

جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم  
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن نيل شهادة ماستر أكاديمي  
الشعبة : علوم اقتصادية التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمات المالية  
(حالة صندوق المعاشات التقاعدي نرويجي)

مقدمة من طرف الطالب:

تادموت راغب هشام

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الاسم ولقب	الرتبة	عن جامعة
رئيسا	خالدي علي	أستاذ محاضر ب	جامعة مستغانم
مشرفا	ودان بوعبدالله	أستاذ محاضر أ	جامعة مستغانم
مناقشا	مخفي أمين	أستاذ التعليم العالي	جامعة مستغانم

السنة الدراسية : 2020/2019

## الإهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى:

- أعز ما أملك في الوجود، إلى من منحاني الحياة وعمراني بدعائهما أبي وأمي . حفظهما الله عز وجل

إلى كل أفراد عائلتي

إلى كل أساتذتي الكرام

إلى كل الأصدقاء

إلى جميع من قدم لي يد العون لإتمام هذا العمل

## الشكر والعرفان

. - بداية أشكر الله تعالى على نعمة التوفيق وسداد الخطى في الطريق .

كما أتقدم بجزيل الشكر ومظيم التقدير إلى الأستاذ 'ودان بو محمد الله "

لتفخذه بالإشراف على هذه المذكرة

- وأدين بالشكر الجزيل إلى جميع الأساتذة الذين ساهموا بإرشاداتهم في

انجاز هذا العمل

كما لا يفوتني التقدم بالشكر إلى كل أعضاء الإدارة-

وفي الأخير أشكر الأساتذة الأفاضل لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة وتقييم

هذا

البحث.

الفهرس

الصفحة	جدول المحتويات
أ-د	المقدمة العامة
11	-الفصل الأول:الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية
12	تمهيد: الفصل الأول
13	المبحث الأول: مفاهيم حول صناديق الثروة السيادية
13	المطلب الأول:نشأة صناديق الثروة السيادية
14	المطلب الثاني:مفهوم صناديق الثروة السيادية
16	المطلب الثالث:خصائص صناديق الثروة السيادية
17	المطلب الرابع:أنواع صناديق الثروة السيادية
22	المبحث الثاني :الأهمية الاقتصادية لصناديق السيادية في ظل الأزمات المالية
22	المطلب الأول :مصادر تمويل الصناديق الثروة السيادي
24	المطلب الثاني:أهم صناديق الثروة السيادية مميزاتها وتصنيفاتها .
28	المطلب الثالث:أهداف صناديق الثروة السيادية و مميزات صناديق الثروة السيادية
29	المطلب الرابع: أهمية صناديق الثروة السيادية
31	خلاصة: الفصل الأول
33	- الفصل الثاني : أساسيات الأزمات المالية
33	تمهيد: الفصل الثاني
34	المبحث الأول: أساسيات الأزمات المالية
34	المطلب الأول: الدورة الاقتصادية
39	المطلب الثاني : تعريف الأزمة المالية
40	المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية
41	المطلب الرابع :خصائص ومميزات الأزمات المالية
43	المبحث الثاني :الأزمة المالية مسببها وطرق انتشارها
43	مطلب الأول: نماذج الأزمات المالية
45	مطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشار الأزمات المالية
52	المطلب الثالث: مؤشرات الأزمات المالية
52	المطلب الرابع: سبل علاج الأزمات المالية
57	خلاصة الفصل
59	الفصل الثالث : دراسة لتجربة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي
59	تمهيد: الفصل الثالث
60	المبحث الأول : نضرة عامة عن صندوق الثروة السيادي النرويجي
60	المطلب الأول : نشأة الصندوق

61	المطلب الثاني : تنظيم عمل صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي
62	المطلب الثالث : خصائص وأهداف الصندوق
62	المطلب الرابع : العلاقة ما بين الصندوق والميزانية العامة
64	المبحث الثاني: الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي النرويحي
64	المطلب الأول : توزيع الاستثمارات حسب فئة الأصول
65	المطلب الثاني : توزيع الاستثمارات حسب المناطق الجغرافية
67	المطلب الثالث : تقييم عوائد "صندوق المعاشات الحكومي النرويحي العالمي"
72	المطلب الرابع : كفاءة الصندوق في تمويل عجز الميزانية
73	خلاصة
74	الخاتمة
76	قائمة المراجع

# قائمة الجداول ، الأشكال التبلية ومخططات

قائمة الجداول ، الأشكال البيانية والمخططات		
قائمة الجداول		
الصفحة	العنوان	رقم
20	تصنيف أهم صناديق الثروة السيادية حسب قيمة الأصول	(1-1)
26-25	أهم صناديق الثروة السيادية وحجم أصولها	(2-1)
26	قائمة الدول المتعددة الصناديق	(3-1)
27	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد	(4-1)
27	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المنطقة الجغرافية	(5-1)
52	المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات	(1-2)
قائمة الأشكال		
الصفحة	العنوان	الرقم
34	يوضح الدورة الاقتصادية	(1-2)
35	حدود وفترات الدورة الاقتصادية	(2-2)
36	يوضح مراحل الدورة الاقتصادية	(3-2)
60	تطور حجم الأصول "صندوق معاشات الحكومي العالمي" النرويجي "GPF" (مليار كرونة نرويجية)	(4-3)
64	توزيعات الاستثمارات لسنتي 2016-2017	(5-3)
66	التوزيع الجغرافي للصندوق للعام 2016	(6-3)
68	تطور عوائد الأسهم	(7-3)
69	تطور عوائد السندات	(8-3)
70	تطور عوائد العقارات	(9-3)
71	تطور العائد الإجمالي	(10-3)
72	تمويل الصندوق لعجز الميزانية من 2001-2017	(11-3)
قائمة المخططات		
الصفحة	العنوان	الرقم
37	دورة "Kitchen"	(1-2)
50	قنوات انتشار الأزمات المالية	(2-2)
61	كيفية تتم رقابة الصندوق معاشات النرويجي	(3-3)
63	المخطط رقم (4-3) يوضح : علاقة الصندوق مع الميزانية العامة	(4-3)

# المقدمة العامة

## المقدمة

إن معظم الدول التي تمتلك الموارد المحلية الخاصة منها النفط قامت بإنشاء صناديق السيادية تدخل فيها الأموال الفائضة والاستعانة بها من خلال استثمارها في قطاعات وأسواق أخرى وذلك لتحقيق عائد يساعد في مواجهة بعض الأزمات التي قد تؤثر على التنمية الاقتصادية.

ومن هذا المنطلق قامت الكثير من الدول النفطية على توزيع مصادر تمويلها بداية من مصادر تمويل خارجية على غرار الصناديق الثروة السيادية حيث قامت معظم هذه الدول بإنشاء هذه صناديق خاصة بغية الخروج من الأزمات المالية العالمية بحيث أدت هذه الأزمات إلى حدوث اختلالات اقتصادية كبيرة في الاقتصاد العالمي ككل ومن بينها نجد انتشار البطالة وإفلاس مؤسسات كبرى والبنوك وحدث ركود وانكماش في الاقتصاد العالمي .

ولذلك تعتبر معالجة هذه الأزمات والتخلص منها أحد الأهداف التي تسهر معظم الدول إلى تحقيقها وان تحققا ذلك فهي تعمل على معالجتها من خلال اتباع سياسات وبرامج اقتصادية وغير ذلك.

الإشكالية بناءا مما سبق سنقوم بطرح الإشكالية التالية :

ما هو دور الصناديق الثروة سيادية في معالجة الأزمات المالية الدولية ؟

### الأسئلة الفرعية

- ما هي صناديق الثروة السيادية ، خصائصها وأنواعها ؟
- ما هي مكانة صناديق الثروة السيادية في اقتصاديات الدول ؟
- ما هو أداء الصناديق الثروة السيادية في تحقيق المردودية الاقتصادية
- كيف تساهم صناديق الثروة السيادية في الحفاظ على التطور التنمية الاقتصادية للدول ؟
- ما هي المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأزمات المالية الدولية ؟
- ما هي مسببات الأزمات المالية وما أثرها على اقتصاديات الدولية ؟

- ما هو دور الذي لعبه صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدولة النرويج وهل حققه أم لا ؟

- الفرضيات

- صناديق الثروة السيادية تؤثر ايجابيا في الحد من الأزمات المالية الدولية .

-انتشار الأزمات المالية يكون عبرا قنوات .

- صندوق التقاعد الحكومي النرويجي نجح في تحقيق الأهداف المسطرة له.

-أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة في إظهار نظرة علمية تجمع بين صناديق الثروة السيادية كألية استثمارية مهمة في - اقتصاد مالي دولي وكيفية تشغيل واستغلال موارد هذه الصناديق من اجل تحقيق الاستقرار وتطوير الاقتصاد البلدان المالكة لها هدا من جهة ،ومن جهة أخرى تظهر كيفية استعمال هذه الصناديق من اجل مواجهة الأزمات المالية التي يمكن أن تقع و التخلص منها، كما تم إبراز عمل صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في حد من أثار الأزمة .

-أهداف الدراسة

- إظهار أداء صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الدعم وتطور اقتصاد البلد الذي يملكها إعطاء -نضرة شاملة عن الأزمات المالية الدولية وكيفية تأثيرها على الاقتصاد العالمي .

إبراز دور صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في تحقيق المردودية ومواجهة المشاكل الاقتصادية الناتجة عن الأزمات المالية .

مبررات اختيار الموضوع:

هناك العديد من الدوافع الموضوعية والذاتية لاختيار هذا الموضوع لعل أهمها يكمن فيما يلي :

- دوافع موضوعية :

يندرج موضوع البحث في إطار المواضيع المتجددة والتي تدور حولها نقاشات متعددة باستمرار ، فموضوع صناديق الثروة السيادية موضوع قديم متجدد ، إذ بدأ تأسيس صناديق الثروة السيادية ابتداء من سنة

1953 في العديد من الدول، لكن تزايد حصتها ا ضمن التضام المالي والنقدي العالمي ، أظهر الموضوع بشكل أكثر أهمية ، خاصة في ظل الأزمة المالية لسنة 2008 ، فقد أصبحت أداة هامة لنقل الأموال من دول الفائض إلى دول العجز المالي ومواجهة هذه الأزمات ، وقد لعبت الصناديق السيادية العربية دورا هاما في انقاذ المؤسسات المالية الغربية من الإفلاس. وفي ظل هذا يضل التساؤل المهم حول كيفية حلها لي هذه الأزمات.

#### دوافع ذاتية

- إن لدي اهتمام كبير بالاقتصاد الدولي وخاصة في الجانب النقدي والمالي ، وفقد تحصلت على العديد من المعلومات الدقيقة في سيرتي الدراسية التي ساعدتني على اختيار هذا الموضوع .

#### - تحديد أبطار الدراسة

يقتصر بحثنا على دراسة تجربة صناديق الثروة السيادية والأزمات المالية الواقعة ، فيما يخص الإطار الزمني المحدد لدراسة هذه التجارب فهي مرتبطة بظروف ومعطيات كل بلد، حيث اعتمدنا على تقارير ومعطيات حديثة تشمل 2013-2017.

- كما تطرقنا إلى دراسة تجربة صندوق المعاشات التقاعدي نرويجي ، الفترة الزمنية منذ إنشاء هذا الصندوق

#### - منهج الدراسة

- تعتمد الدراسة على إتباع المناهج الثلاثة التالية: المنهج الوصفي والتحليلي و دراسة حالة للإجابة على إشكالية الموضوع واختبار صحة الفرضيات، سنصف بعرض و سرد المفاهيم العامة المتعلقة بصناديق الثروة السيادية والأزمات المالية ، ثم نحلل وضع هذه الصناديق في ظل الأزمات المالية الدولية بالاعتماد على تقارير بعض المنظمات ، مع التركيز على تقديم إحصائيات وبيانات عن التطورات الحادثة في إطار دراسة حالة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي لتكون الصورة أكثر وضوحا.

#### -دراسات سابقة

- تلخصت الدراسات السابقة في دراسة كل من الصناديق الثروة السيادية والأزمات المالية وإيجاد آلية لتنبؤ بها في البلدان الناشئة، ومعرفة ما أهمية التي تلعبها هذه الصناديق في معالجة هذه الأزمات ، وقد تطرقنا إلى العديد من المواضيع التي ساعدت على محاولة معرفة هذه الدراسة.

#### تقسيمات الدراسة.

- للإجابة على إشكالية بحثنا قسمنا الموضوع إلى ثلاثة فصول :

### الفصل الأول :

جاء تحت عنوان " الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية " حيث نتناول في هذا الفصل مبحثين الأول يشمل مفاهيم حول صناديق الثروة السيادية بحيث قمنا بذكر نشأة ومفهوم الصناديق ، كما نستعرض كذلك خصائص وأنواع الصناديق ، أما المبحث الثاني فسوف نتناول فيه كل من أهمية ، مميزات ، أهداف ، تصنيفات الصندوق و مصادر تمويلها .

### الفصل الثاني :

جاء تحت عنوان "الإطار النظري للأزمات المالية" حيث نتناول في هذا الفصل مبحثين الأول يشمل الدورة الاقتصادية والأزمات المالية كل من تعريفاتهم وغير ذلك، كما نستعرض كذلك أهم مراحل الدورة الاقتصادية وأنواع وخصائص الأزمة المالية ، أما المبحث الثاني فسوف نتناول فيه مكونات الأزمات المالية والتي تعتبر كل من أسباب ، نماذج ، مؤشرات وطرق علاج هذه الأزمة المالية .

### الفصل الثالث :

جاء تحت عنوان " دراسة صندوق المعاشات الحكومي النرويحي " قد احتوى هذا الفصل على مبحثين يوضحان تجربة صندوق المعاشات الحكومي النرويحي ، بحيث جاء في المبحث الأول نظرة عامة عن الصندوق أما المبحث الثاني قد جاء فيه اضمحلال الإستراتيجية الاستثمارية لهذا الصندوق وقد احتوى كل مبحث على أربعة مطالب.

# الفصل الأول

## الإطار النظري لمنايق الثروة السيادية

## التمهيد

يعود تاريخ ظهور الثروة السيادية إلى منتصف القرن الماضي، حيث عرفت بمصطلحات عدة كصناديق النفط وصناديق الادخار وصناديق الاستقرار وغيرها، ومن هذا المنطلق كان إلزامنا علينا التطرق الى لزاما علينا التطرق الى الجانب النظري لصناديق الثروة السيادية من أجل فهم كل ما يتعلق بهذا الموضوع من مفاهيم عامة وشرح لأنواعها وعوامل نشأتها .

وتتمحور النقاط الرئيسية لهذا الفصل في مبحثين نستعرضها كالآتي :

المبحث الأول: مفاهيم حول صناديق الثروة السيادية

المبحث الثاني: الأهمية الاقتصادية لصناديق السيادية في ظل الأزمات

## المبحث الأول: مفاهيم حول صناديق الثروة السيادية

عملت صناديق الثروة السيادية في التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية في معظم دول العالم الأوروبية والأمريكية والخليجية وفي بعض الدول العربية ، خاصة في الأزمات المالية، والتي أظهرت فعاليتها في لعب دور عالي كمؤشر إيجابي في أسواق المال ومن خلال هذا الفصل سنوضح المقصود بالصناديق السيادية.

## المطلب الأول: نشأة صناديق الثروة السيادية

نشأت صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فائض ميزان المدفوعات أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية ، أو عائدات الخصخصة ، أو الفوائض المالية العامة، أو كل هذه الموارد مجتمعة . أما الأصول المستبعدة من صناديق الثروة السيادية فهي تتضمن احتياطات النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية لأغراض تقليدية متعلقة بميزان المدفوعات السياسة النقدية، أو أموال المؤسسات المملوكة للدولة بمفهومها التقليدي، أو صناديق تقاعد موظفي الحكومة، أو الأصول التي تدار لصالح الأفراد.<sup>1</sup>

## أسباب نشأة صناديق الثروة السيادية :

تقوم حكومات الدول بإنشاء صناديق الثروة السيادية لتحقيق أهداف يتمثل أهمها في ما يلي :

القدرة على أداء دور الاحتياط لنسبة للدولة المالكة لها ، بتحويل جزء من عوائدها لتصبح لصالح الأجيال القادمة .

تنوع الإيرادات خارج مصادر الناتج المحلي الخام من خلال تطوير أنشطة وقطاعات اقتصادية جديدة ليس لها ارتباط بقطاع استخراج وتصدير المواد الأولية .

لعمل على تحقيق الاستقرار من خلال امتصاص الصدمات {السلبية} الناتجة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية وتغطيته.

وامتصاص الصدمات {الاجابية} الناجمة عن ارتفاع أسعار المواد الأولية أو ما يعرف لعلة الهولندية.

-المساهمة في دعم الاستقرار المالي العالمي والسيولة الدولية في أوقات الأزمات المالية وتحقيق التنمية المستدامة.

<sup>1</sup> بلال، سلماني. دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل الأزمات الاقتصادية العالمية. مذكرة مقدمة نيل شهادة ماستر أكاديمي في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الوادي ، جامعة، 2017/2018: ص 07.

تساهم صناديق الثروة السيادية في تنوع المحفظة الاستثمارية وتركز على العائد بدلا من ادارة الأصول الاحتياطية في البنوك.

- المساهمة في تحقيق التطوير الاقتصادي والاجتماعي للدول المالكة لهذه الصناديق<sup>1</sup>

- المطلب الثاني : مفهوم صناديق الثروة السيادية

يوجد العديد من المفاهيم لصناديق الثروة السيادية نذكر أهمها فيما يلي

عرفها الصندوق النقد الدولي علا أنها : صناديق أو ترتيبات استثمار ذات غرض خاص تمتلكها الحكومة، وتنشئها لأغراض اقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول وتتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك إستراتيجية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية

ويعرفها صندوق التعاون الاقتصادي والتنمية على أنها : وسائل استثمار مملوكة للحكومة، يتم تمويلها من موجودات الصرف الأجنبي، وتضيف وزارة الخزانة الأمريكية اللي ذلك بأنها تدار بشكل مستقل عن الاحتياطيات الرسمية للسلطات النقدية

كما يعرف المعهد الماكينزي الدولي صناديق الثروة السيادية : بأنها تلك الصناديق الممولة من احتياطيات البنوك المركزية وتهدف الى تعضيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة.<sup>2</sup>

صناديق مملوكة للدولة مكلفة بإدارة الثروات والاحتياطيات الدولية التابعة للدولة بهدف تحقيق عائدات كبيرة

صناديق الثروة السيادية هي صناديق مكلفة بإدارة الثروات والاحتياطيات المالية للحكومات

هي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، وتعرف كذلك على أنها . صناديق مكلفة بإدارة الاحتياطيات الدولية لحكومات الدول التي لديها مدخرات تفوق استثماراتها بشكل متواصل في فوائض مالية يف الحساب الجاري

يعرفها صندوق النقد الدولي على أنها صناديق استثمار ذات أغراض محددة مملوكة للحكومة وحثت سيطرتها الأهداف الاقتصادية كلية ومتوسطة وطويلة المدى، يتم بناءها من عمليات الصرف الأجنبي أو عوائد عمليات .

<sup>1</sup> دليلة ، بن عمارة. صناديق الثروة السيادية والأسواق المالية الدولية (حالة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الواقع والأفاق). أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية ، مستغانم ، جامعة 2017/2018 ص 21.

<sup>2</sup> بلال، سلماني ، نفس مرجع السابق ص 07 .

التخصيص أو فوائض المالية العامة أو من تراكم الفوائض البترولية<sup>1</sup>

كما يعرف المعهد الماكينزي الدولي صناديق الثروة السيادية: بأ تلك الصناديق الممولة من احتياطات البنوك المركزية وتهدف إلى تعظيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة .

- ويعرفها " دويتشه بنك " بأن وسائط مالية مملوكة للدولة التي تحتفظ وتدير الموارد المالية العامة، وتستثمرها في أصول متنوعة، وتلك الموارد ناتجة من سيولة إضافية في القطاع العام، بسبب فوائض الميزانية والاحتياطات الرسمية للبنوك المركزية

كما يعرف صندوق الثروة السيادية بأنه آلية أو أداة ينشأها بلد لديه فائض مالي محقق نتيجة فائض الميزان التجاري، أو بسبب ارتفاع الإيرادات العامة للدولة بهدف ادخار أو استثمار هذا الفائض داخليا أو خارجيا في الأسواق المالية العالمية أو البنوك و المؤسسات المالية الدولية<sup>2</sup>.

ونذكر بعض التعريفات الخاصة بالمفكرين الاقتصاديين

التعريفات الصادرة عن أهم المفكرين و الباحثين الاقتصاديين

**تعريف Andrew Rozanov:**

"صناديق الثروة السيادية هي نتاج فوائض الميزانية الوطنية التي تراكمت على مر السنين، بسبب ظروف اقتصادية كلية مناسبة، ووضعية مالية وتجارية جيدة الى جانب تقييد الإنفاق و تخطيط الميزانية على المدى الطويل، يتم إنشاء هذه أجل الصناديق من أجل واحد من هذه الأسباب أو أكثر: حماية الميزانية والاقتصاد من التقلبات المفرطة للإيرادات، مساعدة السلطات النقدية يف تعقيم السيولة الغري المرغوب فيها، تخصيص مدخرات للأجيال القادمة، أو استعمال الأموال من أجل التطوير الاقتصادي والاجتماعي.

