

صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي

أ/ جعفر هني محمد *

المركز الجامعي بغيليزان - الجزائر

Abstract :

The global financial crisis 2008 has resulted in significant losses in sovereign wealth funds, and paid to go about reconsider the composition of the assets of this funds and theirs nature. in the pre-crisis period most of the assets in the financial sector were concentrated, in the form of deposits and shares and bonds and contributions to the governor a high-risk investment funds "Hedge Fund", which has suffered more than others because of the financial crisis, but that some of these funds was involved in the crisis to its dependence on speculative in a high-risk financial derivatives.

This study attempts to shed light on the investment strategies of SWFs before, during and after the global financial crisis in 2008, to try our analysis of these strategies in order to rationalize the sovereign fund resources and spare the origins of the loss of their value during the crisis, it was crowned Find formulate a rational avoid sovereign funds investment plan falling into financial losses in the future, by investing in financial assets compliant with Islamic Sharia any Islamic financial industry, investment in high-risk financial derivatives instead.

تمهيد:

لقد أسفرت أزمة الرهن العقاري عن خسائر كبيرة منيت بها الصناديق السيادية بشكل عام والصناديق السيادية الخليجية بشكل خاص¹، والتي دفعتها إلى التوجه نحو إعادة النظر في تركيبة أصول صناديقها وطبيعتها، ففي فترة ما قبل الأزمة تركزت معظم الأصول في القطاع

* أستاذ مساعد قسم ب، المركز الجامعي بغيليزان، طالب دكتوراه السنة الثالثة جامعة الجزائر3 كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مايل djafarhenni@hotmail.com

المالي، على شكل ودائع وأسهم وسندات ومساهمات في محافظ صناديق الاستثمار عالية المخاطر "Hedge Fund"، التي عانت أكثر من غيرها بسبب الأزمة المالية، بل إن بعض هذه الصناديق كان طرفاً في الأزمة لاعتماده على المضاربة في المشتقات المالية عالية المخاطر، ولعل هذا ما يفسر سبب الانخفاض الكبير في موجودات الاستثمارات الخليجية في الخارج أثناء الأزمة، والتي أدت إلى خسارة نصف قيمة هذه الموجودات في بعض الصناديق السيادية في العديد من البلدان، قبل أن تستعيد جزءاً مهماً من هذه الخسائر مع تحسن الأوضاع المالية، إلا أن خسائر أخرى، كتلك الناجمة عن انهيار بنك "ليمان برذرز" في بداية الأزمة قد تحولت إلى خسائر حقيقية مع انهيار هذه المؤسسة المالية العريقة.

أهمية الدراسة:

في ظل التحولات الاقتصادية التي تشهدها دول مجلس التعاون والعديد من الدول العربية، باتت الحاجة ملحة لتوجيه جزء من أموال الصناديق السيادية الخليجية للاستثمار في الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أي الصناعة المالية الإسلامية، خاصة أن الأزمة المالية العالمية أثبتت أن الاستثمار في الولايات المتحدة والدول الأوروبية مهدد بالكثير من المخاطر؛ وما يزيد من أهمية صناديق الثروة السيادية بالنسبة للصناعة المالية الإسلامية ما يلي:

١ حاجة الصناعة المالية الإسلامية لموارد مالية ضخمة تدعم صناعة الصكوك الإسلامية وبالأخص الصكوك السيادية.

٢ تشهد دول المشرق العربي وشمال إفريقيا توسعاً ملحوظاً في التمويل الإسلامي وفي الوفرة النفطية وهذا ما يساعدها على استثمار تلك الطفرة وفق صناديق الثروة السيادية في أدوات استثمار إسلامية.

٣ أثبتت الأزمة المالية العالمية أن المنتجات الإسلامية كانت أقل تضرراً مقارنة بنظيرتها التقليدية، مما يدعو صناع السياسات بصناديق الثروة السيادية إلى الاستثمار فيها.

الإشكالية:

تتمثل الإشكالية الرئيسية في الآتي:

هل يمكن للصناديق السيادية أن تستثمر في الصناعة المالية الإسلامية؟

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية نطرح الأسئلة الفرعية الموالية:

- × فيما تتمثل أهمية ومكانة صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي؟
- × ما هي معالم الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية؟
- × هل تناسب صيغ التمويل الإسلامية الطبيعة الاستثمارية للصناديق السيادية؟

- × ما الذي يمكن أن تضيفه صناديق الثروة السيادية للصناعة المالية الإسلامية؟
- × ما هي الآليات الممكنة لجعل الصناعة المالية الإسلامية محل اهتمام واستثمار صناديق الثروة السيادية؟

الأهداف:

- × تنحصر أهم الأهداف التي يسعى الباحثان إلى تحقيقها في:
- × الوقوف على مفهوم صناديق الثروة السيادية وأنواعها وأهدافها الإستراتيجية؛
- × تحليل الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية؛
- × إلقاء الضوء على آثار أزمة الرهن العقاري على الصناديق السيادية؛
- × مدى ملائمة التمويل الإسلامي للطبيعة الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية؛
- × التعرف على المزايا التي يمكن لصناديق الثروة السيادية تقديمها للصناعة المالية الإسلامية؛
- × محاولة توجيه جزء من موارد الصناديق السيادية للاستثمار في صناعة التمويل الإسلامي.

