة العربية القاهرة، ٢٠٠٩، ص ٥٣
- (٢١) سيد طه بدوي، صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول العربية، دار النهضة العربية القاهرة، ٢٠٠٩، ص ٥٥.

- (1) Ali Lotfi, A Study on the Global Financial Crisis "Causes, Consequences and Confrontation" Research presented to the Fourteenth Annual Conference, Crisis Management Unit, Faculty of Commerce, Ain Shams University, Cairo, 2008, p. 2.
- (2) Jihan Gamal, "The Volcano of the Global Financial Crisis: How Long?", Dar Al Fikr Al Arabi, Cairo, 2009, p. 86.
- (3) Zakaria Shabani, Islamic Banks "The Optimal Solution to Financial Crisis Problems" The Global Financial Crisis as an Example, Algerian Journal of Economic Development, Issue Two, June 2015, p. 70.
- (4) Maimouna Daoudi, The Emergence of Financial Crises, A Study of the Great Depression (1929-1933, and the Financial Crisis of 2007-2008), Master's Thesis, Faculty of Economics and Management Sciences, University of Oran, Algeria, 2014, p. 8.
- (5) Atif Mian & Amir Sufi, The Great Recession: Lessons from Microeconomic Data, AMERICAN ECONOMIC REVIEW VOL. 100, NO. 2, MAY 2010, P 53
- (6) Atif Mian & Amir Sufi, op.cit, p 54
- (7) An article entitled Gulf Sovereign Funds are Moving to Play a Greater Role in Investment Markets, cited in Sayed Taha Badawi, Sovereign Wealth Funds and Their Role in Achieving Economic Development in Arab Countries, Dar Al Nahda Al Arabiya, Cairo, 2012, p 51
- (8) Sayed Taha Badawi, Sovereign Wealth Funds and Their Role in Achieving Economic Development in Arab Countries, Dar Al Nahda Al Arabiya, 2020, p 50.
- (9) Chordia, Tarun, Richard Roll, and Avanidhar Subrahmanyam, Commonality in Liquidity, Journal of Financial Economics 56, 2000, P22.
- (10) Brennan, Michael, and Avanidhar Subrahmanyam, Market Microstructure and Asset Pricing: on the Compensation for Illiquidity in Stock Returns, Journal of Financial Economics 41,1996, P 448.
- (11) Benic, Vladimir & Franic, Ivna, , "Stock market liquidity: comparative analysis of creation and regional markets", Financial theory and practice, 2008, p 479.
- (12) Iman Abdul Muttalib Hassan, Indicators of measuring stock market liquidity and its impact on economic growth, Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, Volume 7, Issue 23, 2011, p 119
- (13) Yeyati,levy & others, , "Emergin market liquidity and Griss,2007, P 40,.
- (14) Medhat Hassan Nasr Hassan, The Role of Market Makers in Reducing Stock Market Fluctuations in Egypt, Master's Thesis, Faculty of Commerce, Zagazig University, 2009 , p. 126
- (15 ) Iman Abdel-Mottaleb Hassan, Iman Abdel-Mottaleb Hassan, Indicators of Measuring Stock Market Liquidity and Its Impact on Economic Growth, Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, Volume 7, Issue 23, 2011, p. 121
- (16) Medhat Hassan Nasr Hassan, The Role of Market Makers in Reducing Stock Market Fluctuations in Egypt, Master's Thesis, Faculty of Commerce, Zagazig University, 2009 , p. 126
- (17) Mohsen M. Saad, COMMON MARKET MAKERS AND COMMONALITY IN LIQUIDITY, A dissertation submitted to the Faculty of the University of Delaware in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy with a major in Economics, 2002, P 5
- (18) Farid Kurtal and Kamal Raziq, The Financial Crisis (Its Concept, Causes and Implications for Arab Countries), on the website <https://www.iasj.net/iasj/download/2ade6d5c6a1962c0> Date of access: 15/19/2023
- (19 ) Sayed Taha Badawi, Sovereign Wealth Funds and Their Role in Achieving Economic Development in Arab Countries, Dar Al Nahda Al Arabiya, Cairo, 2009, p. 51
- (20) Sayed Taha Badawi, Sovereign Wealth Funds and Their Role in Achieving Economic Development in Arab Countries, Dar Al Nahda Al Arabiya, Cairo, 2009, p. 53
- (21) Sayed Taha Badawi, Sovereign Wealth Funds and Their Role in Achieving Economic Development in Arab Countries, Dar Al Nahda Al Arabiya, Cairo, 2009, p. 55.