**تعريف Caroline Bertin Delacour :**

صناديق الثروة السيادية هي أجهزة استثمارية للدولة، متول من احتياطات نقد أجنبي أخرى غري الاحتياطات الرسمية، من أجل أهداف اقتصادية كلية، تستثمر على المدى الطويل يف أصول أجنبية وليست لها التزامات على المدى الطويل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سهام ، جولي ، والآخرون " إدارة صناديق الثروة السيادية في الدول العربية: واقع وآفاق "العدد رقم 04 ،الشلف ، سبتمبر 2015 ، ص 84

<sup>2</sup> بلال ،سلماني ، نفس مرجع السابق ، ص 08

<sup>3</sup> دليلة ، بن عمارة ، نفس مرجع السابق ، ص 20

أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD" فتعرفها على أنها : عبارة عن مجموعة من الأصول المالية المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية والممولة إما باحتياطات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة لدولة أو أية مدا خيل أخرى .<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : خصائص صناديق الثروة السيادية

حيث تتميز صناديق السيادية بالعديد من الخصائص التي جعلتها تتميز عن باقي الحافظات : الاستثمارية ويمكن حصرها في النقاط التالية

\* هذه الأصول مملوكة للحكومات أي أنها أصولها ملك للدولة وليس القطاع الخاص كما أنها تخضع لإدارة ومراقبة الدولة من خلال هيئة مستقلة عن باقي الهيئات الحكومية مثل البنك المركزي .

\* أصول هذه الصناديق عبارة عن احتياطات ناتجة عن فوائض التصدير [تصدير المواد الأولية كالبترول ، تصدير منتجات الصناعية ] ، أو فوائض الميزانية العامة للدولة.

\* تتبن الصناديق السيادية إستراتيجية استثمارية طويلة المدى ومرتفعة المخاطر، كما أنها تستثمر في أصول خارج البلد.

\* تختلف الصناديق السيادية عن البنك المركزي من حيث أهدافها فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف من جهة ، ومن جهة أخرى نوعية الأصول المستثمر فيها فصناديق الثروة السيادية تستثمر في السهم في حين أن البنوك المركزية كونها ملزمة باحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف فتستثمر في السندات.

\* صناديق المعاشات تتميز عن صناديق الثروة السيادية في كون مواردها تأتي أساسا من اشتراكات المنتسبين لها ، وهدفها تمويل معاشات التقاعد لأجيال القادمة .

\* تأخذ المؤسسات العمومية من الناحية القانونية شكل مؤسسات وليس صناديق استثمار وظيفتها الأساسية أنتاج السلع والخدمات علا خلاف الصناديق السيادية والتي وظيفتها استثمار الأصول المالية .

تهدف لتحقيق أغراض ماكرو اقتصادية بحتة؛\*

تستثمر في أصول أجنبية<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مريم ، زرقاطة ، أثر الحوكمة على أداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، سطيف ، جامعة ، 2018/2017 ، ص 112

<sup>2</sup> د.محمد ،دهان ، " أهمية صناديق الثروة السيادية في الاقتصاديات الحديثة " المجلد6، العدد 1، قسنطينة ، جوان 2019 ص 346

## المطلب الرابع: أنواع صناديق الثروة السيادية

تعددت أنواع الصناديق السيادية وذلك باختلاف أهدافها ومصادر تمويلها وباختلاف استراتيجياتها الاستثمارية. لذا قمنا بتصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لعدة معايير: كالتالي :

أنواع الصناديق السيادية حسب مصدر دخلها :

لصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية :

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

الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية :

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

الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة:

أدت البرامج الخاصة بخوصصة القطاع العام التي دخلتها الكثير من الدول إلى الحصول على عوائد مالية ضخمة، إذ تختلف استخدامات الدول لهذه العوائد، فمنها من يوجهها لتمويل الميزانية العمومية، أو لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون ، وانطلاقا من كون المؤسسات المخصصة هي ملك عام للجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخوصصة إلى صناديق سيادية .

الصناديق الممولة بفائض الميزانية :

تلجأ بعض الحكومات إلى تحويل ما تحققه من فائض في الميزانية العامة لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة ، وتوجيهه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية ، ونضرا لتوالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل .<sup>1</sup>

<sup>1</sup> مريم، زرقاطة ، نفس مرجع سابق ص 123-124

صناديق الثروة السيادية وفقا إلى الأهداف :

صناديق الاستقرار :

وهي صناديق تنشأ عادة الدول بالموارد الطبيعية بغية عزل الموازنة العاملة والاقتصاد الكلي من تقلبات أسعار تلك الموارد فتراكم الموجودات المالية خلال السنوات التي تتسم بالعوائد التصديرية العالية بغية استخدامها في سنوات اللاحقة غير مواتية تختل فيها شروط التبادل التجاري الدولي ، وقد يتم تعديل أهدافه وإعادة تصميم هيكلته بما يساعد على توسيع إغراضه .

صناديق الادخار:

وهي صناديق يطلق عليها بصناديق الأجيال ، تعبر عن رغبة الحكومات بأهمية أن تكون عوائد موارد البلاد الطبيعية السيادية مشتركة عبر الأجيال ، حيث تتولى صناديق الادخار في تلك البلدان الغنية بالموارد الطبيعية تحويل عوائد الموارد الطبيعية غير القابلة للتجديد إلى حقوق الاستثمارية متنوعة من الموجودات المالية الدولية ، وقد تتنوع وضائق صناديق الادخار المتأثرة بنمو الثروات السيادية .

العمليات المتعلقة باستثمار الاحتياطات :

يعد الاستثمار في الاحتياطات الدولية بمثابة كيان منفصل وظيفته أما خفض التكاليف السالبة الناجمة عن الاحتفاظ بالاحتياطات أو لمواصلة السياسات الاستثمارية ذات العوائد العالية ، وينضرفي الأحيان كثيرة إلى الموجودات التي تقع ضمن الترتيبات الأخيرة بأنها مازالت تعد ضمن نطاق الاحتياطات .

صناديق التنمية :

وتضف صناديق التنمية في أعلاه مواردها صوب القيام بمشاريع ذات الأولوية الاقتصادية والاجتماعية وتحديدًا مشاريع البنية التحتية .

صناديق احتياطي التقاعد:

هي صناديق تضف مواردها بغية إدامة رواتب ومعاشات شريحة المتقاعدين ، وتستخدم هذه الصناديق أحيانا بمثابة نمط لمواجهة الالتزامات العريضة والتي تترتب بشكل طارئ على الميزانية العمومية للحكومة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> د.كريمو ، دراجي ، والآخرين " نضرة على صناديق السيادية النفطية العربية " ، المجلد 6 ، العدد 3 ، جامعة الجزائر 3 ، سنة 2017 ، ص 1256

## الفرع الأول : وفقا لمجال عمل الصندوق

أولاً- صناديق سيادية محلية: يتركز نشاطها داخل البلد. ونعني بها توظيف الفوائض المالية لهذه الصناديق في مختلف المجالات والفرص المتاحة للاستثمار في الداخل، وتعود هذه الصناديق باستثمارها في الدخل بفوائد كبيرة لاقتصادها الوطني من حيث التسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية وزيادة الناتج المحلي الإجمالي. ومن هذه الصناديق جهاز قطر للاستثمار من خلال ذراعه الاستثمارية القوية (شركة الديار) التي انطلقت تبحت عن أفضل الفرص الاستثمارية في الأسواق الخارجية وفي نفس الوقت أسست شركات محلية ومنها بروة العقارية ومصرف الريان 2 الإسلامي. كما أنه توجد هناك صناديق تنشط في الداخل مهمتها الحفاظ على الاستقرار المالي على غرار صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، وصندوق الاستقرار في روسيا .

ثانيا- صناديق سيادية دولية: تستثمر بعض الدول صناديقها السيادية في الخارج كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص أو لتجنب أعراض ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بالمرض الهولندي 1 بأدوات وأجال يتم تحديدها أو تترك لاجتهاد القائمين على تلك الصناديق. مثل هيئة أبوظبي للاستثمار، وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي<sup>1</sup>.

## الفرع الثاني: وفقا لدرجة الاستقلالية

أولاً- صناديق سيادية حكومية : وهي صناديق سيادية تابعة للحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار. كما أنها لا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة، على غرار صندوق ضبط الموارد في الجزائر.

ثانيا- صناديق سيادية مستقلة نسبياً : وهي صناديق سيادية تتمتع باستقلالية نسبية عن الحكومة، إذا تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع لرقابة ومساءلة السلطة التشريعية والرأي العام، على غرار صندوق النفط النرويجي.

## تصنيف صناديق الثروة السيادية : سلعية وغير سلعية

صناديق السلعوية: وهي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسا النفطية أي أن مواردها تأتي أساسا من صادراتها النفطية. وذلك أنه تطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه الموارد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحق للأجيال اللاحقة. ولقد وجدت هذه الدول فكرة الصناديق حلاً للمحافظة على نصيب الأجيال في هذه الثروات بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول. ومن بين هذه الصناديق صندوق هيئة الاستثمار الكويتية، وصندوق النرويجي

<sup>1</sup> نيل ، بوفليخ، " أثر الصناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمات المالية" العدنان ، 43-49 ، جامعة شلف ، ص 99-100

صناديق غير سلعية: تمول عادة من التحويلات المباشرة لأصول احتياطات النقد الأجنبية الرسمية ، الفوائض الكبيرة في ميزان المدفوعات مكنت مصدري الصادرات الغير السلعية (الصادرات من غير المواد الأولية) من تحويل فوائض احتياطات النقد الأجنبية الى صناديق استثمار مستقلة لتحقيق عوائد أعلى<sup>1</sup>.

الجدول رقم (1-1) تصنيف أهم صناديق الثروة السيادية حسب قيمة الأصول {الوحدة مليار دولار}

المرتبة	الصندوق السيادي	الدولة	حجم الأصول
1	صندوق التقاعد الحكومي العالمي	النرويج	893.0
2	جهاز ابو ضبي للاستثمار	الامارات	773.0
3	الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي	السعودية	757.2
4	شركة الصين للاستثمار	الصين	757.2
5	شركة سيف للاستثمار	الصين	652.7
6	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت	548.0
7	محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد بهونغ كونغ	الصين	400.2
8	شركة حوكمة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة	320.0
9	الصندوق الوطني للضمان اج	قطر	256.0
10	الصندوق الوطني للضمان اجتماعي	الصين	201.6

- المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على الموقع: www.swfinstitute.org Sovereign Wealth Fund Institute

\* تصنيف الصناديق السيادية حسب استراتيجياتها الاستثمارية

1- صناديق أسوية بمحفظة متنوعة ومحفوطة بالمخاطر:

في السنوات الأخيرة شهدت الصناديق في الشرق الأقصى توجهها للمحافظ أكثر تنوعا مع درجة خطورة مرتفعة وهو حال الصندوق السيادي السنغافوري والصندوق السيادي الصيني الذي زاد اهتمامه مؤخرا بالأصول البديلة والتي شكلت 2010 من إجمالي محففتها.

<sup>1</sup> دليلة, بن عمار ، "حوكمة صناديق الثروة السيادية واجهة لحوكمة الحكومات" المجلد 11 ، العدد 2 ، جامعة مستغانم ، 2018 ، ص 85

## 2- صناديق السيادية للدول المصدرة للبترول بمخاطر أقل :

وهي عكس صناديق الأولى فهيا التي تمول من الموارد الناتجة عن تصدير المواد الأولية الطاقوية بالأساس وهدفها الأساسي تنوع المحفظة بأقل خطر إلا أن درجة الخطورة متباينة من صندوق إلى آخر فليس لها نفس الدرجة للميول للاستثمارات البداية ونصنفها إلى 3 مجموعات حسب درجة الخطورة .

## - صناديق الحافظة والساكنة :

هذه الصناديق لحماية قيمة مواردها في الأجل الطويل كما هو حال الصندوقين الروسيين \*SAMA\* والصندوق السيادي السعودي .

- صناديق أقل تحفظاً: وهي أقل تحفظاً من الأول حيث تسعى لتعظيم الربح مقابل تحمل \*ADIA\* الأخطار أكثر كصندوق السيادي النيجيري وصندوق أبو ضبي .

## - الصناديق السيادية للجيل الثاني :

وهي صناديق صغيرة الحجم تتبنى أساساً سياسة الأسهم الخاصة كصندوق مبادلة لأبوظبي وكذا الهيئة الاستثمارية القطرية الذي يعد من أخطر الصناديق النفطية المختصة أساساً في الاستثمارات البديلة .

المبحث الثاني: الأهمية الاقتصادية لصناديق السيادية في ظل الأزمات المالية

المطلب الأول: مصادر تمويل الصناديق الثروة السيادية

1- الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية:

هي صناديق تكونها الدول المصدرة الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسها النفطية ذلك انه تطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه الموارد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانته كحق للأجيال اللاحقة . ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال في هذه الثروات بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.

2- الصناديق الممولة من عوائد المدفوعات الجارية:

تتمثل مواردها أساسا في فائض الميزان التجاري واحتياطات الصرف، مع العلم أن هذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية، على غرار سنغافورة والصين. ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية سرعان ما تعاضمت هذه الاحتياطات بحيث تجاوزت 7 ترليون دولار في سنة 2007 ولقد تزايد حجمها 2008 ب1 ترليون دولار. وتملك الدولة النامية 5/4 هذا المبلغ .

ولقد استطاعت الكثير من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة، خاصة في أمريكا اللاتينية، بفضل نافستها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، مما دفعها الى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق سيادية ، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بالمال كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

3- الصناديق الممولة بفوائض مخصصة :

دخلت كثير من برامج واسعة لخصوصية القطاع العمومي مما أدى الى حصولها علا عوائد مالية ضخمة . ففي فرنسا بلغت عوائد برنامج الخصخصة 24 مليار دولار. وفي الجزائر بلغت عوائد الخصخصة خلال أربع سنوات إلى 2008 حوالي 16 مليار دولار، و تتباين استعمالات الدول لهذه العوائد . فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية، وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد و سداد الديون. ونظرا ضخامة هذه العوائد وتخوفا من أن تقود من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، و الذي يمكن أن يؤدي إلى حالة من التضخم غير المقدر

## 4- الصناديق الممولة بعوائد الميزانية :

تلجأ بعض الحكومات مباشرة لتحقيق فائض في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية. ولما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل تتمثل صناديق الصناديق السيادية الممولة بعوائد المواد الأولية 3/2 أصول هذه الصناديق. فهينة استثمار ابوظبي تدير 875 مليار دولار، وتمثل لوحدها 25 بالمئة من الأصول التي تديرها هذه الصناديق وبهذا تعتبر عوائد المواد الأولية خاصة [بتروول والغاز] المصدر الأساسي لأصول أكبر الصناديق السيادية في العالم مما يجعل التساؤل عن مدى قدرتها على الحصول على الأموال مستقبلا في ظل اتجاه أسعار النفط نحو التدهور بفعل الأزمة المالية العالمية الراهنة .

يلاحظ النمو السريع لهذه الصناديق فمنذ سنة 2000 ظهر 20 صندوق منها 12 منذ 2005 فقط وتقدر مؤسسة ستانلي مورغان عدد الصناديق السيادية إلى غاية ماي 2008 بـ 53 صندوقا . وبالرغم من الملاحظات على تصنيفها لبعض الهيئات كصناديق سيادية كما هو الحال بالنسبة لصندوق ضبط الموارد الجزائري، فإن ذلك يدل على النمو المطرد لهذه الصناديق .

يفسر هذا النمو في عدد الصناديق وإحجامها بالبنك الفرنسي 2008

ارتفاع أسعار البترول ابتداء من تسعينيات القرن العشرين بوتيرة غير مسبوقة.

- تبطئ النمو العالمي وانعكاساته على الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية وتشير كائنها التجاريين الرئيسيين الآسيويين.

- تزايد تخصيصات الاحتياطات وتحويلات الفوائد الميزانية لصالح هذه الصناديق.

- ظهور صناديق سيادية جديدة [ايوان، البرازيل، الصين، اليابان... الخ]

كانت الصناديق السيادية ذات الأصل الآسيوي تتجه للاستثمار في أسواقها المحلية وفي مناطق جغرافية قريبة منها في حين تفضل الصناديق السيادية الشرق أوسطية الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية أو في المملكة المتحدة لغياب دعائم وفرص الاستثمار في أسواقها المحلية إلى أنها بدأت الاتجاه نحو الأسواق الآسيوية والصورة التقديرية والصورة

التقليدية لاستثمارات الصناديق السيادية الشرق أوسطية، هي الاستثمار في سندات الدين العمومي الأمريكية ثم الأوروبية باعتبارها ذات عوائد مضمونة حتى ولو كانت منخفضة إلا أنها قليلة المخاطر وهذا في البداية هو

السلوك التقليدي لكافة الصناديق السيادية إلا أنها سرعان ما بدأت تتجه إلى التملك في المؤسسات والشركات الكبرى ذات العوائد المالية المرتفعة حيث استثمرت قرابة 75 بالمئة من مجمع استثماراتها الأجنبية المباشرة في البلدان المتقدمة.<sup>1</sup>

**المطلب الثاني: مميزات صناديق الثروة السيادية أهمها في العالم وتصنيفاتها السيادية :**

### 1- مميزات صناديق الثروة السيادية

تتميز عن البنوك المركزية حيث أهدافها، فهي تسعى للاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، ويغلب على محفظتها أصولها الاستثمار في الأسهم في حين ان 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 الى أقسام في البنوك المركزية لصالح الوزارة المالية .

تتميز عن صناديق المعاشات العمومية لكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة، وهي تهدف أساسا إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة ثانية.

تتميز عن المؤسسات العمومية، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك القانون التجاري . والأمر ليس كذلك بالنسبة لصناديق التي هي عبارة عن صناديق الاستثمار ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين ان الوظيفة الأساسية لصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.<sup>2</sup>

### 2- أهم صناديق الثروة السيادية في العالم وتصنيفاتها السيادية :

إن عدد الصناديق الثروة السيادية وصل في سنة 1969 إلى 3 صناديق وقد وصل عدد هذه الصناديق إلى 21 صندوقا على مستوى العالم إلى غاية 2005 كان هناك اثني عشر صندوقا ، وقد بلغ سنة 2015 خمسة وسبعون صندوقا . وفي إحصائيات 2017 فقد أصبح عددها حسب المعهد 79 صندوقا سياديا وهذا ضمن إحصائيات سنة 2017 .

<sup>1</sup> بلال ، سليمان ، نفس مرجع السابق ، ص 9-10

<sup>2</sup> بلال ، سليمان ، نفس مرجع السابق ، ص 11

والأرقام التي تحدد موجودات صناديق السيادية تتفاوت بشكل واسع، بحث إن عدد معتبر منها لا يتم ذكره بسبب نقص الشفافية، ولكن تشير إحصائيات مؤسسة الصناديق السيادية . للمتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، لمتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، إلى أن حجم موجودات لهذه الصناديق يقدر ب 7416.9 مليار دولار سنة 2017 ، والجدول الموالي يبين أهم هذه الصناديق وحجم أصولها :

الجدول رقم (2-1) أهم صناديق الثروة السيادية وحجم أصولها

1	2	3	4	5
2 النرويج	صندوق المعاشان الحكومي الإجمالي	1990	954.07	نפט
الإمارات العربية	هيئة استثمار أبوظبي	1976	828	نפט
الصيف	شركة الاستثمار الصينية	2007	813.8	عملا أجنبية
الكويت	هيئة استثمار الكويت	1953	524	نפט
السعودية	الشركة القابضة الخارجية "SAMA"	-	514	نפט
سنغافورا	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	1981	359	فائض الميزانية
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2005	320	نפט وغاز
الإمارات العربية	شركة دبي للاستثمار	2006	209.2	فائض الميزانية
سنغافورا	تيماسك القابضة	1974	197	فائض الميزانية
السعودية	صندوق الاستثمار العمومي	2008	183	نפט
الإمارات العربية	شركة مبادلة للاستثمار	2002	125	نפט
كوريا الجنوبية	شركة الاستثمار الكورية	2005	122.3	احتياطي الصرف
الإمارات العربية	مجلس ابوضبي للاستثمار	2007	110	نפט
إيران	صندوق الوطني للتنمية	2011	91	نפט
روسيا	صندوق الاستقرار	2008	72.2	نפט
ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	2006	66	نפט
و..أ	صندوق ألاسكا	1976	54.8	نפט
الإمارات العربية	هيئة استثمار الإمارات	2007	34	نפט
البحرين	شركة ممتلكات القابضة	2006	10.6	---
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	2000	7.6	نפט وغاز

نفط	6	2006	صندوق استثمار عمان	عمان
	4201.10			مجموع الصناديق النفطية
	3215.80			مجموع باقي الصناديق
	7416.90			المجموع الكلي

المصدر: Sovereign Wealth Fund Institute, Fund Rankings, "September 2017", www.swfinstitute.org

تصنيف صناديق السيادية حسب الدول المالكة لها وهذا طبقا للجدول أعلاه

إن عدد الدول التي تمتلك أكثر من صندوق واحد حسب الإحصائيات الأخيرة 2017 يقدر ب 11 دولة من بين 52 دولة من بينهما: الإمارات، الصيف، الولايات المتحدة الأمريكية، السعودية، سنغافورة علما أن هذه البلدان تستحوذ على 40 صندوق من بين 79 صندوق المتواجد في العالم .