فرضيات الدراسة:

- × تسعى هذه الدراسة إلى اختبار الفرضيات الآتية:
- × من بين الأسباب التي تحول دون استثمار صناديق الثروة السيادية في الصناعة المالية الإسلامية هي قلة الأداء الربحي للمؤسسات المالية الإسلامية وكذا تعرضها لمخاطر أكبر مقارنة بالصناعة المالية التقليدية؛
- × تسعى الصناديق السيادية كأى مؤسسة اقتصادية إلى تعظيم الربح عن طريق تمويل مشاريع مربحة وتقليل المخاطر؛
- × إن صيغ التمويل الإسلامي أكثر ملائمة لطبيعة النشاط الاستثماري للصناديق السيادية .

منهجية الدراسة:

من أجل اختبار فرضية البحث وتحقيق أهداف الدراسة، فإن الأسلوب المناسب لهذه الدراسة: هو الأسلوب الوصفي التحليلي، الذي يقوم على تجميع البيانات والمعلومات المرتبطة بالصناديق السيادية والصناعة المالية الإسلامية، لغرض دراستها وتحليلها بشيء من التفصيل، باستخدام وسائل وأدوات إيضاحية مختلفة: كالجداول التوضيحية والأشكال للوصول إلى نتائج واضحة ودقيقة يمكن تعميمها.

خطة البحث:

- قسمنا الدراسة إلى ثلاثة محاور أساسية:
- المحور الأول: صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية؛
- المحور الثاني: الصناديق السيادية والتطوير المرتقب لسوق الصكوك؛
- المحور الثالث: استشراف دور الصناديق السيادية في تطوير صناعة التمويل الإسلامي.

المحور الأول : صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية

أولاً: تعريف صناديق الثروة السيادية*: ظهر مفهوم جديد في السنوات الأخيرة في عالم إدارة الفوائض المالية وهو مفهوم صناديق الثروة السيادية " sovereign wealth funds " وقد عرف هذا المفهوم على أنه يرجع إلى تراكم الفوائض المالية لدى الدول وإمكانية استثمار هذه الفوائض وفق إستراتيجية استثمارية تضعها حكومات الدول بهدف تحقيق أهداف مالية وخلق منافع عامة، وللتعرف أكثر حول هذا المفهوم نستعرض التعاريف التي تناولت هذا المفهوم وهي تختلف من شخص إلى آخر ومن هيئة إلى أخرى :

1. المعنى الضيق:

أ- تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE):

تعرف منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي صناديق الثروة السيادية بأنها وسائط استثمار مملوكة للحكومة يتم تمويلها من موجودات الصرف الأجنبي.

ب- تعريف وزارة الخزانة الأمريكية : تعرف وزارة الخزانة الأمريكية صناديق الثروة السيادية بأنها تدار بشكل مستقل عن الاحتياطات الرسمية للسلطات النقدية .

ت- تعريف معهد ماكيزي الدولي: يعرف صناديق الثروة السيادية بأنها تلك الصناديق الممولة من احتياطات البنوك المركزية وتهدف إلى تعظيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة².

2. المعنى الشامل:

أ- تعريف " Gilles Morisson ": تمثل صناديق الثروة السيادية كل الصناديق المنشأة من طرف الحكومات والتي تدير موارد نقد أجنبي وعملات وطنية لأغراض مختلفة خاصة لضمان دفع المعاشات التقاعدية أو لتوفير دخل الأجيال القادمة مثل صندوق إحتياطي للمعاشات التقاعدية بفرنسا 2001.³

ب- تعريف "Andrew rozanv" بأنها تجمعات للأصول المالية التي تحتفظ بها الدولة وتتكفل بإدارتها.

ت- تعريف " Steffen ken " يقصد بها هياكل مالية تملك، تدير، تدير أموال عامة وتستثمرها في عدد كبير من الأصول المالية ، مواردها تأتي أساسا من فائض السيولة الناتجة عن فوائض الموازنة العامة للدولة وفوائض احتياطات الصرف الأجنبي.

3. تعريف صناديق الثروة السيادية من وجهة نظر صندوق النقد الدولي :

يعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية على أنها " صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة : وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية ، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية : مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية؛ وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية أو عوائد الخصخصة أو فوائض المالية العامة أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية أو كل هذه الموارد مجتمعة"⁴.