جدول رقم (3-1): قائمة الدول المتعددة الصناديق

الدولة	عدد الصناديق	قيمة الأصول {مليار دولار}	النسبة %
الإمارات العربية	6	1306.5	17.61
الصين	5	211.4	27.12
الولايات المتحدة الأمريكية	11	149.6	2.02
السعودية	2	697	9.4
سنغافورة	2	556	7.5
كازاخستان	3	127.6	1.72
روسيا	3	101.4	1.37
أستراليا	2	102.6	1.38
عمان	2	24	0.32
شيلي	2	24.1	0.32
نيجيريا	2	2.9	0.04
المجموع الجزئي	40	5103.1	68.8
مجموع باقي الدول	39	2313.8	31.2
المجموع الكلي	79	7416.9	100

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على جدول رقم (2-1)

من الجدول السابق نلاحظ إن حجم صناديق هذه الدول يقدر ب 5103.1 مليار دولار بما يعادل نسبة 68.8 % من كل أصول صناديق السيادية ، تتجاوز أصول أربع دول من المجموعة الإمارات ، الصين ، السعودية وسنغافورة 4570.9 مليار دولار ونسبة 61.63% من الكل.

تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد :

يعتبر النفط المورد الأساسي لمعظم صناديق الثروة السيادية في العالم ، والجدول التالي :

الجدول رقم (4-1): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد

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

المصدر: من أعداد الباحث اعتمادا على: "Sovereign Wealth Fund Institute,"

من خلال الجدول نرى بأن صناديق السيادية النفطية تأخذ أكبر قيمة بحيث يعتبر عدد الصناديق السيادية النفطية ب 43 صندوق وقد وصلت قيمة الأصول إلى 4201.1 مليار دولار والتي أخذت أكبر نسبة التي تقدر ب 56.64 % أما صناديق سيادية غير نفطية نرى بأن عددها وصل إلى 36 صندوق والذي قدرته قيمة الأصول ب 3215.8 مليار دولار ونسبة 43.36% .

تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المنطقة الجغرافية :

الجدول رقم (5-1): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المنطقة الجغرافية

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

المصدر: اعتمادا على موقع: Sovereign Wealth Fund Institute

إن الجدول يظهر إن معظم صناديق الثروة السيادية تتموقع في كل من :

\* الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بحيث تحتوي هذه المناطق على 20 صندوق ويقدر حجم هذه الصناديق ب 3048.7 مليار دولار بحيث تقدر هذه الأصول بنسبة 41.1%

\* آسيا بحيث تحتوي هذه المنطقة على 16 صندوقا بقيمة 2942.4 مليار دولار وبنسبة 39.67% من إجمالي الأصول.

\* ثالث منطقة وهي منطقة أوروبا : بحيث تمتلك 6 صناديق بقيمة 1056.07 مليار دولار وقدرت نسبتها ب 14.23% .

\* أما بقي الصناديق تتموقع في كل من أمريكا الشمالية والجنوبية وباقي الدول التي تعتبر نسبة عدد صناديقهم تقدر ب 4.98% بحيث ان مجموع أصولها 369.73 مليار دولار.

#### المطلب الثالث: أهداف صناديق الثروة السيادية<sup>1</sup>

إن لكل صندوق سيادي طبيعته الخاصة والأسباب التي تدعولتأسيسه، وكذلك الأهداف الخاصة به، ولكن الأهداف المشتركة لهذه الصناديق تدور حول ما يلي :

- حماية الاقتصاد والموازنة العامة من خطر الصدمات الخارجية الناتجة عن التقلبات الحادة في مداخل الصادرات

- تحقيق مبدأ عدالة توزيع الثروة بين الأجيال عن طريق تعظيم الادخار الموجه للأجيال القادمة؛

- تنويع مداخل البلد وبالتالي التقليل من الاعتماد على صادرات السلع الغير متجددة؛

- توفير أداة لتمويل برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛

- تحقيق النمو المستدام " طويل الأجل " رأس المال في البلدان المالكة للصناديق؛<sup>2</sup>

- تحقيق أهداف إستراتيجية سياسية واقتصادية؛

- حماية وتحقيق الاستقرار في الميزانية والاقتصاد من التقلبات المفترقة في الإيرادات/الصادرات؛

- تحقيق عوائد أكبر من التركيز على احتياطات النقد الأجنبية؛
- مساعدة السلطات النقدية في إنفاق السيولة غير المرغوب فيها؛
- أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال القادمة؛
- تمويل تطوير التنمية الاجتماعية والاقتصادية؛
- المساهمة في تنمية الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق، بتمويل الهياكل القاعدية.<sup>1</sup>

#### المطلب الرابع أهمية: صناديق الثروة السيادية

- 1- قدرتها على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة هلا، بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال المولودة بعد نضوب المواد الأولية .
- 2- مساحتها بتنوع مصادر الناتج الإجمالي الخام بتطوير أنشطة جديدة كما هو حال صناديق أبوظبي، دبي بتطويرها للسياحة وصناعات التسلية والأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية .
- 3- توفيرها لموارد دائمة ومنظمة للدول المالكة هلا تكون غري مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزونها تبقى قابلة للنضوب.
- 4- بقيامها بدور استقرارى بامتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية، فيسمح تكوين صندوق سيادي بتوفري مدا خيل سنوية غري مرتبطة بأسعار المواد الأولية ، وتعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية السلبية. فلقد استطاع صندوق الأجيال القادمة في الكويت مثال تمويل إعادة أعمار الكويت بعد الغزو العراقي.
- 5- المساهمة في تنمية الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق، بتمويل الهياكل القاعدية. وهذا ما دفع رئيس البنك العالمي إلى اقتراح على هذه الصناديق استثمار 1% من أصولها في المؤسسات الأفريقية بالتعاون مع البنك.<sup>2</sup>

6- المحافظة على الوظائف التي توفرها الشركات بدعمها لرؤوس أموال الشركات المتعثرة.

7- دعم السياسة المالية والنقدية وإدارة السيولة والعمل علا تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية الدولية .

<sup>1</sup> وسيلة،سبتي و الآخرون . " دور صناديق الثروة السيادية في دعم السياسة المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي " العدد 12 ، جامعة يسكرة ، 2017 ، صفحة 335 .  
<sup>2</sup> سهام ،جلولي ، نفس مرجع السابق ، صفحة 93

8- تشجيع الاستثمار طويل المدى والذي يمنع التقلبات في الأسواق المالية الدولية

9- تعزيز الدور الاقتصادي والاجتماعي، وزيادة تكامل الاقتصاد العالمي.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> مريم ، زرقاطة ، نفس مرجع السابق ص 116-117

## خلاصة الفصل :

نستخلص من هذا الفصل أن صناديق الثروة السيادية أداة تستخدمها الدول من أجل ادارة فوائض الأموال التي تحققها في عدة مجالات كالاستثمار أو الادخار بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني والمجتمع ككل. من خلال ضمان دخل مستقر وحماية حقوق الأجيال القادمة بسبب توقع نزوب مصادر الطاقة التي كانت تحقق صادرات مرتفعة لهذه الدول الحالية .

وقد يعتبر صندوق هيئة الاستثمار العامة الكويتية أول صندوق سيادي في العالم كما أن تطور صناديق الثروة السيادية العربية تشهد تطور كبير ابتداء من عام 2000 سواء من حيث حجم أصولها أو عددها وسبب هذا يعود إلى ارتفاع أسعار النفط، مما وفر لدول العربية النفطية إيرادات كبيرة جعلتها في حتمية استغلالها بما يعود عليها بالنفع العام.

تتوفر صناديق الثروة السيادية النفطية على قدرات تمويل عالمية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية عن طريق رفع مستوى ملاءتها المالية وتوفير مصدر التمويل بديل عن مصادر التمويل الأجنبية مما يؤدي التخلص من مشكلة المديونية كما تساهم صناديق الثروة السيادية في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتعزيز قدرة الاقتصاد على التصدي لمختلف الأزمات الاقتصادية العالمية عن طريق تعويض الانخفاض المتوقع في المداخل على مستوى الصادرات أو الإيرادات العامة للدولة.

# الفصل الثاني

## أساسيات الأزمات المالية

## تمهيد

- تعتبر الأزمات المالية من أخطر المشكلات التي تعصف بالاقتصاديات العالمية، فكل أزمة تحمل في طياتها أسبابا ومظاهر متعددة، تختلف باختلاف السياسات التي تحدث فيها، محدثة اختلالات تهدد استقرار وقد عرفت الساحة الاقتصادية الدولية في العقود الأخيرة تغيرات ومستجدات كثيرة طالت اقتصاديات الدول البلدان المتقدمة والناشئة والنامية على حد سواء، وبشكل خاص في المجال المالي مع تنامي حركة العولمة، وتعمق تياراتها نتيجة تداخل الأسواق الوطنية والدولية، واندماج الاقتصاديات، وانفجار العديد من المشكلات المالية، التي أدت إلى حدوث اختلالات عميقة في أسواق المال الدولية. ولم تقتصر سلبيات هذه الاضطرابات على البلد الذي تحدث فيه الأزمة، بل تنتقل هذه الصدمات إلى بلدان أخرى.

نحاول في هذا الفصل معالجة مختلف الجوانب النظرية للأزمات المالية، ونستهلها بالمبحث الأول الذي يتناول المفاهيم ذات الصلة بالأزمات المالية ويعالج المبحث الثاني أحد أهم أزمة مرت ضمن العقود الماضية والتي سوف نوضحها بصفة شبه كاملة .

وتتمحور النقاط الرئيسية لهذا الفصل في مبحثين نستعرضها كالآتي :

المبحث الأول: أساسيات الأزمات المالية .

المبحث الثاني : الأهمية الاقتصادية لصناديق الثروة السيادية في ظل للأزمات المالية .

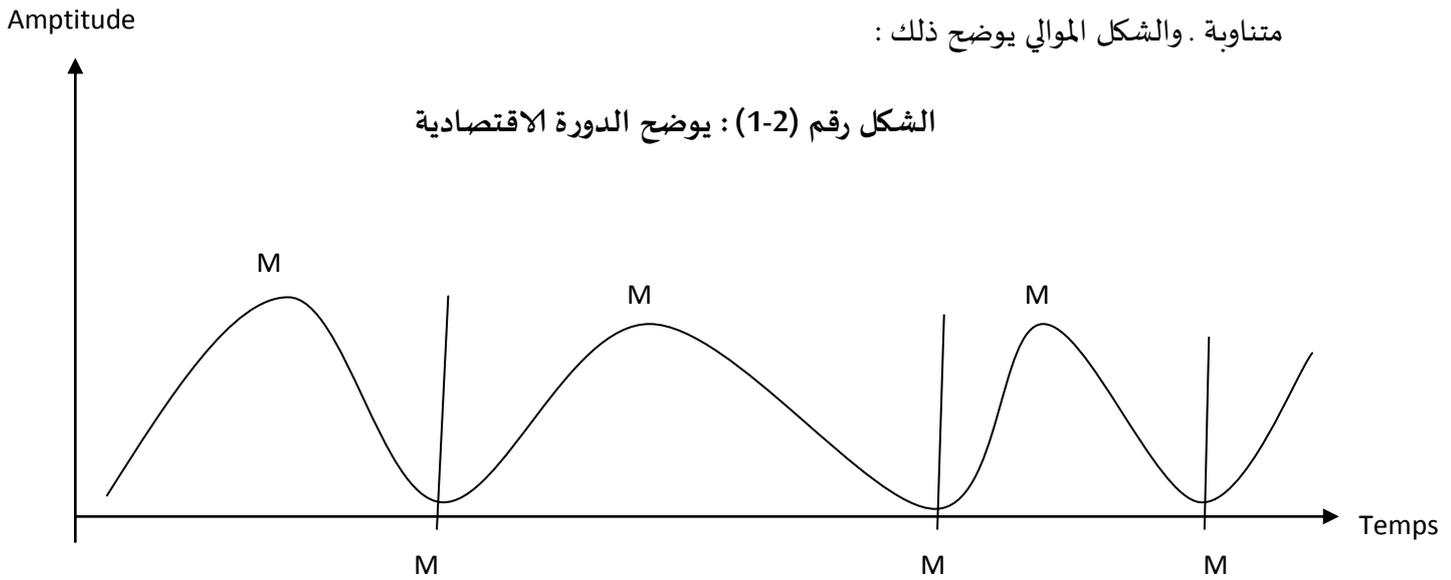
## المبحث الأول: أساسيات الأزمات المالية

## المطلب الأول: الدورة الاقتصادية

## 1- تعريف الدورات الاقتصادية

إن مصطلح الدورة الاقتصادية { أو دورة الأعمال أو الدورات التجارية } يعني التكرار المنتظم لحدثه ما أو ظاهرة معينة ، ويكون التكرار المنتظم على مستويين : الزمن والوحدة حيث أن التكرار المنتظم للزمن يقودنا الى التكرار علا فترات بينما التكرار المنتظم للوحدة يقودنا الى الانتظام المكاني أي أنتظام شدة الحركة لظاهرة معينة .

حيث يمكن لأي حدث أن يكون منتظم على فترات ويتكرر في مجال زمني منتظم ، بمعنى تكون الحركات متناوبة . والشكل الموالي يوضح ذلك :



المصدر: Eric Bosserelle, Dynamique économique : croissance - crises – cycles, Gualino édition, Paris, 2004, PP 196-197

ولكن في الواقع لا نجد تكرارات منتظمة كلياً وبالتناوب لظاهرة اقتصادية ، بل هناك تباين في سلوك كل ظاهرة . حيث اتبث العديد من الأبحاث المستندة على ملاحظات دقيقة وإحصائيات وأساليب نمذجة إن الدورات تتكرر بشكل متناوب يميل الى الانتظام وهو نتيجة الى طبيعة النشاط الاقتصادي .

حيث كان الاقتصاد يخرج من ضائقة مهما بلغت قوتها سليماً معافى ، ليسير في مستوى جديد من التطور قد يكون أعلى من سابقة . فالمرحلة المتعاقبة من الدورة متداخلة فيما بينها تؤثر كل منها على الأخرى وتتأثر بها ، بمعنى أن كل مرحلة تتولد من سابقتها كما تنتج المظهر الذي يأتي في اعتقادها .

وقد وردت عدة تعريفات للدورات الاقتصادية أهمها :

1-هي التغيرات المتواترة في مستوى الأعمال والنشاط الاقتصادي

2-هي ذلك التعاقب بين القمة والقاع أو أنها تلك التقلبات التي تؤثر على النشاط الاقتصادي للدولة .

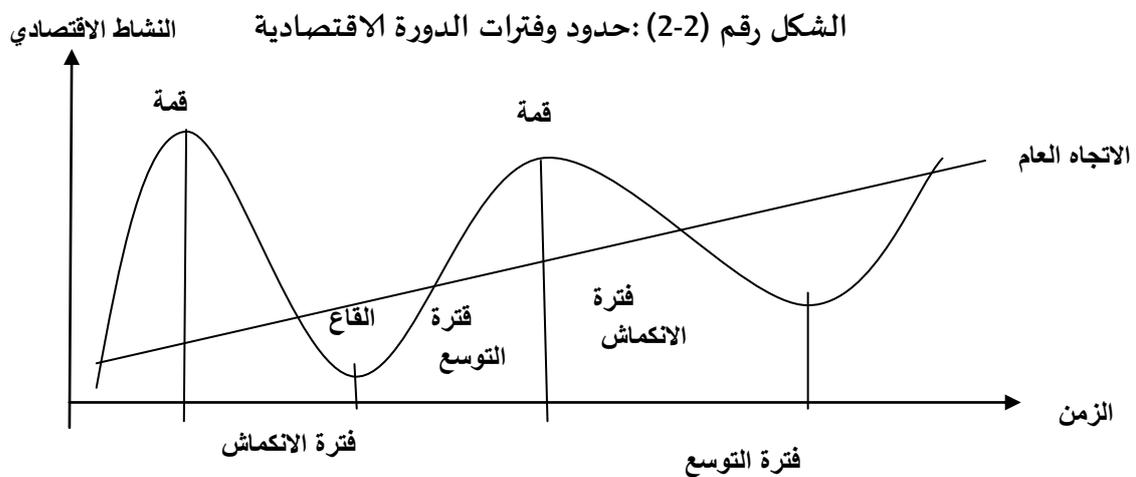
3-هي التقلبات الاقتصادية الشاملة التي تجتاح مجمل الناتج الوطني والدخل والتوظيف.

ويتضح من التعريفات السابقة أن مفهوم الدورة الاقتصادية مرتبط بحركية شبه منتظمة المجمل النشاط الاقتصادي من حالة التوسع الى الانكماش.<sup>1</sup>

2- مراحل الدورة الاقتصادية :

تتميز الدورات الاقتصادية بجملة من الخصائص التي سبق الإشارة إليها ، أهمها خاصية التناوب أو التعاقب شبع المنتظم وتختلف مدتها حسب نوع الدورة . ولكن مراحلها متماثلة بالرغم من اختلاف مدتها وحدتها حيث تتكون من أربعة مراحل هي : الراج، الركود، الكساد والانتعاش

حيث ان هذه المراحل تتنوع على فترتين : فترة الانكماش وفترة التوسع ويوضح الشكل الموالي ذلك :

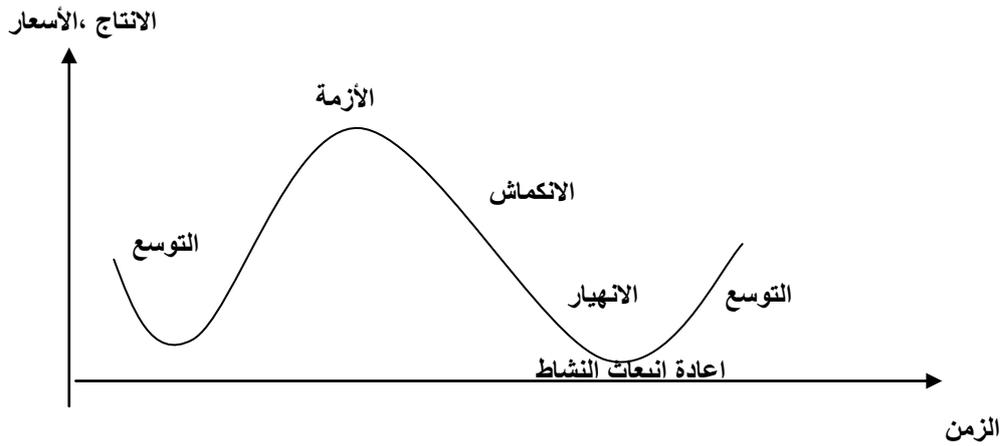


المصدر: Ramzi Knani and Ali Fredj, Globalisation and Business cycle Fluctuation, MPRA paper, N° 22755, 2010, P5

بحيث يظهر الشكل أعلاه إن فترة الانكماش تضم مرحلتي الركود والكساد وفترة التوسع تتضمن مرحلتي الانتعاش والراج.

الشكل رقم (3-2) : يوضح مراحل الدورة الاقتصادية

<sup>1</sup> أشواق، بن قدور " تطور النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية " العدد 44-32، تمراست، 2018 ص 69-70



المصدر: نقل عن اشواق، بن قدور ، تطور النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية ، ص 71

### 1- مرحلة الانتعاش

تمثل المرحلة التي يميل فيها مستوى النشاط الاقتصادي إلى النمو ببطء وينخفض سعر الفائدة ويتضاءل المخزون السلعي وتزايد الطلبات على المنتجات لتعويض ما استنفذ من هذا المخزون ، مصحوبة في زيادة إضافة إلى . ملحوظة في الائتمان المصرفي والنتيجة هي زيادة حجم التوظيف ببطء ويتم الوفاء بديون البنوك ذلك تتصف هذه المرحلة بارتفاع مستوى الإنتاج وانخفاض نسبي في مستوى البطالة وارتفاع ضئيل في الأسعار وتوسع في حركة الإقراض.

### 2- مرحلة الرواج

ويطلق عليها القمة وتتميز بارتفاع متزايد في الأسعار وتزايد في حجم الإنتاج الكلي في حجم الدخل وارتفاع مستوى التوظيف وتنتهي هذه إذ ينتقل الاقتصاد بعدها إلى مرحلة الانكماش وبالرغم ان كلمة أزمة } تعني الانتقال من مرحلة الى أخرى} لكن الاقتصاديين أطلقوها على التغيرات في النشاط عندما يكون الاقتصاد في حالة ازدهار كمرحلة أولى تليها مرحلة الام البطالة .

### 3- مرحلة الركود

وهي المرحلة التي تبدأ فيها الأسعار بالهبوط وينتشر الذعر التجاري وترتفع أسعار الفائدة وتزايد حجم البطالة وينخفض حجم الإنتاج والدخل إضافة الى ذلك انخفاض التسهيلات المصرفية وارتفاع نسبة الاحتياط القانوني وضعف التسويات والإيداعات المصرفية وغالبا ما تنخفض مشتريات المستهلكين بحدة في حين يتزايد مخزون قطاعات الأعمال من السلع الإنتاجية وهبوط الاستثمار ، انخفاض الطلب على الأيدي العاملة يتبعها عمليات تسريح مؤقت للعمال وارتفاع البطالة وكذلك تراجع الطلب على المواد الأولية وانهايار أسعارها مع

انخفاض أرباح قطاعات الأعمال بحدة ترافقها هبوط في أسعار الأسهم، وحيث أن الطلب على القروض ينخفض في مثل هذه الأوضاع فإن أسعار الفائدة، بشكل عام سوف تنخفض أيضا.

#### 4-مرحلة الكساد<sup>1</sup>

وتتسم بانتشار البطالة وانخفاض مستوى النشاط الاقتصادي وهبوط في الأسعار وأطلق عليها بمصطلح القاع وهي النقطة التي تقع في الجزء الأسفل من النشاط الاقتصادي .

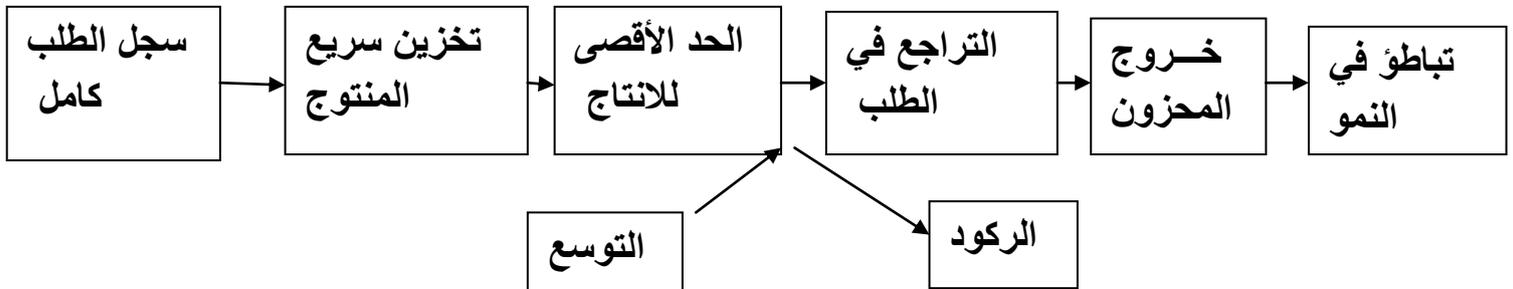
#### 2- أنواع الدورات الاقتصادية :

يمكن التمييز ما بين ثلاثة أنواع من الدورات الاقتصادية، حسب مدتها الزمنية، الدورة الصغرى أو دورة كيتشن ، دورة الأعمال أو دورة جابلر، وأخيرا الطويلة أو دورة كوندراتيف .

#### 2-1 دورة الصغرى

ظهرت هذه الدورة سنة 1923 من طرف الأمريكي كيتشن {1932-1961}، مدتها أربعون شهرا، ترتبط هذه الدورة بالتغيرات في المخزون، والتي عموما تحدث بدون أزمة، أي مجرد ركود يحدث في قمة الدورة حيث يتوقع ارتفاع أو انخفاض قوي في الطلب الذي يؤدي بالمنتجين إلى الزيادة في مخزوننا تهم أو التخلص منها.

مخطط رقم (1-2) يمثل : دورة "Kitchen"



المصدر: Delas Jean-Pierre, op cit, p167.

<sup>1</sup>أشواق، بن قدور، نفس مرجع السابق ص 70-71

## 2-2 دورة الأعمال

يحكم النشاط الاقتصادي حسب " Clément Juglar " {1905-1819} دورات الأعمال والتي تسمى كذلك بدورة "Juglar" نسبة إلى مؤسسها، مدتها عشر سنوات حيث تتكون من أربعة مراحل والتي تم ذكرهم في الشكل رقم 3.

## 2-3 الدورة الطويلة

أعطى " Schumpeter Joseph " اسم " Kondratieff " سنة 1935 للدورة الاقتصادية الطويلة المدى مدتها 50 سنة، حيث قدمت العديد من المدارس تفسيرات مختلفة لهذه الدورة، فمثلا المدرسة الليبرالية {Duijn Van.} ركزت على الابتكارات ودور المقاتلين، أما المدرسة الماركسية { Mandel Ernest, Trotsky Léo } ركزت على معدلات الريح وصراع الطبقات، أما النقديون { riez Léon } أعطوا أهمية رئيسية لشروط خلق النقود... الخ غير أن هناك تفسير عام يعتبر الإنتاج الداخلي الخام { PIB } والأسعار أحد أهم المتغيرات الرئيسية، إذ قام كونيدراف بتقسيم الدورة الى أربعة مراحل :

\* مرحلة الربيع: ويحدث النمو والتضخم. وتعتبر البداية التي تكون فيها أسواق المال جيدة وأدائها ممتاز مع تطور وتحسن في الاقتصاد العام ومعدل الفترة الزمنية لهذا الفصل 13.5 سنة .

\* مرحلة الصيف: صيف: وهي بداية التضخم والكساد ويكون اتجاه أسواق المال في هذا الفصل صاعد ها ويفترض وجود قمة في نسب الفائدة لتصبح شرارة التضخم القادم في فصل الخريف والصعود الحاد عد، في أسواق المال ومعدل الفترة الزمنية لهذه السنة هو 11.25 سنة.

\* مرحلة الخريف: ويحدث هاد النمو انكماشي مؤقت وهو نهائية الصعود والازدهار وبداية الهبوط والانخفاض، ومعدل الفترة الزمنية لهذا الفصل 15.25 سنة .

\* مرحلة الشتاء : وهي فترة حادة تمر بها بعد الصعود الحاد والطفرة التي مر بها الاقتصاد وأسواق المال ، وتسمى أيضا فترة التطهير بعد الافلاسات والانهيار في الكثير من الشركات والقيم التي حدثت الاسعار ونسب الفائدة، ومعدل الفترة الزمنية لهذا الفصل 16 سنة ويعتبر أطول فترة بين الفصول الأربعة<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني: تعريف الأزمة المالية

## 1- الأزمة في اللغة:

<sup>1</sup> نسيمية ، حاج موسى ، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية . شهادة الماجستير ، بومرداس ، جامعة 2008/2007 ، صفحة 3

تفيد الأزمة في اللغة معنى الشدة والقحط ، يقال: تأزم الشيء أي اشتد وضاق.

## 2- الأزمة اصطلاحاً:

تطرق العديد من الكتاب والباحثين إلى مفهوم الأزمة المالية من وجهات نظر عديدة ، فقد عرفت الأزمة المالية بأنها " الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول ، والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي، مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلاً، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية (للنفظ أو للعمليات الأجنبية مثلاً) فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها . وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد

- ويمكن تعريف الأزمة المالية العالمية التي تواجه الدولة بأنها عبارة عن موقف تتعرض له هذه الدولة ، ويستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح والقيم الجوهرية للدولة . ويتسم هذا التهديد بالمفاجأة وعدم التوقع من قبل صانع القرار ، فيشعر بضيق الوقت المتاح للتفكير فيه ، وإنه يجب عليه في نفس الوقت اتخاذ القرار المناسب بصدده ، قبل تغير ذلك الموقف على نحو تصعب السيطرة عليه

- كما يمكن القول علا أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية ، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية ، ومعدل الصرف هذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها

-- من كل هذا يمكن الخروج بتعريف شامل للأزمة المالية وهي : انهيار في الأسواق المالية مصحوباً بفشل عدد كبير من المنظمات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي<sup>1</sup>.

## المطلب الثالث: أنواع الأزمة المالية :

1. أزمة العملة تحدث الأزمة عندما تتعرض عملة بلد ما لهجوم مضاربي شديد يؤدي إلى انخفاض قيمتها انخفاضاً كبيراً، وهو ما يفرض على السلطات النقدية خفض قيمتها وبالتالي تحدث أزمة انهيار سعر صرف العمل

<sup>1</sup> عطية، عز الدين ، والآخرون " دور الالتزام بمبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية في ظل عولمة الأزمات المالية " عدد 05 ، جامعة تبسة ، جوان 2018 صفحة

2. أزمات أسواق المال [حالة الفقاعات]: يحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة [الفقاعة] ، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة ، على نحو ارتفاع غير مسوغ ، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف هو من شراء الأصل كالأسهام على سبيل المثال -هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل ، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصول مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فليبدأ سعره في الهبوط ، ومن ثم تبدأ حالت الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في قطاع ذاته أو القطاعات الأخرى.

3. الأزمات المصرفية : تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه البنك ما زيادة كبيرة في طلب السحب الودائع ، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي ، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلب المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة ، ومن ثم يحدث ما يسمى بأزمة سيولي لدى البنك . وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتداد إلى البنوك الأخرى ، فتسمى في مصرفية Systematic Bankig crisis . تلك الحالة أزمة

عندما يحدث العكس ، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك تقديم قروض منح قروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض ، وما يسمى أزمة الائتمان [كريدي كرانش] ، وقد حدث في تاريخ المالي للبنوك العديد من حالات تعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا لبنك [أوفرد وا جورني] وما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عندما انهار بنك الولايات المتحدة في عام 1931 وبنك [بير ستيرنز] وبالطبع ما يحدث حاليا في الولايات المتحدة الأمريكية من أزمة مالية كبرى امتدت الأغلب الدول العالم<sup>1</sup>.

4- أزمة المديونية : تحدث الأزمة عند تعثر سداد المقترض أو توقف القطاع العام عن سداد التزاماته تؤدي إلى انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، وهذا راجعا لمجموعة من الأسباب تشمل الملاءة المالية، أو تساهل إدارة البنوك في منح القروض دون ضمانات كافية من المقترض، أو عندما يعتقد المقرضون أنه يمكن مواجهة حالة 30 في منح القروض دون ضمانات كافية من المقترض، التوقف عن السداد، وبالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. كما يمكن أن ترتبط أزمة الديون بدين تجاري {خاص} أو دين سيادي {عام}

5- أزمة السيولة الدولية : وتعرف أيضا بأزمة شح السيولة الدولية ، وهي تنتج عن عدم أو التوافق بين أجال استحقاق كل من الأصول الخصوم الدولية لهذا التضام ، فان عجزت أصول البلد المقومة بالعملة الأجنبية

<sup>1</sup> عز الدين ، عطية والآخرين ، نفس مرجع السابق صفحة 53

قصيرة الأجل عن تغطية خصومه والتزاماته قصيرة الأجل المقومة بالعملة الأجنبية فأن التضام المالي يفقد سيولته الدولية ويصبح عاجزا عن الاستجابة والتصدي لأي صدمة خارجية، ويرى العديد من الاقتصاديين أن أزمة شيلى عام 1982، وأزمة المكسيك عام 1994 والأزمة المالية الآسيوية عام 1997 تتسم جميعها بفقدان النظام المالي لسيولته الدولية، الشيء الذي يخلق أزمة ويدفع إلى سيادة الذعر المالي.<sup>1</sup>

#### المطلب الرابع : خصائص ومميزات الأزمات المالية

##### الفرع الأول: مميزات الأزمات المالية

- \* من بين مميزات الأزمة نذكر مايلي : زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي .
- \* طول فترتها نسبيا اذ تستغرق مدتها 4 سنوات .
- \* عمق وحدة الأزمة بشكل تلقائي .
- \* انخفاض معدلات الفائدة .
- \* تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية مما أدى إلى ظهور أزمات في موازين المدفوعات.
- \* أزمة حادة في أسعار صرف العملات .
- \* زيادة العرض وانعدام الطلب مما يؤدي الى انهيار أسعار تلك الأوراق المالية .
- \* اندفاع أصحاب الأوراق المالية الى التخلص من الأسهم والسندات التي يمتلكونها .
- \* تهافت أصحاب الودائع لبنوك التجارية لسحب ودائعهم منها وذلك لعدم ثقة الأفراد بالوضع الاقتصادي .

##### الفرع الثاني : الخصائص

تتسم الأزمات بعدة سمات كما ذكر بعض الكُتّاب، ومن هذه السمات نذكر:

- \* انها نقطة تحول تزداد فيها الحاجة إلى الفعل المتزايد ورد الفعل المتزايد لمواجهة الظروف الطارئة.
- \* تتميز بدرجة عالية من الشك في القرارات المطروحة ويصعب فيها التحكم بالأحداث.

<sup>1</sup> نادية، العقون " العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية والعلاج " أطروحة مقدمة لي نيل شهادة دكتوراة ، جامعة الحاج لخضر، باتنة ، 2012-2013 .

\*تسود فيه ظروف عدم التأكد ونقص المعلومات. وضغط الوقت والحاجة إلى اتخاذ قرارات صائبة. المفاجأة والسرعة التي تحدث بها.

سيادة حالة من الخوف والهلع قد تصل إلى حد الرعب وتقييد التفكير .

ويضيف الصباغ إلى الخصائص السابقة: أن الأزمة تساعد على ظهور أعراض سلوكية مرضية مثل القلق، فقدان العلاقات الاجتماعية، اللامبالاة.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> أحمد ، صقر عاشور والآخرون . "إدارة الأزمات " . العدد 02 ، مصر، 2017 ، صفحة 78

المبحث الثاني : انتشارات الأزمات وسبل معالجتها

المطلب الأول : نماذج الأزمات المالية

التحليل لنضري للأزمات المالية يتمثل في ثلاثة أجيال من النماذج

1- النماذج من الجيل الأول

حاول كل من "krugman" {1979} "flood" و "garber" {1984} تفسير أزمات

ميزان المدفوعات مثل أزمة المكسيك {1973-1982} وأزمة وأزمة الأرجنتين {1978-1981}، ووفقا لهذه النماذج، الأزمات يمكن ان تفسر من خلال عاملين أساسيين :

-التأثير السلبي لتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي .

-العجز المستمر في الموازين المدفوعات.

هذان العاملان يمكن أن يسببا خلل في سوق النقود أو على مخطط الميزانية ،بالإضافة الى انخفاض مخزون احتياطي الصرف ،ففي نظام سعر الصرف الثابت ينتج عن ارتفاع المفرد للتضخم تدهور القيمة المحلية ،وبالتالي تضطر السلطات النقدية الى شراء عملتها باعتماد على احتياطي الصرف ،الذي ينتج عنه تراجع تدريجي لحجم هذا الاخير حتى وصول الى أدنى مستويات ،ونتيجة هجمات المضاربة تخفض قيمة العملة ، كما تشير هذه النماذج أن نشوب الأزمات المالية لا يرجع إلى ظواهر عشوائية، بل نتيجة السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة من طرف الدولة، والتي ينتج عنها فقدان ثقة الأعوان الاقتصاديين الأمر الذي يؤدي إلى حدوث أزمة أكيدة

2- النماذج من الجيل الثاني:

ظهرت هذه النماذج في سنوات التسعينيات، وفقا للدراسة التي قام بها "Eichengreen" و "Wyplosz" {1993} التجارب الأولى للعوامة المالية في الدول المتقدمة، واتبعوا فيما بعد بي "Obstfeld" {1994-1996} لذي قام بتحليل أزمة آلية سعر الصرف الأوروبي في فترة {1992-1993}. فحسب هذه النماذج الأزمة تتسم بلفوذ مابين الحكومة الممثلة في السياسات الاقتصادية والسوق من خلال تحقيق الطابع الذاتي للمستثمرين ،ويمكن أن تندلع بدون تفاقم الاقتصادية والسوق خلال تحقيق الطابع الذاتي للمستثمرين ،ويمكن أن تندلع بدون تفاقم الاقتصادية والسوق من خلال الطابع الذاتي للمستثمرين ،ويمكن أن تندلع بدون تفاقم أساسيات الاقتصاد الكلي ، باعتبار أن السياسات الاقتصادية ليست محددة سلفا ، ولكن هي استجابة للصددمات التي تؤثر على الاقتصاد ، بما في ذلك التطورات الحاصلة في سوق العملات الأجنبية في مكان

المضاربين اختياري أي عملة لمهاجمتها ، اذا يواجه تكوين توازنات متعددة وأزمات يمكن ان تندلع أو أن تنتقل بفعل العدوى ، أما سلوك السلطات النقدية فهو يتوسط ما بين تفضيله سعر الصرف الثابت وأهدافه الأساسية طويلة الأجل.

للفهم الجيد لأزمة المكسيك {1994} ، افترض " sachs " ، "Tornell،" ، "Velasco" {1996} أن الأزمات تحدث ذاتيا في إطار نقص مصداقية سياسة الصرف ، فأثبتوا نماذج الجيل الثاني تطهرت توازنات متعددة تحدث ذاتيا ، وأن المضاربة ترفع تكلفة الدفاع عن سعر الصرف وبالتالي تحاول السلطات النقدية المحافظة علاقة قيمة العملة عن طريق السياسات الاقتصادية الكلية ، ولكن اذا رفعت المضاربة التكلفة أكثر ، فتضطر الدولة في وقت لاحق الى التخلي عنه ، وبالتالي تكون حتى اذا كانت كل السياسات الاقتصادية الكلية سليمة .

### 3- النماذج من الجيل الثالث :

ظهرت هذه النماذج من الأزمات المالية بعد أزمة جنوب شرق آسيا {1997-1998} من قبل "pesenti" و "Tille" {2000} و "Krugman" {2001} ، والتي بدأت بانخفاض البات التيلاندي في جويلية 1997 ، ثم انتشرت إلى باقي دول المنطقة الآسيوية ، ويرجع سبب الأزمات الى الدخول المفرط لرؤوس الأموال ، فارتفع حجم قروض المحلية ، ونتج عن فرض قيود على الائتمان كنتيجة الانخفاض السيولة في البنوك وكذا تدهور ثروة عدد كبير من المقترضين ، فتحوّلت الأزمة البنكية الى أزمة سعر الصرف بسبب التوقف الهائل لتدفقات رؤوس الأموال على شكل قروض مصرفية قصيرة الأجل بالعملية الصعبة ، فتدهورت احتياطات النقد الأجنبي الذي زاد من العجز في الحساب الجاري ، وساهم في انخفاض سعر الصرف ، فتزايد العبء الحقيقي للدين ، وتسارع خروج رؤوس الأموال ، الأمر الذي عزز آليات الأزمة وجعلها أمرا حتميا .يعتبر مفكري هذه النماذج أنه لا يمكن الفصل ما بين أزمة سعر الصرف والأزمة البنكية ، والتي تحدث بالتفاعل ما بين المضاربة على العملة المحلية وسلسلة من الإفلاس البنكي ، وبالتالي تجمع ما بين انخفاض ثقة الأعوان الاقتصاديين في نظام سعر الصرف وسيولة الوسطاء الماليين ، فلتحليل الإحصائي الذي قام به "Valsaco" سنة {1987} يشير الى أن أزمة بنكية تؤدي إلى أزمة سعر الصرف بواسطة الإفراط في الإصدار النقدي للعملة المحلية .

فالأزمات السابقة كانت متعلقة باقتصاد الكلي ، بول كروغمان حيث ركز على هذا النوع الجديد من الأزمة الاقتصادية الجزئية ، المؤسساتية والنظامية في أن واحد ؛ إن الاقتصاديين الذين حللوا هذا النوع الجديد من الأزمة يشتركون في نسف الشكوك حول مزايا تدخل صندوق النقد الدولي ، وكذا أنقادت تأثير العمولة على الأسواق الناشئة ، وفي كثير من الأحيان التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال كما أنها تركز على الاختلالات الهيكلية لنظم المالية المحلية والحوكمة السيئة ، فالتنسيق ما بين الأعوان الاقتصاديين يؤدي أحيانا إلى رأسمالية المحاباة في القطاع المالي بشكل خاص ، أما دور صندوق النقد الدولي فقد تم انتقاده لأنه

تشخيص خاطئ ، وعلاج للصدمة موحد زاد من أثار الانكماش وعجل العدوى في المنطقة ، مما رفع أسعار الفائدة الحقيقية ، وأضعف الجهاز المصرفي المحلي عن طريق زيادة الديون صعبة الاسترجاع ، مما أدى إلى التصفية ، البطالة وتفاقم الركود الاقتصادي<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني : أسباب وقنوات انتشار الأزمات المالية

### 1- الفرع الأول : أسباب الأزمة المالية

تختلف وتتعدد أسباب الأزمات المالية حسب نوع الأزمة وظروف نشوبها كما رأينا في النماذج السابقة من الأزمات المالية ، ولكن بصفة عامة يمكن استعراض بعض أهم أسباب الأزمات المالية في العناصر التالية.

#### 1. الفقاعات المضاربة

يعرف { نيكولا كلدور } [1939] المضاربة "بأنها عملية شراء أو بيع أصل بهدف إعادة بيعه أو شرائه في فترة زمنية لاحقة . تتمثل خصائص المضاربة فيما يلي :

- يتحمل المضارب الخسارة أو الربح.

- في أغلب الأحيان رؤوس الأموال التي تساهم في المضاربة مقترضة، لذا يحاول المضارب الحصول على عائد يكون مرتفع مقارنة بمعدل فائدة القرض.