إن هذا التعريف لصندوق النقد الدولي يجعلنا نعطي مميزات هذه الصناديق وذلك كالآتي:

- أن هذه الصناديق مملوكة من طرف الحكومة؛
 - تدير أصول مالية في الأجل الطويل؛
 - إن الإستراتيجية الاستثمارية التي تتبعها هذه الصناديق السيادية تهدف إلى تحقيق أهداف الاقتصاد الكلي⁵؛
 - تدار بشكل منفصل عن احتياطات الصرف الأجنبي⁶؛
- مما سبق نستنتج أن صناديق الثروة السيادية هي صناديق تضعها الحكومات لغرض إدارة ثروة الأمم وتنميتها تستعملها الحكومة في:
- دعم معاشات التقاعد الحكومية؛
 - إدارة الفوائض الهائلة الناتجة عن مداخل النفط؛
 - كسب العائد على رأس المال؛
 - المصلحة العامة والاستقرار الاقتصادي؛
 - إدارة احتياطات الصرف الأجنبي.

ثانيا: ظهور صناديق الثروة السيادية

إن ظاهرة الصناديق السيادية ظاهرة ليست بالجديدة ، وإنما ظهرت منذ عدة عقود، فقد يدعي البعض أن أول صندوق سيادي ظهر في فرنسا في عام 1816م Caisse des Dépôts et Consignations، أما في خمسينيات القرن الماضي فتم تأسيس الهيئة العامة للاستثمار بالكويت والصندوق الاحتياطي لمعادلة الإيرادات في كيرباتي، وخلال السبعينيات من القرن الماضي ، تم تأسيس عدد من صناديق الثروة السيادية الجديدة، بما في ذلك هيئة أبو ظبي العامة للاستثمار ، ولم يشهد عقد الثمانينيات والتسعينيات نشاطا يذكر في ما يتعلق بإنشاء صناديق

الثروة السيادية ، باستثناء شركة الاستثمارات البترولية الدولية في أبو ظبي التي أنشئت في 1984م ، ولم يزد عدد صناديق الثروة السيادية بشكل كبير إلا مطلع القرن الحالي⁷.

ثالثاً: أنواع صناديق الثروة السيادية.

إن تصنيف أنواع الصناديق السيادية تختلف من هيئة إلى أخرى ومن شخص لآخر نذكر منها:

1. **تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقاً للهدف من تأسيسها:** تنشئ الحكومات صناديق الثروة السيادية لأسباب عديدة، وتشير التحليلات إلى وجود خمس أنواع من هذه الصناديق إلى خمسة أنواع على النحو التالي:

أ- صناديق الاستقرار: تهدف هذه الصناديق إلى ضمان استقرار الموازنة العامة للدولة والاقتصاد ككل، وتحقيق استقرار سعر صرف عملة الدولة، خاصة التقلبات بميزان المدفوعات التي تحدث بسبب أسعار النفط.

ب- صناديق الأجيال القادمة: وهدفها الأساسي هو تحويل الإيرادات من الأصول الغير المتجددة (الناضبة) إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً يتم استثمارها لصالح الأجيال القادمة، بما يضمن حق هذه الأجيال في تلك الأصول.

ت- صناديق التنمية: هي صناديق تهدف في المقام الأول لتمويل المشاريع الاقتصادية والاجتماعية أو ذات البعدين معاً، والتي تساهم في تعزيز نمو الناتج وتنويع القاعدة الاقتصادية في اقتصاد الدولة.

ث- شركات استثمار الاحتياطيات: تتمثل أصولها في أغلب الأحوال في الأصول الاحتياطية لدى المصرف المركزي أو سلطة النقد في الدولة، وتتميز برغبتها المتزايدة لتحمل المخاطر في سبيل تحقيق عوائد أعلى من هذه الاحتياطيات، و من ثم الحد من تكاليف الفرصة البديلة للاحتفاظ بهذه الاحتياطيات الدولية لتقوية الجدارة الائتمانية و السيادية للدولة.

ج- صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد: والتي تغطي (من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد) التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للحكومة.

2. تصنيف الصناديق السيادية حسب طبيعة السلعة الممولة بها:

أ- صناديق الثروة السيادية السلعية: ومعظمها صناديق للدول النفطية والتي يمكن أن تكون لغرض استقرار العائدات أو الادخار عبر الأجيال ، أو لغرض الحد من آثار العوائد النفطية في الاقتصاد الكلي.

ب- صناديق الثروة السيادية غير السلعية: فهي ناتجة من تحويل جزء من موجودات الصرف الأجنبي، بالنسبة إلى الدول التي لديها فوائض في موازين المدفوعات (كالصين) إلى أدوات استثمارية⁸.

3. تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لطبيعة عملها :

أ- صناديق سيادية محلية: يتركز نشاطها داخل البلد من بينها صندوق ضبط الموارد في الجزائر وصندوق الاستقرار في روسيا.

ب- صناديق سيادية دولية: وهي الصناديق التي يمتد نشاطها إلى خارج البلد مثل هيئة أبو ظبي للاستثمار وصندوق النفط النرويجي⁹.

رابعا: أهمية صناديق الثروة السيادية.