- لا يوجد مقابل لعملية المضاربة في الاقتصاد الحقيقي.

- تعتمد المضاربة دائما على توقعات حول معدل الفائدة قيمة الأصول أو سعر الصرف.

غير أنه يمكن أن نتساءل حول دور المضاربة، هل تؤدي دور الاستقرار أو عدم الاستقرار المالي ؟ ففي الحالة الأولى يمكن أن تساهم المضاربة في المحافظة على الاستقرار المالي: مثلا إذ انخفضت قيمة سهم شركة معينة ، واعتبر هذا الانخفاض مؤقتا فسيعمل المضارب في هذه الحالة على شراء أسهم بهدف إعادة بيعها عندما ترتفع قيمتها ، ومن هنا تساهم المضاربة في المحافظة على الاستقرار لأن ارتفاع الطلب على هذه الأسهم يعيد الأسعار إلى قيمتها الحقيقية . عكس الحالة الثانية أي في فترة الأزمات {أو الاضطرابات} تتغير التوقعات ، التوقعات المتعلقة في هذه الحالة بقيمة العملة أو الأصول الدائمة ، ، فيقوم المضارب بشرائها في حالة توقعه ارتفاع قيمتها أو بيعها في حالة توقعه باستمرارية انخفاضها ، ادن تساهم المضاربة في جعل الأوضاع أكثر سوءا أي زيادة عدم الاستقرار المالي . فالمضاربة غالبا ما تتطور وتنمو عبر مرحلتين : في المرحلة الأولى تكون

<sup>1</sup> نسيمة ، حاج موسى ، نفس مرجع السابق ، الصفحة 16-17-18-19

هناك استجابة هناك استجابة محدودة ورشيحة من جانب المستثمرين والأفراد والمشروعات وكل القوى الاقتصادية في السوق للتغيرات الهيكلية التي لحقت بالاقتصاد المعني، وفي المرحلة الثانية تؤدي المكاسب الرأسمالية دورا مسيطرا وحاسما، وتصبح التصرفات والاستجابات غير محسوبة وغير رشيحة.

أما الفقاعات المضاربة فيقصد بها " ذلك الارتفاع المستمر لسعر الأصل، والتي يتميز بالتباعد ما بين القيمة الأساسية لذلك الأصل مع قيمته السوقية أو يقصد بها كذلك "ابتعاد أسعار الأصول المالية عن قيمتها التوازنية والتي تعبر عن محدداتها الأساسية، هو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسهل - على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. فحسب " فاليري مينيون" نسمي فقاعة بأنها عقلانية: لأنها ناتجة عن معادلة تحدد أسعار التوازن، ففي بعض الأحيان يعتبر عقلائي بالنسبة لعون اقتصادي ما شراء أصل يكون مرتفع مقارنة بقيمته الأساسية إذا توقع انه سيبيعها بسعر أكثر ارتفاعا في وقت لاحق.

كما يعرف " كاينس" المضاربة بالنشاط الذي يهتم بالتوقعات البسيكولوجية في السوق. حيث لا تمثل الإستراتيجية العقلانية للمضارب في التقييم الصحيح للقيمة الأساسية للأصول بل تهتم بتوقعات سلوك الأعوان الاقتصاديين الآخرين المتواجدين في السوق، باعتبارهم المحددين للأسعار، وبالتالي من الأفضل الخطأ مع الجميع عوض الإصابة ضد الجميع. وعليه يبين " أندريه أورلين" ان الفقاعات المضاربة تفسر ابتداء من عدوى سلوك القطيع والتي يتم على أساسها اتخاذ القرارات وفقا لسلوك الأعوان الآخرين .

غير أنه لا يمكن أن تكون فقاعة عقلانية في كل الأصول، فالسندات التي مدتها محدودة قابلة للشراء بسعر وفي وقت محدد لا يمكن أن تكون أداة لمثل هذه الظاهرة، لأن سعرها مرتبط في كل وقت بالقيمة المتوقعة بالإضافة إلى معدل الفائدة الممنوح، وبالتالي نلاحظ أنه لا يمكن أن تكون فقاعة قبل سداد قيمة السند بما أن سعره النهائي معروف وأكد ويعادل قيمتها الأساسية. وبالتالي لكي تكون فقاعة مضاربة يجب أن تكون مدة الأصل غير محددة وبدون شروط.<sup>1</sup>

## 2- عدم استقرار الاقتصاد الكلي :

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات التي تحدث في شروط التبادل التجاري، فعند انخفاض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وشكل

<sup>1</sup>نسيمة، حاج موسى، نفس المرجع السابق، ص 20.

انخفاض شروط التجارة سببا رئيسيا للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والأكوادور، حيث كان الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام في ظل صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه .

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالميا لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها، ويقدر ما بين 50-65 % من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات، كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالميا.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية، وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة ، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا. وذكرت الدراسة أن وقوع الأزمات المالية كان نتيجة ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

أما من الجانب المحلي ، فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي، كما أن هناك آثارا سلبية أخرى على مستويات النمو الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التمهيد لحدوث الأزمات المالية<sup>1</sup>.

### 3-سياسات سعر الصرف :

يلاحظ إن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية. ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور الملاذ الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية حيث إن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدثت أزمة سيولة . ويتمخض عن أزمة السيولة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم النقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية. ما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي. وفي المقابل، وعند انتهاء سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة السيولة سوف يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة والزيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي

<sup>1</sup>نسيمة ،حاج موسى ، نفس المرجع السابق ،ص 22

## 4-عدم تناظر المعلومات :

يشير عدم تناظر المعلومات عن ذلك "الموقف الذي يكون فيه أحد الأطراف المتعاملين في ، مما يترتب على يستطيع تقييم المخاطر بشكل "ذلك أن الطرف الثاني لن 2 النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة، كما يترتب عنه تزايد المخاطر المعنوية. وتختلف هذه الظاهرة كثيرا عما كان عليه النموذج النيوكلاسيكي والمتمثل في المنافسة التامة والكاملة والتي تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وبدون تكلفة، وبصفة عامة عدم تناظر المعلومات تبعد السوق عن تواز

الولغاسي.<sup>1</sup>

.الإشاعات:

من أهم مصادر الأزمات، بل إن الكثير من الأزمات عادة ما يكون مصدرها الوحيد هو إشاعة أطلقت بشكل معين...، وتم توظيفها بشكل معين، وبالتالي فإن إحاطتها بهالة من المعلومات الكاذبة، وإعلانها في توقيت معين، وفي إطار مناخ وبيئة محددة، ومن خلال حدث معين يؤدي إلى أن تنفجر الأزمة.

.الأزمات المخططة:

حيث تعمل بعض القوى المنافسة للكيان الإداري على تتبع مسارات عمل هذا الكيان، ومن خلال التتبع تتضح لها الثغرات التي يمكن أحداث أزمة من خلالها.

.تعارض الأهداف:

عندما تتعارض الأهداف بين الأطراف المختلفة يكون ذلك مدعاة لحدوث أزمة بين تلك الأطراف خصوصاً إذا جمعهم عمل مشترك، فكل طرف ينظر إلى هذا العمل من زاويته، والتي قد لا تتوافق مع الطرف الآخر.

.تعارض المصالح:

يعد تعارض المصالح من أهم أسباب حدوث الأزمات، حيث يعمل كل طرف من أصحاب المصالح المتعارضة على إيجاد وسيلة من وسائل الضغط لما يتوافق مع مصالحه، ومن هنا يقوي تيار الأزمة.

.الإدارة العشوائية:

ويطلق عليها مجازاً إدارة، ولكنها ليست إدارة، بل هي مجموعة من الأهواء والأمزجة التي تتنافى مع أي مبادئ علمية، وتتصف بالصفات الآتية:

عدم الاعتراف بالتخطيط وأهميته وضرورته للنشاط.

عدم الاحترام للهيكل التنظيمي.

عدم التوافق مع روح العصر.

سيطرة النظرة الأحادية السوداوية.

قصور التوجيه للأوامر والبيانات والمعلومات وعدم وجود التنسيق.

أ. عدم وجود متابعة أو رقابة علمية وقائية وعلاجية.

<sup>1</sup> نسيمه ،حاج موسى ، نفس المرجع السابق ،ص 22-23

ويعد هذا النوع من الإدارة الأشد خطراً لما يسببه للكيان الإداري من تدمير لإمكانياته وقدراته، ولعل هذا ما يفسر لنا أسباب أزمات الكيانات الإدارية في دول العالم الثالث التي تفتقر إلى الرؤية المستقبلية العلمية والتي لا تستخدم التخطيط العلمي الرشيد في إدارة شئونها وتطبق أنماطاً إدارية عشوائية شديدة التدمير والخراب.<sup>1</sup>

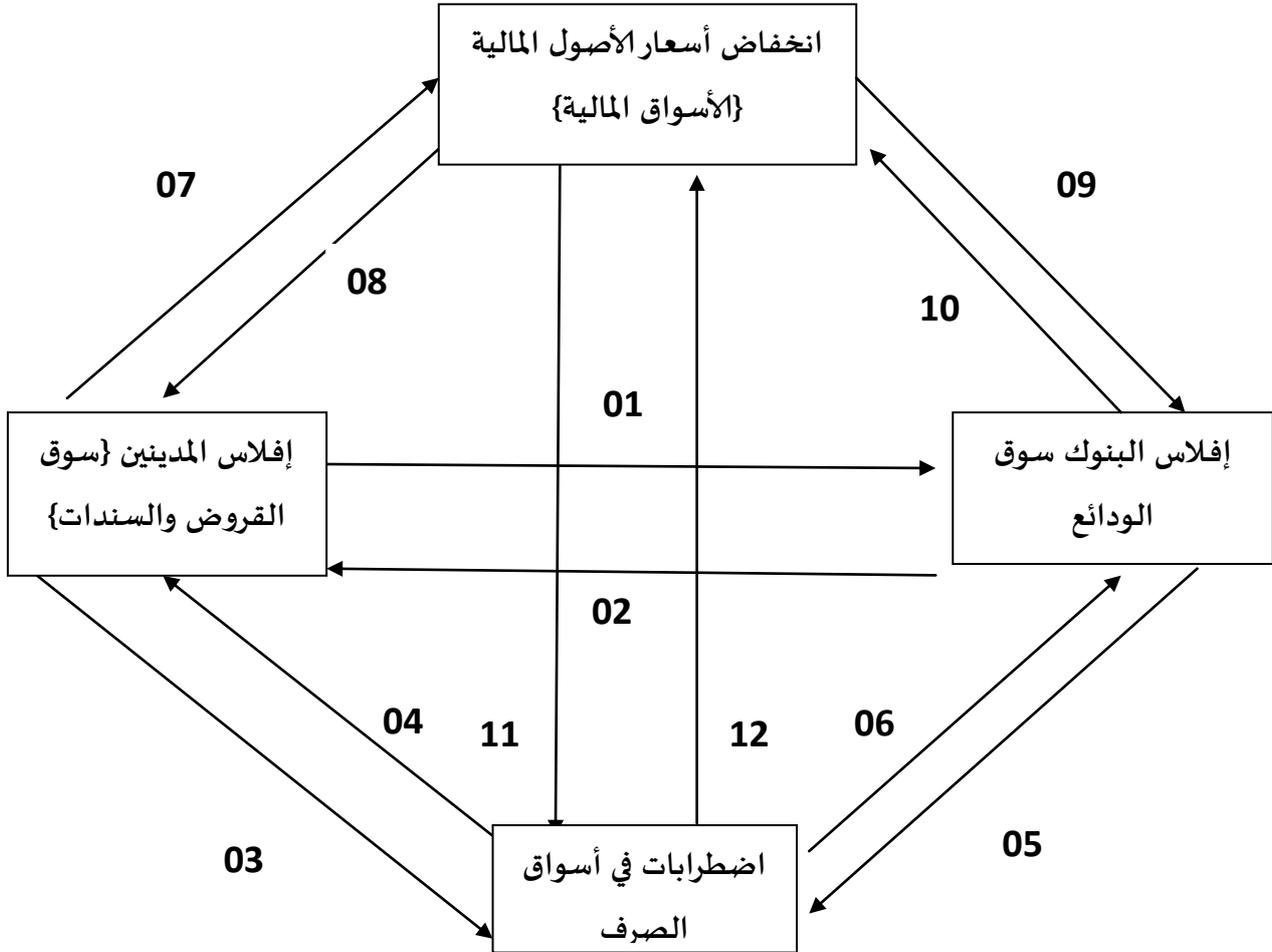
<sup>1</sup> غسان، قاسم داود اللامي والآخرين. إدارة الأزمات الأسس والتطبيقات ، الطبعة 1 ، جامعة بغداد ، العراق ، المنهجية للنشر والتوزيع ،

28-27 ، صفحة 2019/01/01

الفرع الثاني : قنوات انتشار الأزمات المالية

لقد تمت الإشارة فيما سبق أن الأزمة تتركز على أحد متغيرات النظام المالي، ثم سرعان ما تنتشر إلى باقي المتغيرات كنتيجة لمخطر النظام، والشكل الآتي يوضح هذه القنوات.

المخطط رقم (2-2) يمثل : قنوات انتشار الأزمات المالية



**المصدر:** أوكيل نسيم، الأزمات المالية وإيجاد آلية لتنبؤها في البلدان الناشئة، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بن ثابت علال، الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد، مذكرة مقدمة ضمن: الجزائر، 2007-2008، ص63. نقلا عن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002 - 2003 ص7

- القناة رقم 01: وتمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها وهو ما حدث في أزمة المديونية سنة 1982 .

- القناة رقم 02: تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929 .
- القناة رقم 03: أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرون عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى .
- القناة رقم 04: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة .
- القناة رقم 05: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك .
- القناة رقم 06: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج .
- القائتين رقم 07 و08: وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أنّ الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم .
- القائتين رقم 09 و10: وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث أن عدداً كبيراً من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية .
- القائتين رقم 11 و12: وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال، والعكس فمثلاً عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون على تخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نسيمة ،حاج موسى ، نفس المرجع السابق ،ص 14-15

## المطلب الثالث : مؤشرات الأزمات المالية

يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية التعرض لأزمات وصدمات في نوعين كما يبينهم الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات

الخصائص الهيكلية البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
نظام جمود معدلات التبادل	ارتفاع معدل التضخم
إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات	نمو سريع في التدفق النقدي
قطاع التصدير أكثر تركيزاً	انخفاض حقيقي لنمو الصادرات
ارتفاع معدل التغير في الديون الخارجية	النمو السريع في الاعتمادات المحلية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل	ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض
تحرير سوق المال الحديث	ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي
إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها	نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية
أسواق المال مضمونة بأصول مالية أو عقارية	ارتفاع معدل الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة
سيطرت بعض المؤسسات على سوق الأسهم	انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم - عدوى الأزمات المالية - دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 39.

## المطلب الرابع: سبل علاج الأزمة المالية

طبقاً لتقارير البنك الدولي، لم يفلت أي بلد تقريباً، سواء أكان نامياً أو متقدماً، من أثار الأزمة المالية الحالية، على الرغم من أن البلدان التي دخلت الأزمة ولديها درجة أقل من الاندماج في الاقتصاد العالمي كانت بشكل عام أقل تأثراً بالأزمة. وفي مواجهة أزمة الذي تلجأ إليه الحكومات والبنوك المركزية هو ضخ الأموال على نطاق واسع للتغلب على مالية طاحنة كتلك التي نعيشها اليوم، كان من الطبيعي أن يكون الإجراء الأول والأهم مشكلة نقص السيولة وهو ما يعرف باسم "برنامج الإنقاذ المالي".

أيضا ، اعتمدت حكومات في أوروبا وآسيا وأمريكا اللاتينية والشرق الأوسط وأفريقيا برامج حفز اقتصادي ووضعت سياسات مالية توسعية كفيلة بحماية الاقتصاد وتعزيز ثقة المستثمرين كخفض معدلات الفائدة، وحماية المدخرات والودائع المصرفية، وتقديم تمويل طارئ للبنوك والشركات المتعثرة، وإنشاء صناديق للاستقرار المالي، وتخفيض الضرائب، إضافة إلى زيادة الإنفاق الحكومي ودعم أسواق المال . محاولات وقف القاطرة الاقتصادية الأمريكية قبل أن تصل إلى الهاوية كثيرة، ولكنها كلها عمليات تسكين مؤقتة . وفي إطار التسكين، أعلنت عشرة مصارف دولية أمريكية وأوروبية كبيرة تأسيس صندوق يحتوي سبعة مليارات دولار تستطيع الاستعانة به إذا ما واجهت خطر الحاجة إلى سيولة . ويشير الاقتصاديون إلى أن هذا الإجراء يشابه محاولة إطفاء حريق غابة بكوب من الماء، فالمؤسسات المفلسة أو التي في طريقها إلى الإفلاس تواجه كل على حدة ديوناً بمئات ملايين الدولارات.

ومن الحلول أو السياسات النقدية التي تم طرحها لمعالجة هذه الأزمة خفض أسعار الفائدة وتقليص حجم إلى احتياطات الإلزامية التي تفرضها البنوك المركزية على البنوك التجارية بهدف تحفيز الاقتراض، وضخ مليارات من العملات لتوفير سيولة مالية في الأسواق وذلك

لدعم البنوك والمؤسسات المالية المتعثرة والمنهارة.<sup>1</sup>

أهم الخطط التي اعتمدها الدول لمواجهة الأزمة المالية:

اتخذت العديد من الدول والمجموعات الاقتصادية في العالم إجراءات وأعلنت خطأً لإنقاذ الأسواق المالية ومواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، وفي ما يلي تلخيص لمضامين أهم هذه الخطط والإجراءات:

خطة الإنقاذ الأمريكية:

بعد سلسلة متعاقبة من الانهيارات المصرفية وأسواق المال ، صاغ وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون خطة الإنقاذ من الأزمة التي أثرت على قطاع البنوك والأسواق المالية الأمريكية مهددةً بانهيار الاقتصاد الأمريكي، وتداعى الاقتصاد العالمي بهدف تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافع الضرائب، وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن . ولقد عارض الرئيس الأمريكي جورج بوش في بداية الأمر خطة الإنقاذ المالي، حيث اعتبرها لإنقاذ المقترضين والمقرضين الذين لا يشعرون بالمسؤولية. ولكنه بعد ذلك تراجع عن التهديد باستخدام الفيتو (حق النقض) ضد الخطة بعد قول وزير الخزانة الأمريكي هنري بولسون بأن دعم الشركتين (فاني ماي وفريدي ماك) هو أمر ضروري لتهدئة الأسواق المحلية والخارجية . واعتمد مجلس الشيوخ نص خطة الإنقاذ بأغلبية 72 جورج

<sup>1</sup> علي، فلاح المناصير، والآخرين ، " أزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها .. تداعياتها .. وسبل العلاج " جامعة الزرقاء الخاصة ، 2009، صفحة 26 ،

بوش الابن في خطاب له في أيلول 2007 إلى خطة إنقاذ تقوم على إنشاء صندوق صوتاً مقابل معارضة 13 صوتاً عقب موافقة مجلس النواب . حيث دعا الرئيس الأمريكي جورج بوش الابن في خطاب له في أيلول 2007 إلى خطة إنقاذ تقوم على إنشاء صندوق بقيمة {700} مليار دولار لشراء أصول هالكة .

يقوم مبدأ الخطة على شراء الديون الهالكة التي تقض مضاجع السوق المالية الأمريكية وتهدد بانهيائها، وتعود في معظمها إلى السياسة الخاطئة للرهانات العقارية التي اعتمدها المضاربون الماليون في البورصة، والمساهمة في رؤوس أموال شركات وبنوك تعاني من نقص في السيولة . كما تهدف الخطة إلى منع دخول الاقتصاد الأمريكي مرحلة الركود الكبير كما في عام 1929 . فركزت على خفض أسعار الفائدة الأساسية، إذ تم خفض أسعار الفائدة إلى حوالي 8 مرات منذ بداية الأزمة، كان آخرها خفض نسبة 0.25% وذلك لمواجهة الاضطرابات المتزايدة في أسواق المال العالمية ليبلغ سعر الفائدة 1.5% بجانب إجراء تخفيضات ضريبية تصل إلى {145} مليار دولار في موازنة عام 2008 إلى {515.4} مليار دولار عام 2009 .

#### خطط الإنقاذ الأوروبية :

في بريطانيا ، اشتملت حزمة الإنقاذ التي أقرتها الحكومة البريطانية على استثمار 25 مليار جنيه إسترليني مباشرة في حصص أسهم . وتدخلت لإنقاذ بنك " HBOS " طريق قيام بنك لويديز بشراؤه بمبلغ 12 مليار جنيه إسترليني . كما قام البنك البريطاني " Lloyds TSB " بالاستحواذ على " HBOS " وهو من أكبر البنوك العقارية المقرضة في بريطانيا . كذلك قامت الحكومة البريطانية بدعم مبادرة لإنعاش سوق العقارات من الركود بتكلفة تصل إلى نصف مليار جنيه إسترليني، وفي فبراير 2008 قامت الحكومة البريطانية بتأميم بنك " Rock Northern " .

في فرنسا ، اعتمد البرلمان الفرنسي خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ المصارف بمبلغ 360 مليار يورو . وتسمى الخطة إلى إنهاء أزمة الثقة الراهنة في الأسواق وضمان إعادة تمويل المصارف في شكل ضمانات قروض لتنشيط عملية الإقراض بين المصارف . أما في ألمانيا فقد قامت الحكومة الألمانية بتأسيس صندوق لإعادة الاستقرار إلى الأسواق ، وخصصت له أربع مائة مليار يورو لإعادة استقرار النظام المالي وضمان الأمن المالي للمواطنين . وفي روسيا : أقر مجلس البرلمان الروسي خطة لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 63 مليار يورو وقام البنك المركزي في روسيا بضح 37 مليار دولار في صورة قروض طويلة الأجل للبنوك . كما قرر تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك، في خطوة مؤقتة، إلى 0.5% % بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي، وإرساء

الاستقرار في السوق المالية الداخلية . كما أكد رئيس الوزراء فلاديمير بوتين عزم حكومته البدء في شراء سندات الشركات الروسية بقيمة تصل إلى خمسة مليارات يورو.<sup>1</sup>

### خطط الإنقاذ الآسيوية:

في الصين ، ألغت الحكومة الضرائب على شراء الأسهم، كما قامت بشراء أسهم من الأسواق لمؤسسات مالية تابعة للدولة . وقد أعلن البنك المركزي الصيني خطة قوامها 4 تريليونات يوان " 586 مليار دولار " لتحفيز الاقتصاد الصيني، وقد جمدت شركات صينية مدرجة خطأً لجمع أموال تتجاوز قيمتها مليار دولار مع بدء تأثر الاقتصاد الصيني السريع النمو بأزمة الائتمان وانخفاض أسعار الأسهم . وفي اليابان ، قام البنك المركزي الياباني بضخ 2.14 مليار دولار أمريكي إلى الأسواق لمنع حدوث اضطراب في معدلات السيولة النقدية بالأسواق.

### إجراءات دول مجلس التعاون الخليجي:

تسبب ذعر وخوف المتعاملين من تداعيات الأزمة في دول مجلس التعاون الخليجي إ إلى ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك والمصارف الخليجية مما سبب خللاً في حركة التدفقات النقدية والمالية، فاضطرت البنوك المركزية إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد . وإلى تعهد وضممان حكومات كل من السعودية والبحرين والأمارات لكامل ودائع الأفراد في البنوك المحلية . واتخذت البنوك المركزية العربية إجراءات وسياسات تحول دون انتقال تبعات الأزمة المالية للقطاع المصرفي العربي، حيث اتخذت العديد من الدول مجموعة من الإجراءات لمواجهة الأزمة المالية نلخصها في الآتي :

ففي الكويت : لأجل التخفيف من حدة التوترات في الأسواق المالية قامت الدولة بضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق، وعرض البنك المركزي أموالاً لليلة واحدة، ولأسبوع، ولشهر ب قصد توفير السيولة ل لبنوك خاصة بعد هبوط أسعار البورصة. وفي الإمارات : منح المصرف المركزي الإماراتي قروض قصيرة الأجل بقيمة 50 مليار درهم ، أي ما يعادل 61.13 مليار دولار، وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية مما يعكس حجم التأثير الكبير الذي نال من البنوك الإماراتية التي تستثمر أموالها في الولايات المتحدة وأوروبا . ومن جهة أخرى ولتدعيم حجم السيولة النقدية في البنوك قام بإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تبقى عن مدتها 14 يوم، وألغى بصفة مؤقتة الأيام الست للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية قصد إتاحة السيولة للبنوك في الأجل القصير خاصة بعد أن أعلن بنك دبي الوطني تقليل منح القروض الكبيرة وخطط السداد . وفي قطر: بغية تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية بالدوحة، قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10-20 % من رأسمال البنوك المدرجة في السوق لتعزيز ثقة الجمهور في الملائة المالية للبنوك، وتم

<sup>1</sup> علي، فلاح المناصير، والآخرين ، نفس مرجع السابق صفحة 26-27-28-29

تدعيم ذلك بشراء أسهم محلية لدعم أسعار البورصة خاصة بعد الانخفاضات المتتالية التي عرفتھا وعزوف جماعي للمستثمرين . إلى جانب ذلك قامت بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وهو إجراء اتخذته معظم دول مجلس التعاون الخليجي للتقليل من تكلفة تمويل البنوك.

وفي السعودية : قامت السلطات هناك بتقديم عشرة مليارات ريال للبنك السعودي للتسليف والادخار والذي يقدم قروضا للسعوديين بدون فوائد . كما أعلن البنك المركزي السعودي عن توفير أي سيولة نقدية تحتاجها البنوك، ومنحها خيار اقتراض ما قيمته 75% من الأوراق المالية الحكومية التي تبلغ قيمتها مائتي بنصف نقطة لتصبح 5% ، وكذلك خفض معدل الاحتياطي الإجباري الذي ينبغي على مليار، أي بما يعادل 1,53 مليار دولار، كما قرر البنك المركزي خفض معدلات الفائدة البنوك التجارية المحافظة عليه مقارنة بودائعها من 5-10%.

## الخلاصة :

يختلف الاقتصاديون في تفسير الأزمات المالية التي عرفها العالم في أواخر القرن الماضي مما أدى إلى تطور ثلاثة نماذج للأزمات المالية تختلف فيما بينها من حيث نوع الأزمة التي تحاول تفسيرها بالنظر إلى الأسباب المؤدية لها، وهذا دليل على أنه لا يمكننا إعطاء تفسير موحد لجميع الأزمات المالية التي يمكن أن يعرفها العالم، ولهذا قمنا بالإحاطة بأهم الأسباب التي يمكن أن تؤدي إلى ظهور الأزمة مثل انفجار فقاعات المضاربة، عدم تماثل المعلومات وتراجع مؤشرات الاقتصاد الكلي وقمنا أيضا بتوضيح بعض الحلول المستعملة في محاربة والحد من هذه الأزمة وأثارها وكيفية معالجتها في حالت وقوعها.

## الفصل الثالث

# دراسة تجريبية صندوق المعاشات الحكومي الترويجي

تمهيد :

بدأ اهتمام الجدي ، بموضوع صناديق الثروة السيادية على أعقاب الأزمة المالية العالمية التي ظهرت مند صيف 2007 وتداعياتها على النظام المالي والمصرفي العالمي ، حتى وان عرف الموضوع عدة محطات أهمها التطور الكبير في عدد وحجم الصناديق مند بداية 2000 .

إلا أن التعامل الحقيقي مع الصناديق السيادية جاء بعد الآثار الكارثية للأزمة المالية ، والتي تعد الأسوء بعد أزمة الكساد الاقتصادي سنة 1929 ، حيث رأى فيها الكثير سبباً للخروج من الأزمة ، فعتبر صندوق المعاشات الحكومي النرويجي من بين أهم الصناديق السيادية الموجودة في العالم ، كما يعتبر أسلوب تسييره مرجعاً حقيقياً لباقي الصناديق السيادية ، حيث يتجلى نجاحه في التطور المستمر لأصول المالية ، وكذا المنحنى الموجب لتطور عائدات استثماراته الخارجية ، كما يعتمد على الصندوق بشكل كبير في تمويل عجز الميزانية السنوي في النرويج.

وتتمحور النقاط الرئيسية لهذا الفصل في مبحثين نستعرضها كالآتي :

المبحث الأول : نظرة عامة عن صندوق الثروة السيادي النرويجي

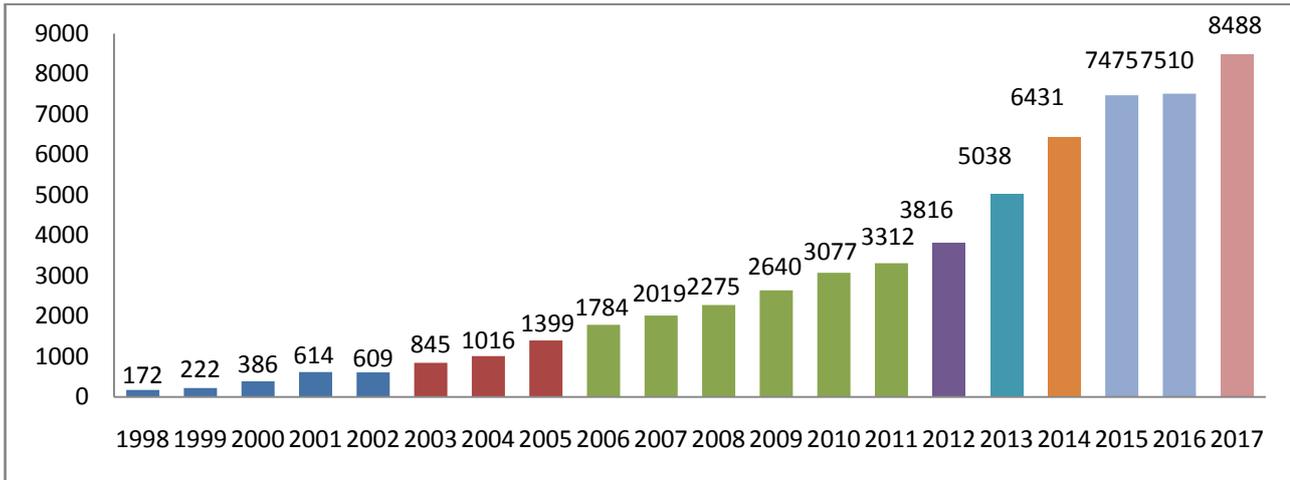
المبحث الثاني : الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي النرويجي

## المبحث الأول : نظرة عامة عن صندوق الثروة السيادي النرويجي

## المطلب الأول : نشأة الصندوق

تأسس صندوق معاشات التقاعد الحكومي في جوان 1990 بقرار صادر من البرلمان النرويجي، ليقوم بتسيير الفوائض النفطية المحولة إليه، غير أنه لم يبدأ نشاط عمله إلا في عام 1996 عندما تم تحويل مبلغ 2 مليار كرونة نرويجية للصندوق ليقوم باستثمارها على شكل سندات حكومية فقط لتقوم وزارة المالية بإعادة النظر في إستراتيجيتها الاستثمارية سنة 1997 وخصصت 40 % من موجودات الصندوق لاستثمارها في الأسهم، ونتيجة لذلك انشأ بنك إدارة الاستثمار النرويجي في جانفي 1998 اوكلت له مهمة دارة وتسيير الصندوق تحت إشراف ورقابة وزارة المالية، ليتم تغيير اسم الصندوق عام 2006 ن صندوق النفط إلى صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي<sup>1</sup>.

-شكل رقم (3-4): يمثل تطور حجم الأصول "صندوق معاشات الحكومي العالمي" النرويجي "GPF" (مليار كرونة نرويجية)



مصدر: من إعداد الطالب باعتماد علا على التقرير السنوي لبنك النرويج لإدارة الاستثمار (NBIM). أعداد مختلفة من 2000 - 2017.

نلاحظ من الشكل أعلاه هو الارتفاع المتواصل لقيمة رأس مال الصندوق، حيث انتقل من 386 مليار كرونة نرويجية 47.47 مليار دولار سنة 2000 إلى 5038 مليار كرونة نرويجية (5.619 مليار دولار) سنة 2013 ليحتل بذلك صندوق معاشات التقاعد الحكومي المرتبة الأولى عالميا في تصنيف الصناديق السيادية ليوصل ارتفاع حجم أصوله حتى بلغ 7952 مليار كرونة نرويجية (8488 مليار دولار) في نهاية عام 2017، ليفوق بهذا ضعف الناتج المحلي الإجمالي للنرويج المقدرب (56.370 مليار دولار) خلال نفس الفترة. ووصل متوسط نمو حجم

<sup>1</sup> علي، قروود، والآخرون " صناديق الاستثمار السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية والحد من آثار الأزمات النفطية " ، مجلد 05 ، عدد 02 ، جامعة بويرة ، 2019 ، صفحة 224

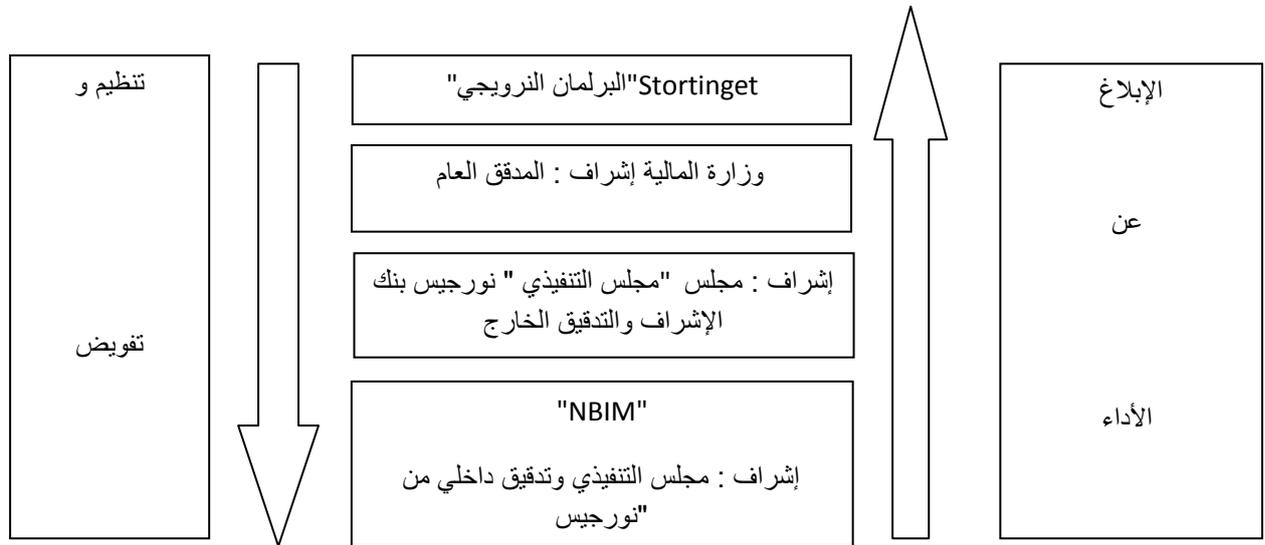
أصول الصندوق خلال الفترة من 2000 - 2017 إلى 35.20% وهذا ما يدل على كفاءة وفعالية الصندوق في التوظيف الأمثل للموارد وحسن تسييرها وإدارتها، مع العلم أنه قد بلغت التحويلات من طرف الحكومة النرويجية باتجاه الصندوق منذ تأسيسه 1996 إلى نهاية الربع الثالث من 2017 ما مجموعه 3351 مليار كرونة نرويجية 412 مليار دولار وحقق عائدا تراكمي قدره 3318 مليار كرونة نرويجية أي ما يعادل 6.469 مليار دولار

### المطلب الثاني : تنظيم عمل صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي

أظهر الصندوق النرويجي مستوى عاليا من التنظيم سواء من حيث السلطات المشرفة والمراقبة عليه أو من حيث التنظيم الداخلي والمتمثل في تسيير إدارته. بحيث تتولى وزارة المالية النرويجية المسؤولية العليا على الصندوق "GPF" وتقوم الوزارة سنويا بتحضير بيان مفصل عن عائدات النفط تقدمه الحكومة إلى البرلمان كجزء من الميزانية. هذا وقد عهدت وزارة المالية مهام الصندوق التشغيلية للبنك المركزي النرويجي "NORGES BANK"، فهذا الأخير يديره من خلال وحدة مستقلة داخله والمسماة بوحدة إدارة استثمارات .

ومن 1998 سمح للبنك المركزي النرويجي باستثمار نصف محفظته المالية في سوق رأس المال الدولي وقد أنشئ مجلس إشرافي في عام 2004 ليراقب أوجه الاستثمار بعد أن تبين أن الصندوق يستثمر جانبا من أصوله في شركات تصنيع السلاح والسلاح النووي وصناعة السجائر<sup>1</sup>.

### المخطط رقم (3-3) التالي يوضح: كيفية تتم رقابة الصندوق معاشات النرويجي



المصدر: . Government Pension Fund Global annual report 2010 ، P06

<sup>1</sup> احمد، نصير، والآخرون "صناديق الثروة السيادية كآلية حديثة لتمويل التنمية الاقتصادية المستدامة" صندوق النرويجي نموذج "المجلد رقم 1، جامعة الوادي حمة لخضر، 2018، صفحة 29.

ان الشكل يوضح لتسلسل في مؤسسات المشرفة على صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي بدءاً بالبرلمان النرويجي ووزارة المالية ومن بعدها إلى بنك نورجيس وصولاً إلى مجلس التنفيذي من خلال وحدة إدارة الاستثمارات. فتفويض السلطة وتنظيم عمل الصندوق يأتي من البرلمان ثم الوزارة ومن بعدها "نورجيس بنك" إلى غاية وحدة إدارة الاستثمارات أما الكشف عن أداء الصندوق وكل ما يحيط به من مخاطر وظروف فيها تأتي من وحدة إدارة الاستثمارات إلى غاية البرلمان تأخذ الاتجاه التصاعدي .

### المطلب الثالث : خصائص وأهداف الصندوق

#### 1- خصائص الصندوق

هذه الصناديق مملوكة من طرف الدولة الممثلة في حكومة النرويجية .  
يقوم باستثمارات طويلة الأجل من خلال المحضة المرجعية للأسهم والسندات والعقارات .  
يهدف الصندوق الى تحقيق الأهداف الاقتصادية كلية كالادخار وتمويل المعاشات وتمويل عجز الميزانية .  
يمول الصندوق من فوائض الميزانية الناجمة عن فوائض صادرات النفط في الأسواق العالمية .

#### 2- ومن أهداف الصندوق نذكر مايلي :

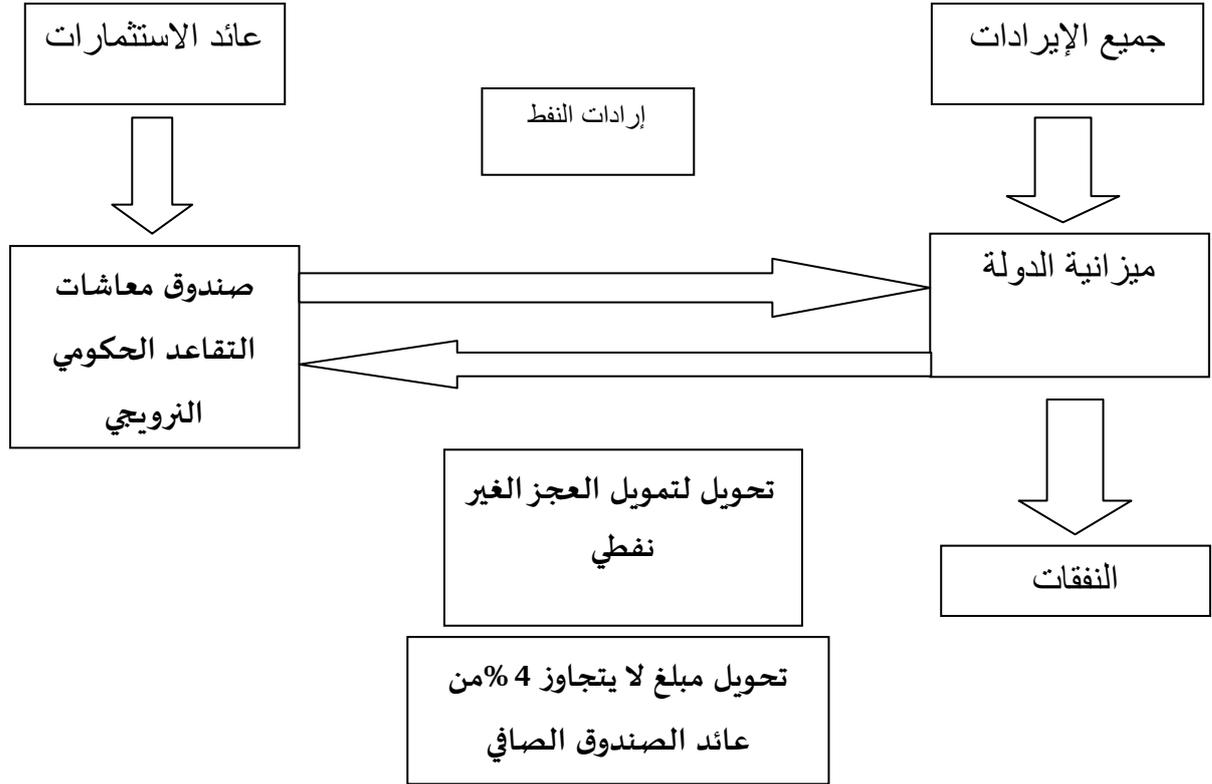
- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخل الثروة النفطية.
- تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات بين الأجيال .
- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ العائد -المخاطر.
- الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المداخل النفطية.
- تنوع مصادر الدخل وتطوير العائد على الاستثمارات المختلفة .<sup>1</sup>

### المطلب الرابع : العلاقة ما بين الصندوق والميزانية العامة

<sup>1</sup> حساني، بن عودة والأخرون ، " كفاءة صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي في تمويل عجز الميزانية السنوي " جامعة وهران علوم اقتصادية ، صفحة 359

تنص المبادئ التوجيهية للسياسة المالية لعام 2001 أن استخدام الإيرادات النفطية مقاسا بالعجز الهيكلي في الموازنة العامة غير نفطية يجب أن يتطابق مع نسبة من العائد الحقيقي لصندوق معاشات التقاعد الحكومي قدرها 4% سنويا وتقوم هذه السياسة على أن استخدام العائد الحقيقي على الصندوق GPFG يضمن عدم تآكل رأسمال الصندوق والشكل التالي يوضح العلاقة ما بين الصندوق والموازنة العامة:

المخطط رقم (3-4) يوضح : علاقة الصندوق مع الميزانية العامة



المصدر: اعاد من طرف الباحث باعتماد على " أحمد نصير والآخرين ، صناديق الثروة السيادية كآلية حديثة لتمويل التنمية الاقتصادية المستدامة "صندوق النرويجي نموذج" صفحة 31

يتضح من الشكل أعلاه أن الصندوق لديه علاقة ارتباط قوية مع الموازنة العامة للدولة من خلال امتصاص فائض الإيرادات النفطية في نهاية كل سنة، كما له تحويلات مالية مخصصة لتمويل العجز الغير نفطي والتي حددتها القاعدة المالية التي وضعها البرلمان سنة 2001 والتي تنص على أن حصة النفط التي يمكن استخدامها في تغذية الاقتصاد النرويجي ترتبط بالعائد الحقيقي المتوقع من استثمار إيرادات النفط في صندوق المعاشات التقاعدية الحكومي، والمقدرة مسبقا 4% من العائد الصافي للصندوق.