يؤكد كل من صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية على الدور التنموي للصناديق السيادية، فلها مهام مرتبطة باستقرار المالية العامة وخلق القيمة للأجيال القادمة بالنسبة للدول المالكة لها، كما تساهم في تدوير الادخار المحلي على المستوى العالمي، وتحمي اقتصادياتها من الصدمات الناتجة عن الانهيار أو تدهور أسعار المواد الأولية، فضلا عن مساهمتها في تطوير البلدان المستقبلية لاستثماراتها. ويمكن تلخيص المنافع الاقتصادية والمالية المختلفة للصناديق السيادية فيما يلي:

- × الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات؛
- × تفيد في اجتذاب دورات الرواج والكساد في بلدانها المنشئة؛
- × تسهل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها المالية العامة من صادرات السلع، وعملية الخصخصة ثم تحويلها للأجيال القادمة؛
- × تسمح صناديق الثروة السيادية أيضا بمزيد من التنوع في أصول الحافظة؛
- × زيادة التركيز على العائدات، مقارنة بما يحدث عادة في حالة الأصول الاحتياطية التي يديرها البنك المركزي؛

× مصدر دائم وقوي لتمويل الميزانية العامة من خلال عوائد الاستثمار الذكي¹⁰؛

× حصول الدولة علي دخول لتغطية عجزها المالي عندما تنقص إيراداتها وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر¹¹.

خامساً: أهداف الصناديق السيادية.

تهدف الصناديق السيادية إلى:

- × المساهمة في الاستقرار الاقتصادي الكلي، عن طريق استقرار الإنفاق العام عبر برجة تدفق الإيرادات النفطية المتقلبة والتي يصعب التنبؤ بها في الميزانية .
- × زيادة الشفافية في إدارة الإيرادات النفطية والسياسة المالية¹²؛
- × تقدم الصناديق السيادية للحكومة المنشأة لها التأمين الذاتي في ظل الدرجة الكبيرة من التذبذبات في أسعار النفط .
- × توفر السيولة العالية لمواجهة تكلفة زيادة الإنفاق العام على المشروعات الاستثمارية الضخمة في أوقات ازدهار أسعار النفط¹³.

سادساً: مصادر أموال الصناديق السيادية.

- × البلدان التي تمتلكها لديها مدخرات فوق الاستثمارات تصب في نهاية المطاف في أيدي الحكومات؛
- × ملكية ثروة السلع (خصوصا النفط والغاز)، إذ تعتبر عائدات النفط المصدر الأساسي للأموال أكبر الصناديق الاستثمارية السيادية في العالم، وبالتزامن مع ارتفاع أسعار النفط وازدياد واردات الدول المنتجة للخامات ازدادت ثروات هذه الصناديق، كما تعتبر الاحتياطات النقدية الأجنبية مصدراً أساسياً أيضاً. وتشير دراسات "ستاندرد تشارترد" إلى أن حجم الأموال التي ستمتلكها تلك الصناديق خلال عقد من الزمن ستجاوز 13.4 تريليون دولار، فيما تقدر "مورغان ستانلي" أن تبلغ الموجودات 17.5 تريليون دولار؛
- × مدخرات بسبب الاقتصاد التصنيعي الذي يركز على التصدير، كما هي الحال في الصين وسنغافورة؛
- × نمو احتياطات الكثير من البنوك المركزية. ويعود السبب الأساسي عموماً وراء تزايد موارد صناديق الثروة السيادية إلى ارتفاع أسعار النفط وشيوع العملة المالية واستمرار الاحتلال في النظام المالي العالمي حتى أسفرت عن تراكم سريع في الأصول الأجنبية لدى الكثير من بلدان العالم¹⁴.

جدول رقم (01): أهم الصناديق السيادية المتواجدة في العالم.

أصول الصناديق السيادية العالمية	احتياطات الصرف الأجنبي 2008	أصول الصناديق السيادية + احتياطات الصرف الأجنبي 2008	احتياطات الصرف الأجنبي 2008 + نسبة من الناتج المحلي الإجمالي 2008	الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 2004 - 2008 المعدل	
103	1.496	2.049	45	8.2	الصين
260	1.004	1.264	20	3.9	اليابان
751	32	783	12	16.3	الإمارات
184	411	596	25	8.5	روسيا
322	174	496	95	20.9	سنغافورة
433	50	484	11	16.3	النرويج
419	28	447	6	26.0	السعودية
174	182	357	85	11.9	اليابان
-	247	247	20	1.1-	الهند
203	17	219	11	42.4	الكويت
70	10	80	9	28.5	قطر
70	91	161	101	37.2	ليبيا

Source: M.Truma, sovereign wealth funds Treat or Salvation ? , United Book Press, Washington, USA, 2010, p24.

سابعاً: معالم الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية.

تختلف قرارات استثمار إيداعات الصناديق السيادية بين الدول، إذ يقتصر بعضها على الاستثمار في الخارج (كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي) بأدوات وآجال يتم تحديدها أو تترك لاجتهاد القائمين على تلك الصناديق، والبعض الآخر من الصناديق يتم استثمار إيداعاته في الداخل والخارج سواء بنسب يتفق عليها أو لا¹⁵.

1. الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية قبل أزمة الرهن العقاري: عملت هذه

الصناديق في ظل مناخ داخلي ملائم ومساند لها إلى حد بعيد بالنظر إلى الاستقرار الداخلي المدعم بالتراكم المستمر في الاحتياطيات الدولية لاقتصاداتها، وقد انعكس ذلك على سلوكها الاستثماري، حيث اتجهت الصناديق السيادية ذات الأصل الآسيوي إلى الاستثمار المحلي أو

مناطق جغرافية قريبة منها، في حين فضلت الصناديق السيادية للشرق الأوسط الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية أو المملكة المتحدة في أدوات استثمارية عمومية (سندات الخزينة) لغياب مراكز وفرص الاستثمار في أسواقها المحلية¹⁶.

2. الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية أثناء أزمة الرهن العقاري: ظهرت

أهمية الصناديق السيادية في الأزمة المالية العالمية وكان الدور الذي قامت به عندها إيجابياً لأنها لم تتجه إلى الاستفادة من فرصة تدهور الأصول في الدول الصناعية، بل العكس أعاد الكثير منها توجيه أمواله نحو توظيفات أقل مخاطرة أو إلى أسواقها المحلية، وهذا بسبب ضعف الأداء في الدول الصناعية، ولاحتياجات التمويل المتزايدة في دولها الأصلية بفعل الأزمة. فمُنذ حدوث الأزمة المالية العالمية الأخيرة كثر الجدل حول الصناديق السيادية ودورها سلباً وإيجاباً في هذه الأزمة، فإذا كان صندوق النقد الدولي يشجع الدول المصدرة للموارد غير المتجددة على إنشاء هذه الصناديق، تحسباً لأيام عجاف قد تتعرض لها اقتصادياتها في المستقبل، فقد رحب خبراء هذه الصناديق بعملية ضخ السيولة التي قامت بها هذه الصناديق نظراً لما تحقّقه من أثر إيجابي على استقرار الأسواق العالمية، وقد سارعت هذه الصناديق إلى القيام بذلك العمل تجاه الاقتصاد الأمريكي في الوقت الذي فر فيه معظم المستثمرين خوفاً من تعرضه للركود والانكماش.

هذا بالإضافة إلى أنه وبعد تعرض العديد من البنوك الغربية الكبيرة إلى خسائر هائلة تقدر بمئات المليارات من الدولارات جراء هذه الأزمة، منها مجموعة "سي تي بنك" و" ميريل لنش" و" كريديت سويس"، تحركت الصناديق السيادية بشكل سريع لإنقاذ هذه المصارف، وبشكل أكثر سرعة في الحكومات أو الجهات الأخرى. وبالرغم من أن دافع التدخل لهذه الصناديق كان بهدف تحقيق عوائد بالأساس، إلا أن الواقع أثبت بعد ذلك تكبدها لخسائر من وراء التدخل لإنقاذ تلك المصارف. فعلى سبيل المثال كانت استثمارات أحد هذه الصناديق في مجموعة "سي تي بنك" تقدر بحوالي 7.5 مليار دولار، فأصبحت حالياً لا تتجاوز 6 مليار دولار، كما أن استثمارات صندوق سيادي ثان في "ميريل لنش" والتي قدرت بـ 6.6 مليار دولار، انخفضت بحوالي 8%، وتشير الإحصائيات بأن الصناديق السيادية الخليجية لوحدها تجاوزت خسائرها 400 مليار دولار أمريكي جراء هذه الأزمة¹⁷.

وفيما يلي بعض الاستراتيجيات التي استخدمتها صناديق الثروة السيادية أثناء الأزمة :

• **إستراتيجية الاستحواذ:** لقد شهد الربع الأخير من العام 2008م ميل الحكومات التي تسيطر على صناديق الثروة السيادية إلى استخدام فوائضها المالية للقيام بعمليات استحواذ على نطاق ضيق، بما في ذلك في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، من شأنها دعم أهدافها التنموية الاقتصادية الوطنية¹⁸، كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (02): استحواذ بعض الصناديق السيادية العربية على بعض الشركات الإستراتيجية.

الصندوق	شركة الاستثمار الأجنبي العربية الليبية	صندوق الأجيال القادمة الكويتي	هيئة استثمار أبو ظبي
نوع النشاط	* 7.5% من نادي جيفانتوس الإيطالي. * 50% من مجموعة كورنثيا المالطية. * 14% من الشرق للبتروكيمياويات المصرية. * 10.1% من المناجم العربية الأردنية.	* 23.8% من فيكتوريا السويسرية. * 6% من سيتي جروب الأمريكية. * 7.2% من مرسيدس الألمانية. * 4.8% من بنك ميريل لينش الأمريكي. * 9.3% من الفوسفات الأردنية. * 1.7% من برتشيلوم البريطانية.	* 16% من إيسترن أوروبيان البريطانية. * 8.3% من هيرمس المصرية. * 7.6% من السويس للاسمنت المصرية. * 4.9% من سيتي جروب الأمريكية. * 9% من أبولو مانجمنت الأمريكية. * 3% من فيفالدي الفرنسية.

المصدر: صباح نعوش، الصناديق السيادية العربية، مقالات المعرفة، موقع الجزيرة.نت

أنظر الموقع الإلكتروني: <http://www.aljazeera.net/knowledgegate/opinions/2008/11/20>

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

إمارة أبوظبي كانت حاضرة أيضا بقوة الاقتصادية من خلال استثماراتها في ألمانيا، وشملت تلك الاستثمارات امتلاك نحو 29 بالمائة من شركة طيران "إير برلين" واستثمارات أخرى في مجال الطاقة المتجددة والصناعات الإلكترونية الدقيقة، حيث تمتلك شركة "مبادلة" للتنمية المملوكة بالكامل لحكومة إمارة أبوظبي شركة "جلوبال فاوندريز" لصناعة أشباه الموصلات وهي مواد أساسية في صناعة الأجهزة الإلكترونية والرقمية، توجد 6 مرافق منها في مدينة درزدن الألمانية، إذ

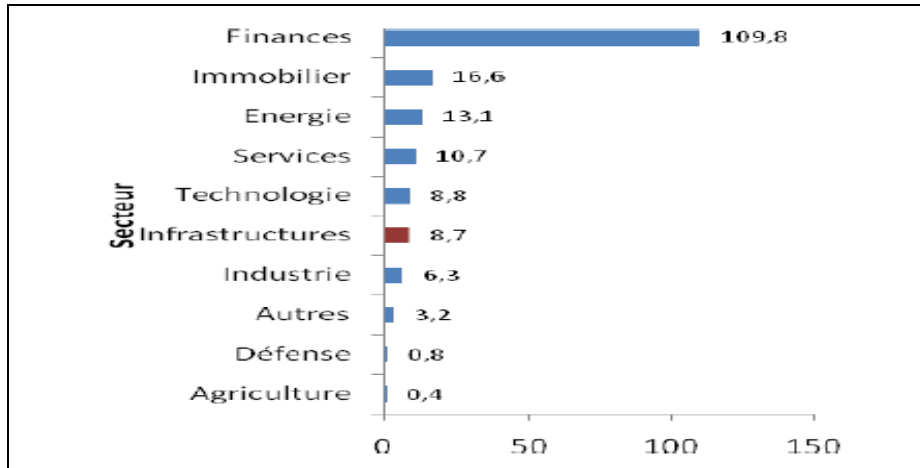
أعلنت وسائل الإعلام الألمانية مؤخرا عن نية أبوظبي ضخ نحو ربع مليار يورو كاستثمارات في الفرع الألماني من جلوبال فاونديز.

كما كان لدولة الكويت نصيبا من الاستثمارات الخليجية في ألمانيا، إذ استحوذت على نحو 6 بالمائة من عملاق الصناعات الألمانية "شركة دايملر" لصناعة السيارات¹⁹.

· **إستراتيجية اشترى واحتفظ (buy-and-hold):** حيث تقوم الصناديق السيادية بشراء أصول مقومة بأقل من قيمتها وتحتفظ بها في محفظتها، ثم تعيد بيعها لما ترتفع قيمتها.²⁰

· **إستراتيجية الاستثمار في القطاع الحقيقي:** تستثمر صناديق الثروة السيادية في القطاعات الأكثر حساسية ذات العائد المالي والاجتماعي الكبيرين و المخاطر العالية، والتي تعود بالنفع للدول المستقبلية والتي تحتاج إلى مدخرات هائلة لدفع عجلة التنمية فيها، وتمويل خططها التنموية ومن بين تلك القطاعات قطاع البنى التحتية والطاقة والتكنولوجيا والشكل الموالي يمثل استثمارات الصناديق السيادية في القطاعات الإستراتيجية.

شكل رقم (01): استثمارات الصناديق السيادية حسب القطاعات : 1995_2008م



source:table ronde d'experts l'investissement dans les infrastructures de transport ، 2008 ، p5.

يظهر الشكل أعلاه أن الصناديق السيادية تستثمر في قطاعات متنوعة (عقارات، طاقة، خدمات، تكنولوجيا، البنى التحتية، صناعة، زراعة... إلخ) غير أن الاستثمار في القطاع المالي (الاستثمار في الأسهم والسندات) أخذ نصيب الأسد ضمن استثمارات الصناديق السيادية.

3. الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية بعد أزمة الرهن العقاري: على الرغم من الدور المميز الذي لعبته في تحقيق الاستقرار المالي خلال الأزمة والاستقرار الاقتصادي للدول المالكة ذاتها، لكن مع ذلك ظلت النزعة الحمائية هي الغالبة في الدول المتلقية لاستثماراتها، انطلاقاً من النظرة الغربية لها كفاعلة جيوسياسية وأنها تخفي أهدافاً غير تجارية، كل ذلك بهدف توجيه الإستراتيجية المستقبلية لاستثمارات الصناديق السيادية بما يخدم مصالحها الاقتصادية والسياسية، رغم ذلك عززت الصناديق السيادية مركزها، بوصفها فاعلة في الأسواق المالية الدولية فور تجاوزها محنة الأزمة مباشرة، حيث بلغت أصولها نهاية 2009م ما قيمته 24 تريليون دولار حسب المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية، كما اتجهت استثماراتها إلى فئات الأصول خارج سندات الدين.²¹

تاسعا: الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية الخليجية

تمتلك الدول الخليجية 14 صندوقاً سيادياً، تعود ملكية سبعة منها إلى الإمارات، وتمتلك السعودية صندوقين، وكذلك سلطنة عمان، بينما تعود ملكية ثلاث صناديق إلى الدول الخليجية المتبقية (قطر، الكويت، البحرين) كل على حدة، وتبلغ قيمة الأصول المدارة من طرف هذه الصناديق مجتمعة ما يربو عن 1.595 تريليون دولار، مع عدم الأخذ في الحسبان أصول هيئة الإمارات للاستثمار وصندوق الاستثمار العماني ومجلس أبو ظبي للاستثمار لعدم توفر بيانات بشأنها، وتساهم الصناديق السيادية الخليجية مجتمعة بنحو 35,95% من إجمالي موجودات صناديق الثروة السيادية العالمية المصنفة من طرف المعهد المذكور في شهر جوان 2011م والمقدرة بحوالي 4.436 تريليون دولار.²²

الشيء الممكن ملاحظته حول استثمارات الصناديق السيادية من الناحية الجغرافية هو تركيزها في الولايات المتحدة الأمريكية والتي استحوذت على 75% من إجمالي أصول الصناديق السيادية مقابل 18% للقارة الأوروبية و7% لباقي دول العالم، أما الصناديق السيادية الخليجية فهي متوطنة في الولايات المتحدة الأمريكية بالدرجة الأولى ثم تليها المملكة المتحدة، وهي تهتم بمختلف القطاعات الاقتصادية وعلى وجه الخصوص الصناعة التحويلية والخدمات، وبهذا تقف الصناديق السيادية الخليجية في مقدمة المؤسسات التي يعول عليها لتزويد الأسواق العالمية بجزء من السيولة.²³

للتعرف على تكوينات المحافظ المالية للصناديق السيادية الخليجية يستعرض الجدول الموالي تقديرات لتركيب المحافظ المالية لبعض الصناديق السيادية الخليجية من حيث نوع الأصول وأهم العملات الداخلة في تركيبها نهاية عام 2007م، ويلاحظ أن توزيع الاستثمارات المالية

أ. جعفر هني محمد

الخليجية تختلف من صندوق إلى آخر، ففي حين تخصص كل من الهيئة العامة للاستثمار وجهاز قطر للاستثمار ومؤسسة دبي العالمية وشركة مبادلة نسب تتراوح بين 50% إلى 60% للأسهم ونسب تتراوح بين 10% و 25% للسندات، نجد أن مؤسسة النقد السعودي العربي والصندوق الاحتياطي العام يخصصان أكثر أصولهما للاستثمار في السندات بنسب تراوحت بين 30% و 65% ، إلا أن أصولهما المستثمرة في الأسهم قد تراوحت بين 20% و 25%. وبالنسبة لتركيب العملات فإن الدولار الأمريكي يهيمن على أغلب المحافظ المالية لتلك الصناديق مقارنة بباقي العملات. ويرجع هذا الاختلاف في تركيب المحافظ المالية لصناديق الثروات السيادية الخليجية إلى عدة عوامل أهمها اختلاف الاستراتيجيات الاستثمارية الخاصة بكل صندوق، ومدى استعداد كل صندوق لتحمل المخاطر في مقابل الحصول على أعلى العوائد²⁴.

جدول رقم (03): تركيب محفظة الصناديق السيادية الخليجية بحجم العملة والأصول

الصندوق	تركيب محفظة الصندوق من حيث العملة	تركيب محفظة الصندوق من حيث الأصول
الهيئة العامة للاستثمار - الكويت Investment Authority Kuwait	40% دولار	60% أسهم
	40% يورو وجنيه استرليني وبن ياباني	25% سندات
	20% عملات أخرى	15% أصول أخرى
جهاز قطر للاستثمار Investment Authority Qatar	40% دولار	60% أسهم
	40% يورو	20% سندات
	20% جنيه استرليني وعملات آسيوية	20% أصول أخرى
الصندوق الاحتياطي العام لدولة عمان State General Reserve Fund	50% دولار	20% أسهم
	40% عملات أخرى	30% سندات
	50% أصول أخرى	50% أصول أخرى
مؤسسة دبي العالمية - الإمارات Dubai Corporation World	35% دولار	50% أسهم
	50% يورو وجنيه استرليني	10% سندات
	15% عملات آسيوية	30% عقارات
شركة مبادلة للتنمية - الإمارات Mubadala Development Company	40% دولار	60% أسهم
	50% يورو	20% سندات
	10% عملات أخرى	20% أصول أخرى
مؤسسة النقد العربي السعودي الخارجية القابضة - السعودية Saudi Arabian Monetary Agency SAMA Foreign Holdings	75% دولار	25% أسهم
		65% سندات
	25% عملات أخرى	10% ودائع

Source: Brad Setser and Rachel Ziemba, Understanding The New Financial Superpower The Management of Gulf Cooperation Council Official Foreign Assets, New York: Roubini Global Economics RGE, December 2007, P.14.