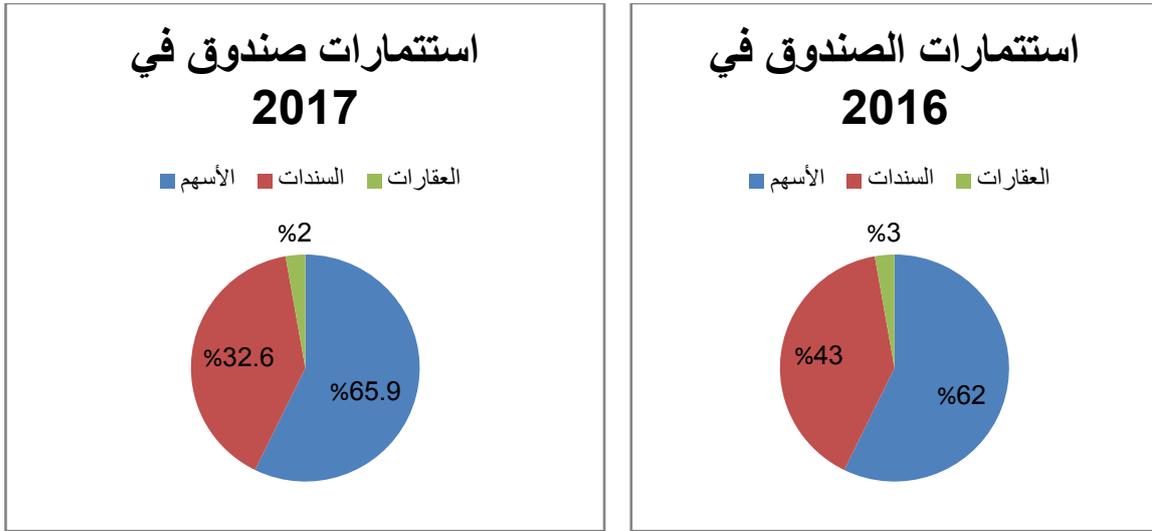
## المبحث الثاني: الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي النرويجي

تحدد وزارة المالية الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق بصفتها مالك له، وتقوم إدارة الاستثمارات في بنك النرويج المركزي بتنفيذها بصفتها مدير تنفيذي، كما يخضع في سياسته الاستثمارية لرقابة البرلمان التي تعرض عليه الميزانية العامة بالإضافة إلى التقرير السنوي على إستراتيجية وللوقوف على الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق نسلط الضوء على توزيعات استثماراته حسب فئات 10 الصندوق وأدائه الأصول المختلفة وعلى حسب التوزيع الجغرافي من خلال ما يلي :

## المطلب الأول: توزيع الاستثمارات حسب فئة الأصول

يقوم صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي بالاستثمار في ثلاثة أصول، و التي يمكن توضيحها في الشكل التالي :

شكل رقم (3-5): توزيعات الاستثمارات سنوي 2016-2017



المصدر: من إعداد الباحث باعتماد على تقارير بنك NBIM، 2016، 2017.

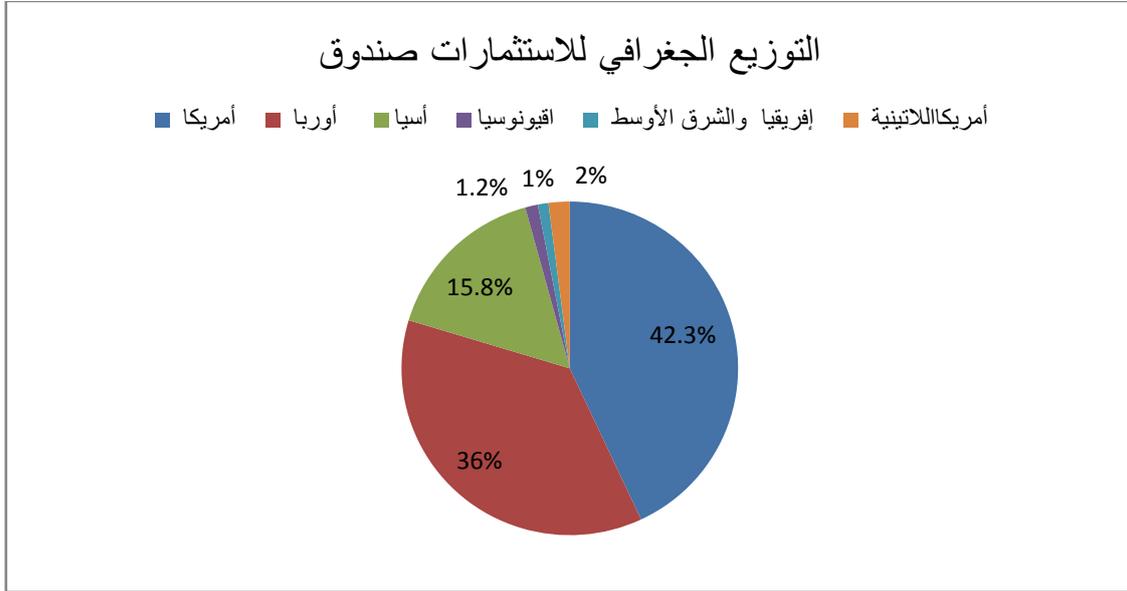
من خلال الشكل أعلاه يتضح أن محفظة الاستثمارية للصندوق تتكون من ثلاثة أصول رئيسية، تشكل الأسهم الحصة الأكبر من حجم الاستثمار الإجمالي، فبعد أن خصصت وزارة المالية 40% من موجودات الصندوق للاستثمار في الأسهم سنة 1998 أخذت هذه النسبة منحي تصاعدي حتى وصلت إلى 5.62% و9.65% سنة 2016 و2017 على التوالي كما يوضح الشكل لرقم 06، لتنتقل بذلك قيمتها من 4691 مليار كرونة في 2016 إلى 5242 مليار كرونة (68.64 مليار دولار) في نهاية الربع الثالث من 2017 موزعة على 8985 شركة في

نهاية 2016 مقارنة بـ 9050 شركة سنة 2015، وقد كان لديه حصص تزيد عن 2% في 1158 شركة وأكثر من 5% في 28 شركة، وتأتي استثمارات الدخل الثابت (السندات) في المرتبة الثانية فبعد أن كانت نسبتها 60% قبل سنة 2007، قامت إدارة الصندوق بعدة تخفيضات في نسبة هذه الأخيرة حتى وصلت إلى 43% سنة 2016 و6.32% في نهاية الربع الثالث من سنة 2017، وتتألف استثمارات الصندوق في الأصول ذات الدخل الثابت من 4871 ورقة مالية (سند) من 1250 مصدر نهاية 2016 موزعة على 34 عملة، من هنا يمكن القول أن ارتفاع الوزن النسبي للأسهم على حساب أصول الدخل الثابت (السندات) داخل المحفظة الاستثمارية للصندوق يدل على توجهات الصندوق نحو الإستراتيجية الاستثمارية طويلة الأجل (باعتباره أداة ادخارية للأجيال القادمة) وينتج سياسة هجومية التي يسعى من خلالها إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع مستوى مناسب من المخاطر بالإضافة لعدم احتياجاته للسيولة على المستوى القصير. وقد حل الاستثمار في قطاع العقارات في المرتبة الأخيرة، والذي بدأ الاستثمار فيه صيف 2008 بعد موافقة البرلمان النرويجي باقتراح من طرف (NIBM) وتم تحديد نسبة 5% من إجمالي المبلغ المستثمر للاستفادة من تراجع أسعار العقارات خلال الأزمة المالية، وتتركز أسواق أهم ممتلكات الصندوق من العقارات في أوروبا وأمريكا الشمالية، وتقدر القيمة الإجمالية المستثمرة في قطاع العقارات لسنة 2016 و2017 بقيمة 242 و199 مليار كرونة نرويجية على التوالي.

#### المطلب الثاني: توزيع الاستثمارات حسب المناطق الجغرافية

إضافة إلى تنوع الصندوق تشكيلة محفظته الاستثمارية يقوم بتوزيعها كذلك جغرافيا من خلال تنوع استثماراته في العديد من الدول والشركات الرائدة ويمكن توضيح التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق في الشكل التالي:

شكل رقم (3-6) : التوزيع الجغرافي للصندوق للعام 2016



المصدر: من اعداد الباحث ، باعتماد على ، التقرير السنوي 2016 لبنك (NBIM) صفحة 36

- أمريكا الشمالية: تمثل أسواق أمريكا الشمالية الوجهة الرئيسية لاستثمارات الصندوق، حيث استحوذت على نسبة 42.3% من إجمالي المبلغ المستثمر في نهاية 2016، بمبلغ وصل إلى 73.3176 مليار كرونة نرويجية (6.390 مليار دولار أمريكي) موزعة على 2268 شركة من أهمها الشركات الأمريكية، حيث استثمر مبلغ 965.44 مليون كرونة نرويجية في شركة (Apple) و34665 مليون كرونة نرويجية في شركة (Microsoft) و26319 مليون كرونة نرويجية في شركة (EXXO MOBIL)، بالإضافة 2071 سند من 582 مصدر موزعة على عدة أنواع من السندات من أهمها السندات الحكومية مثل سندات الولايات المتحدة الأمريكية المقدرة بـ 579 مليون كرونة نرويجية و مبلغ 2030 مليون كرونة نرويجية في سندات بنك أمريكا، وأكثر من 400 محفظة عقارية منها 57% في أمريكا موزعة على عدة مدن مثل 2.25 في نيويورك سيتي و 5.8% في العاصمة واشنطن.

- أوروبا: تستحوذ الأسواق الأوروبية على نسبة 36% وهي تمثل الثلث من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 6.2703 مليار كرونة نرويجية (5.332 مليار دولار أمريكي) موزعة على 1881 شركة من أهمها 985.50 مليون كرونة نرويجية مستثمرة في شركة (Nestlé Sa) لسويسرية و153.46 مليون كرونة مستثمرة في شركة Shell (Royal Dutch) في المملكة المتحدة، بالإضافة إلى 1584 سند من 489 مصدر منها سندات حكومية مثل سندات الحكومة الألمانية المقدرة بـ 231.137 مليون كرونة و983.88 مليون كرونة في سندات المملكة المتحدة

و121.49 مليون كرونة في سندات الحكومة الفرنسية وأخيرا 358 محفظة عقارية منها نسبة 5.12 مستثمرة في المملكة المتحدة و3.7 في فرنسا و5.4 في اسبانيا.

أسيا وأوندونيسيا: تستحوذ منطقة أسيا على نسبة 15.8% من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 5.1186 مليار كرونة (87.145 مليار دولار) موزعة على 3898 شركة من أهمها 755.17 مليون كرونة مستثمرة في شركة ( Samsung Electronics ) لكورية الجنوبية و1.6 مليون كرونة في شركة ( tocalo ) اليابانية ، بالإضافة إلى 617 سند ن 68 مصدر منها سندات حكومية مثل سندات الحكومة اليابانية المقدرة بـ 54,161 مليون كرونة و99.51 مليون كرونة في سندات كوريا الجنوبية. كما تستحوذ أوقيانوسيا على نسبة 1.2% من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 71.57 مليار كرونة ( 3.19 مليار دولار) موزعة على 328 شركة و159 سند من 36 مصدر من أهمها سندات الحكومة الاسترالية المقدرة بـ 34.27 مليون كرونة.

#### إفريقيا والشرق الأوسط :

تستحوذ أسواق هذه المنطقة على أقل نسبة من استثمارات الصندوق حيث لا تتعدى مجتمعة نسبة 1% مقسمة إلى 0.6% لإفريقيا المقدرة بـ 06.45 مليار كرونة نرويجية ( 5.5 مليار دولار) موزعة على 196 شركة و16 سند من مصدرين اثنين، ونسبة 0.4% للشرق الأوسط المقدرة بـ 64.30 مليار كرونة (6.3 مليار دولار) موزعة على 152 شركة و33 سند من 12 مصدر.

#### أمريكا اللاتينية والمنظمات الدولية :

تستحوذ أمريكا اللاتينية على نسبة 2% من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 2.150 مليار كرونة نرويجية (42.18 مليار دولار) موزعة على 262 شركة و173 سند من 36 مصدر من أهمها السندات الحكومية المكسيكية المقدرة بـ 214.54 مليون كرونة و162.28 مليون كرونة في سندات الحكومة البرازيلية. كما تستحوذ المنظمات الدولية على نسبة 0.8% من إجمالي المبلغ المستثمر المقدرة بقيمة 08.60 مليار كرونة (38.7 مليار دولار) موزعة على 28 سند من 25 مصدر ومن أهمها سندات بنك الاستثمار الأوروبي المقدرب 189.18 مليون كرونة.

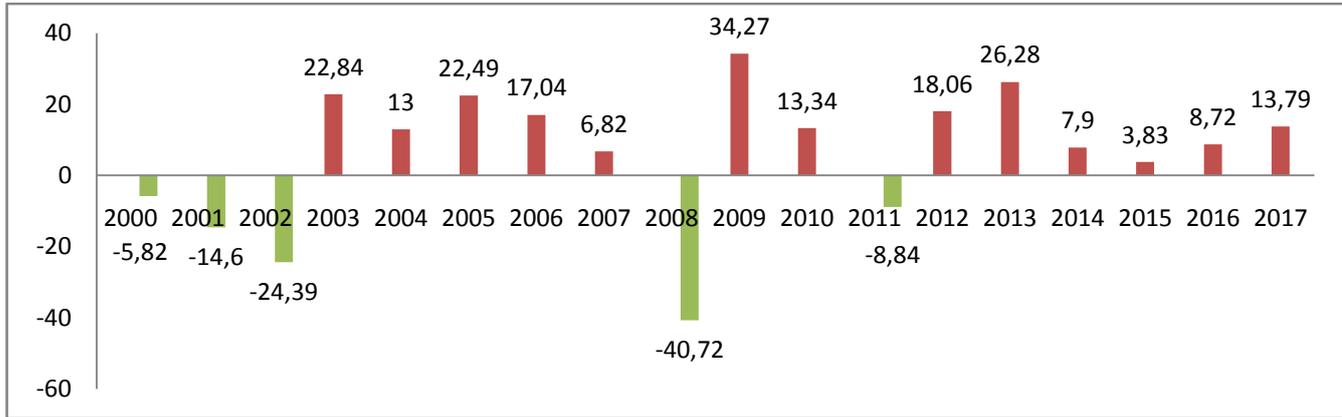
#### المطلب الثالث : تقييم عوائد "صندوق المعاشات الحكومي النرويجي العالمي"

ان هذا الصندوق قد يحقق أرباح وخسائر ومن أجل الوقوف على نجاح هادا الصندوق يجب التطرق إلى تطور عوائده الاستثمارية، وجاءت الدراسة لمفتره من 1999 وفي السنة الموالية لبدء الصندوق الاستثمار في الأسهم إلى غاية 2013 وبما أن أغلب استثمارات الصندوق مقسمة إلى أسهم ودخل ثابت (سندات) كما ذكرنا

سابقا 60 % و 35 % على التوالي، ولهدا نوضح معدلات العائد على الاستثمار الجمالي ومن ثم على الأسهم والدخل الثابت.

1- تطور عوائد الأسهم : يمكن الوقوف على تطورات عوائد الأسهم خلال سنوات الدراسة في الشكل التالي:

شكل رقم (3-7) : تطور عوائد الأسهم

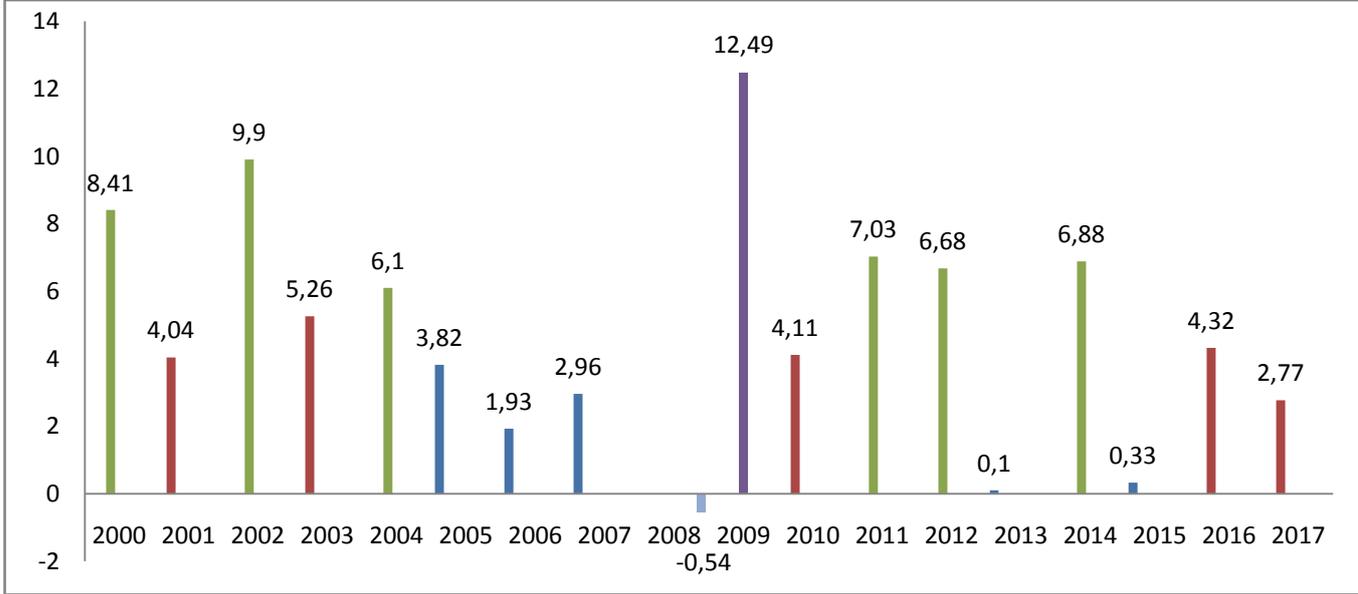


المصدر: إعداد الباحث بناء على تقرير السنوي "NBIM" لإدارة الاستثمارات لعام 2000-2017.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن عوائد الأسهم عرفت تطورات كبيرة خلال فترة الدراسة، فبعد أن حقق الصندوق أعلى معدل لعائد الأسهم سنة 1999 والمقدر بـ 8.34% أي بعد سنة من إصدار قرار الاستثمار في الأسهم ليحقق بعد ذلك خسائر لثلاث سنوات متتالية، لتحافظ على ارتفاعها مرة أخرى بداية من سنة 2003 حتى سنة 2008 أين حقق الصندوق أكبر خسارة في تاريخه والمقدرة بقيمة (71.40) (-نتيجة لحدوث الأزمة المالية لترتفع بعد ذلك العوائد بشكل مضطرب سنة 2009 محققة 27.34 %، وما إن لبثت حتى عاودت الانخفاض إلى (84.8) -سنة 2011 نتيجة لازمة الديون السيادية الأوروبية، واستقرت بعد ذلك عوائد الأسهم بعد تحسن ظروف الأسواق المالية سنة 2013 حتى وصلت إلى 79.13% في نهاية الربع الثالث من 2017.

2- تطور عوائد السندات : يمكن الوقوف على تطورات عوائد السندات خلال سنوات الدراسة في الشكل التالي:

شكل رقم (8-3) : تطور عوائد السندات

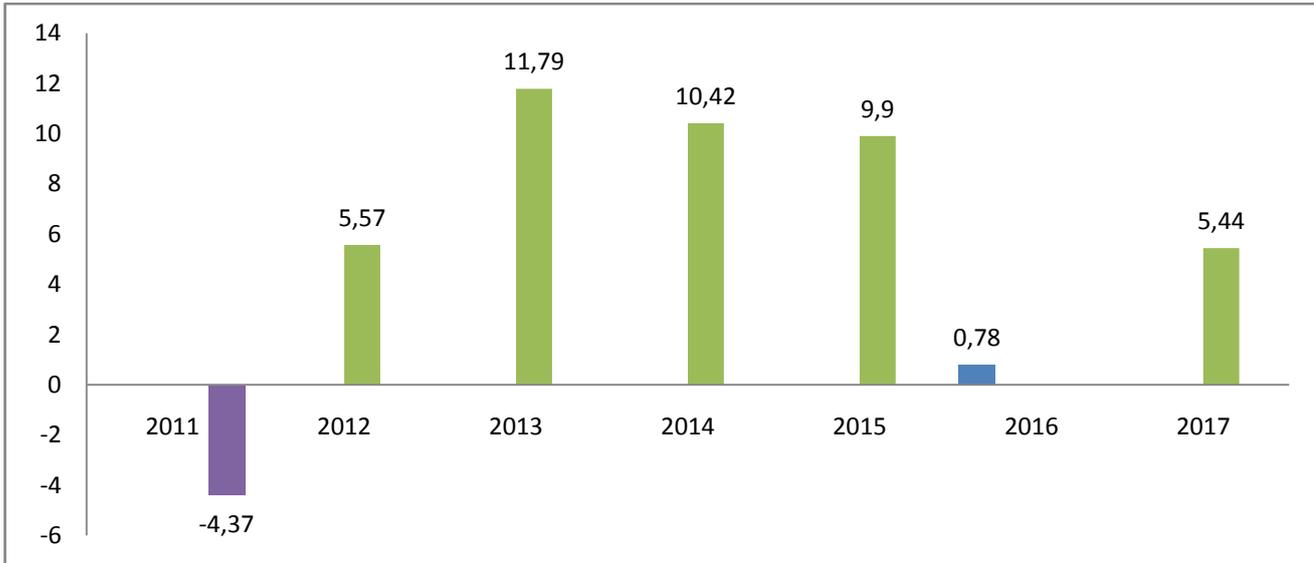


المصدر: إعداد الباحث بناء على تقرير السنوي "NBIM" لإدارة الاستثمارات لعام 2000-2017.

يتضح من الشكل أعلاه أن الأصول ذات الدخل الثابت خلال فترة الدراسة عرفت استقراراً نسبي في عوائدها وهذا ما توضحه معدلات العائد المتقاربة، خلافاً لسنة 2008 التي حقق الصندوق خسارة معتبرة بلغت (54.0%) -نتيجة للأزمة المالية، وما يعكس ثبات عوائد هذه السندات هو أن استثمارات الصندوق في الأصول ذات الدخل الثابت تخصص 70% منها في السندات الحكومية التي تعرف بثبات عوائدها وضمانها نظراً لجهة إصدارها، ويوزع الصندوق استثماراته في السندات الحكومية وفقاً لأدائها الاقتصادي مقاساً بإجمالي الناتج المحلي (معدل النمو) إضافة لقوة عملتها، وغالباً ما يركز الصندوق في هذا النوع من الاستثمارات في اقتصاديات الدول متقدمة النمو مع نسبة عالية في السندات المقومة باليورو (الجنيه، الدولار...) إضافة 11% من السندات الحكومية المقومة بعملات من الأسواق الناشئة التي لديها تصنيف ائتماني قوي

3- تطور عوائد العقارات : يمكن الوقوف على تطورات عوائد السندات خلال سنوات الدراسة في الشكل التالي:

شكل رقم (9-3) : تطور عوائد العقارات

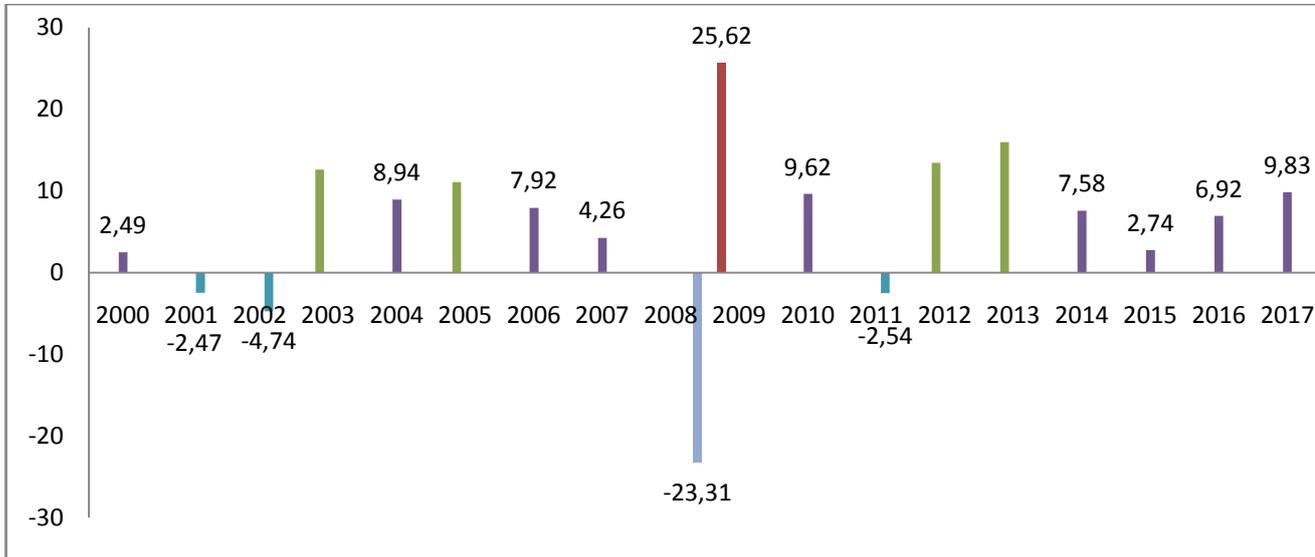


المصدر: إعداد الباحث بناء على تقرير السنوي "NBIM" لإدارة الاستثمارات لعام 2011-2017.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن عوائد العقارات حققت خسارة سنة 2011 بقيمة (37.4%) -لترتفع بعد ذلك بشكل مستمر حتى وصلت إلى 99.9% سنة 2015 وانخفضت بشكل كبير سنة 2016 نتيجة لتبعات انهيار أسعار النفط منتصف 2014 على الأسواق العقارية، ويركز الصندوق استثماراته العقارية على الأصول عالية الجودة في عدد محدود من المدن العالمية الكبرى مثل (نيويورك، واشنطن، لندن، باريس، برلين، طوكيو، سنغافورة) التي يمكن أن تحقق عائد جيد مع مرور الوقت، ويعتمد عائد محفظة الاستثمارات العقارية على إيرادات الإيجار إضافة تغيرات القيمة الاسمية للأصل.

4- تطور العائد الإجمالي للصندوق : يمكن الوقوف على تطورات العائد الإجمالي خلال سنوات الدراسة في الشكل التالي:

الشكل: رقم (3-10) : تطور العائد الإجمالي



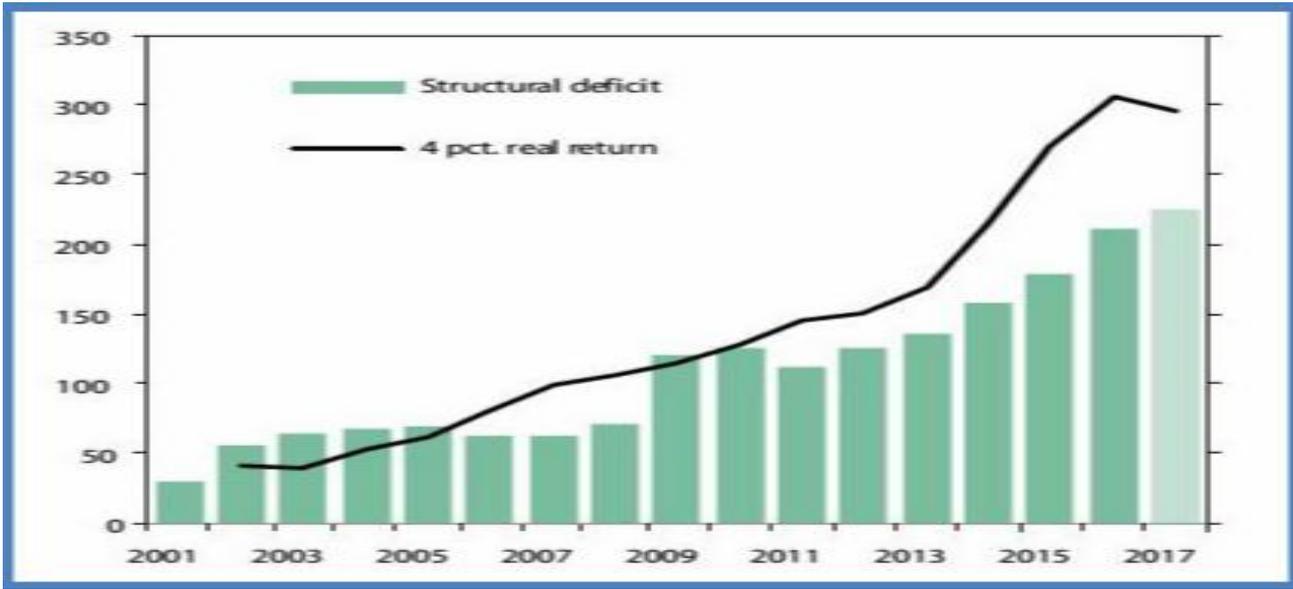
المصدر: إعداد الباحث بناء على تقرير السنوي "NBIM" لإدارة الاستثمارات لعام 2000-2017.

يتبين أن عائد الاستثمار الإجمالي للصندوق قد حقق معدلات مرتفعة نسبياً خلال فترة الدراسة، ما عدا لسنة 2008 أين سجل معدل سالب (31.23%) كأسوأ نتيجة مر بها الصندوق وذلك نتيجة حدوث الأزمة المالية التي أدت إلى ركود الاقتصاد العالمي، بالإضافة إلى تسجيله معدل سالب (54.2%) سنة 2011 نتيجة أزمة الديون السيادية الأوروبية التي تمثل أول وجهة لاستثمارات الصندوق، كما سجل الصندوق أعلى عائد له سنة 2009 بمعدل 62.25%، وقد ساهم تحسن بيانات الاقتصاد العالمي وأداء الشركات المدرجة في السوق المالية العالمية والتي عرفت بدورها تقلبات ضعيفة في مستوياتها على الرغم من عدم الاستقرار السياسي المحسوس في تحسن عوائد الصندوق خلال السنوات الأخيرة بحيث وصلت إلى 95.15% سنة 2013، إلا أن انهيار أسعار النفط في منتصف 2014 وما تبعه من آثار ساهم في انخفاض عائد الصندوق سنة 2015 أين سجل معدل 74.2% غير أن الارتفاع المحسوس في أسعار السلع الأساسية (قطاع النفط والغاز) خلال الربع الثالث من سنة 2017 أسهم في ارتفاع معدل عائد الصندوق مرة أخرى إلى 83.9% خلال نفس الفترة. وقد حقق الصندوق عائداً سنوياً ما بين يناير 1998 ونهاية الربع الثالث من عام 2017 ما نسبته 6% وبعد طرح تكاليف الإدارة والتضخم بلغ معدل العائد السنوي (العائد الحقيقي) 4.4% وفقاً لبيانات إدارة محفظة الصندوق الاستثمارية في تقاريرها الحديثة

## المطلب الرابع : كفاءة الصندوق في تمويل عجز الميزانية

يعتبر صندوق المعاشات الحكومي العام في الصندوق أده هامة تهدف الى تمويل عجز الميزانية في النرويج ، خاصة في السنوات الأخيرة التي عرفت تراجعا حادا في مدا خيل قطاع النفط حيث أشارت التقارير أن سنة 2016 عرفت لأول تجاوز مسحوبات الصندوق البالغة 212.5 مليار كرونة عائداته وصلت الى 35.30 مليار كرونة

## الشكل الرقم (3-11): تمويل الصندوق لعجز الميزانية من 2001-2017



المصدر: Norwegian ministry of finance; budget 2017; page n°05 2020/08/14

من خلال الشكل، نلاحظ انو قدرة الصندوق العالمية في تمويل العجز الهيكلي غير النفطي ، فقد ل خمس سنوات وهي من 2002 إلى 2009 ، حيث عرفت هذه السنوات تجاوز معدل العجز لقيمة 04 ع على ارتفاع موجودات الصندوق ، والتي انتقلت من 3312 مليار كرونة سنة 2011 إلى 7952 مليار كرونة سنة 2017 ، إذا افترضنا بقاء نسبة النمو على حالها من تاريخ 01 جانفي 1998 إلى غاية سنة 2016 المقدر ب 5.70 % ، فان الأصول ستنتقل من 7510 مليار إلى 16318 مليار أفاق 2030 .

وعليه فان الصندوق سيحافظ على الثروة في البلاد ، كما نلاحظ كذلك من الشكل ، أنه حتى وان كان مستوى التحويل من الصندوق يتجاوز بكثير مستوى العجز الهيكلي المسجل في الميزانية إلا أن الحكومة لم تقم بأي إجراء من شأنه مضاعفة التكاليف المغطاة من الصندوق المعاشات الحكومي العامل في النرويج وهو دليل على أدوات الضبط المالي التي تتميز به النرويج ويظهر هذا علا قدرة أهميته وأدائه في الأزمات المالية.

الخلاصة:

لقد استطاعت النرويج تحقيق نجاحا اقتصاديا بحيث تمكنت من عزل الاقتصاد المحلي عن الآثار السلبية لاستغلال الموارد الطبيعية النفطية من خلال تأسيس هذا الصندوق بحيث تمكن الصندوق من تحقيق هدفين ، الأول قصير المدى يتضمن ضمان استقرار الموازنة العمومية في الدولة ، والهدف الثاني طويل المدى يتعلق بتكويم وتجميع ثروة حقيقية لصالح الأجيال المستقبلية ، وهذا اعتمادا على مجموعة استراتيجيات .

الخاتمة:

تعد صناديق الثروة السيادية أداة تستخدمها الدول من أجل إدارة فوائض الأموال التي تحققها في عدة مجالات كالاستثمار أو الادخار بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني والمجتمع ككل، من خلال ضمان دخل مستقر وحماية حقوق الأجيال القادمة، بسبب توقع نزوب مصادر الطاقة التي كانت تحقق صادرات مرتفعة في لمعظم الدول. ولا تعتبر هذه الصناديق حكرا لدولة دون الأخرى وإنما نجدها في العديد من الدول باختلاف اقتصاديات وتطورتها وقوتها ، وما يختلف هو طريقة إدارة هذه الصناديق وما تحققه من نتائج.

بحيث نرى أنا هذه الصناديق قد لعبت دورا كبيرا في العديد من الأزمات التي نذكر أهمها أزمة الرهن العقاري التي كانت في الولايات المتحدة وانتقلت إلى العالم وأصبحت أزمة عالمية وهذا ما يؤكد فرضيتنا بأنه قد تنتشر الأزمات عبر مجموعة من القنوات بحيث ساهمت هذه الصناديق في معالجة هذه الأزمة وذلك بضخ أموال صناديق السيادية خاصتها العربية والتي قد أدت إلى التخلص من الأزمة وهذا ما يجعلنا ان نقول عن فرضيتنا التي نصت على " أن الصناديق السيادية تؤثر ايجابيا في الحد من الأزمة المالية " على أنها فرضية صحيحة.

يمكن اعتبار تجربة صندوق الثروة السيادية في النرويج من أنجح التجارب في هذا المجال وذلك بشهادة المنظمات الاقتصادية العالمية ومختلف مراكز البحث المهمة بهذا الموضوع ، وهذا كان باعتمادها على الهيكل التنظيمي وفقا لنماذج العالمية مما جعلها تمتلك أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم ووصولها إلى تحقيق الأهداف المسطرة لها وهذا ما يفرض صحة فرضيتنا ويظهر أيضا أن هذا الصندوق قادر على أن يتولى تحقيق التنمية واستقرار الاقتصاد على المستوى المحلي وانه يساعد على المستوى العالمي .

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية :

1- الكتب :

- غسان، قاسم داود اللامي والآخرين . إدارة الأزمات الأسس والتطبيقات ، الطبعة 1 ، جامعة بغداد ، العراق ، المنهجية للنشر والتوزيع ، 2019/01/01

2- الأطروحات :

-- بلال، سلماني. دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل الأزمات الاقتصادية العالمية. مذكرة مقدمة نيل شهادة ماستر أكاديمي في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الوادي ، جامعة 2017/2018

- دليلة ، بن عمارة. صناديق الثروة السيادية والأسواق المالية الدولية (حالة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الواقع والأفاق). أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية ، مستغانم ، جامعة 2017/2018

- مريم ، زرقاطة ، أثر الحوكمة على أداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، سطيف ، جامعة ، 2018/2017

- نسيمة ، حاج موسى ، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية . شهادة الماجستير ، جامعة بومرداس.

-- نادية ، العقون " العولمة الاقتصادية والأزمات المالية :الوقاية والعلاج " أطروحة مقدمة لي نيل شهادة دكتوراة ، جامعة الحاج لخضر، باتنة ، 2013-2012 .

3- المقالات

-- سهام ، جلولي ، والآخرين " إدارة صناديق الثروة السيادية في الدول العربية: واقع وأفاق "العدد رقم 04 ، الشلف ، سبتمبر 201

- د.محمد ،دهان ، " أهمية صناديق الثروة السيادية في الاقتصاديات الحديثة " المجلد6، العدد1،  
قسنطينة ، جوان 2019
- د.كريمو ، دراخي ،والآخرون " نضرة على صناديق السيادية النفطية العربية " ، المجلد 6 ، العدد 3 ،  
جامعة الجزائر3 ، سنة 2017
- نبيل ، بوفليح ، "أثر الصناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمات المالية" العددان ، 43-49 ، جامعة  
شلف
- دليلة، بن عمار ، " حوكمة صناديق الثروة السيادية واجهة لحوكمة الحكومات" المجلد 11 ، العدد 2 ،  
جامعة مستغانم ، 2018
- وسيلة، سبتي والآخرون . " دور صناديق الثروة السيادية في دعم السياسة المالية وتحقيق الاستقرار  
الاقتصادي " العدد 12 ، جامعة بسكرة ، 2017
- أشواق، بن قدور " تطور النضربات المفسرة للدورات الاقتصادية " العدد 44-32. تمناست، 2018
- عطية، عز الدين ، والآخرون " دور الالتزام بمبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية في ظل عولمة الأزمات  
المالية " عدد 05 ، جامعة تبسة ، جوان 2018.
- - أحمد ، صقر عاشور والآخرون . "إدارة الأزمات " . العدد 02 ، مصر، 2017
- علي، فلاح المناصير، والآخرون ، " أزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها .. تداعياتها.. وسبل العلاج"  
جامعة الزرقاء الخاصة ، 2009
- <sup>1</sup> - علي ،قرود ، والآخرون " صناديق الاستثمار السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية والحد من  
آثار الأزمات النفطية " ، مجلد 05 ، عدد 02 ، جامعة بوبرة ، 2019 ،
- <sup>1</sup> - حساني ، بن عودة والآخرون ، " كفاءة صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي في تمويل عجز  
الميزانية السنوي " جامعة وهران علوم اقتصادية ،
- <sup>1</sup> - احمد ، نصير ، والآخرون " صناديق الثروة السيادية كآلية حديثة لتمويل التنمية الاقتصادية  
المستدامة " صندوق النرويجي نموذج " المجلد رقم 1 ، جامعة الوادي حمة لخضر ، 201

## التلخيص:

إن هذه الدراسة تظهر دور وأهمية صناديق الثروة السيادية للبلدان المالكة لها كما تظهر أيضا كيفية استعمال هذه الصناديق من اجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمردودية و معالجة كل المشاكل المتعلقة بالأزمات المالية على المستوى الداخلي والخارجي ، كما تبرز تقييم وتجربة دراسة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي وأهميته.

إن النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة بأنه الأزمات المالية ممكن أن تكون مشكلة على مستوى العالمي وذلك بسبب انتقالها وهذا ما يعطي صحة للفرضية السابقة التي تنص على أن الأزمات تنتقل عبر قنوات"، كما انه توصلنا إلى أن الصندوق النرويجي قد حققا كل الأهداف المطلوبة منه وأنه يعتر صندوق ذو أهمية كبيرة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي داخليا وخارجيا .

الكلمات المفتاحية : صناديق الثروة السيادية ، صندوق المعاشات الحكومي ، أزمة مالية دولية ، التمويل ، دورة اقتصادية .

## Summary :

This study shows the role and importance of sovereign wealth funds for the countries that own them, as well as how to use these funds in order to achieve economic development and cost-effectiveness and address all problems related to financial crisis at the internal and external level. It also highlights the evaluation and experience of studying the Norwegian Government Pension Fund and its importance.

The results reached through this study that financial crises may be a problem at the global level due to their transmission, and this gives validity to the previous hypothesis that states that crises are transmitted through channels. And that the du fund considers great importance in achieving economic stability internally and externally.

**Key words :** Sovereign wealth funds ، government pension fund ، international financial crisis ، financing, economic cycle .