تستخدم الصناديق السيادية الخليجية محافظ مالية إستراتيجية لإدارة أصولها المختلفة ذات النسب العالية من النقد الأجنبي، وفق استراتيجيات مختلفة تسعى لتحقيق أكبر عائد ممكن بأدنى حدود للمخاطرة من خلال تنمية القيمة السوقية لمحافظها، بهدف تحقيق أهداف رأسمالية.

ثاسعا: مميزات الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية.

من بين المميزات التي تتميز بها الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية بشكل عام²⁵:
 ١ تعتبر استثمارات الصناديق السيادية استثمارات على المدى الطويل، حيث تعتبر الصناديق السيادية رائدة في مجال الاستثمار طويل المدى لما توفره من استقرار تساهمي بالنسبة للمؤسسات التي تمولها، ولها دورا استقراريا في الأسواق المالية الدولية؛

٢ للصناديق السيادية أهداف مالية قريبة من المردودية الاقتصادية لرأس المال: إن الدور الاستقراري للصناديق السيادية في الأسواق المالية، لا يبنى على الآجال الطويلة فقط، بل يتضمن في جوهره الإستراتيجية التسييرية لها بالأخذ بنظر الاعتبار تضمين الأهداف المالية القريبة من المردودية الاقتصادية لرأس المال، ففي دراسة لصندوق النقد الدولي خلصت إلى أن 29% من الصناديق السيادية محل المساءلة، ليس لها أهداف مالية أخرى إلا تحقيق الربح على المدى الطويل، بالمقابل نجد 42% منها لا تفضل الاستثمار التقليدي الهادف إلى الاكتساح على الأغلبية بهدف التأثير على القرارات الإدارية؛

٣ للصناديق السيادية وجهة استثمارية تعتمد المنطق الليبرالي المحض من خلال استهدافها المردودية المالية البحتة، خاصة في الآونة الأخيرة، فبعض الصناديق السيادية على غرار الصندوق السنغافوري (Temask Holding) وصندوق الإمارات العربية باسرا أعمالهما باستراتيجيات مالية أكثر هجومية إن صح التعبير، حيث توجد علاقة ارتباط بين الأهداف المالية للصندوق وميله للخطر وكذا الحال بالنسبة لمجمع دبي وفروعه، فهو يستهدف القطاعات الإستراتيجية في استثماراته بهدف تأمين تنوع الاقتصاد للدول المالكة لمجمع دبي وفروعه، فهو يستهدف القطاعات الاستراتيجية في استثماراته بهدف تأمين تنوع الاقتصاد للدول المالكة، وهو حال الصندوق السيادي الكندي والصندوق النرويجي وكذا صندوق آلاسكا، الذين يتبعون إستراتيجية استثمارية واضحة ويتمتعون بالشفافية المطلوبة، على عكس الصندوق الماليزي مثلا الذي يفضل الاستثمار المحلي، بينما الصندوق الكوري يوصف بأنه صياد الربح وهذا يدل على المنطق المالي المحض للإستراتيجية الاستثمارية؛

٤ نجد هناك من صنف استثمارات الصناديق السيادية إلى استراتيجيات هجومية وأخرى دفاعية رغم ما تضمنته كل منها من عناصر هجينة في الصندوق الواحد، قد تختلف تلك

العناصر باختلاف الدولة المالكة للصندوق وتبعاً لخصوصية كل صندوق. وبشكل عام شكلت الإستراتيجية الهجومية سلوك جل الصناديق السيادية وإن اختلفت حدتها من صندوق إلى آخر من وجهة نظر الدول المتلقية، بينما شكلت الإستراتيجية الدفاعية محور اهتمام الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق السيادية.

المحور الثاني: الصناديق السيادية والتطوير المرتقب لسوق الصكوك

تعاني الدول النامية ومنها البلدان الإسلامية من صعوبة توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات الإنتاجية طويلة الأجل، وهذا يترتب عليه زيادة حجم المدخرات المخاطرة وبالتالي زيادة تمويل الأنشطة الاستثمارية المنتجة واتساع قاعدة المتعاملين المشروعات الممولة في الاقتصاد القومي وستحدث زيادة ملموسة في حجم الاستثمار القومي، وفي النهاية سنرى حشداً للمدخرات وتعبئة وتخصيص أكفأ للاستثمارات، والذي هو الأساس لتحقيق نحو سليم طويل الأجل؛ وتمثل الصكوك الحكومية بالفعل بدائل للودائع المصرفية، وعندما يكون على البنوك أن تتنافس على المدخرات مع أسواق الصكوك الحكومية.

تمثل الصكوك الحكومية اتجاهًا حديثًا في هذا الصدد، نظراً لما تتميز به عن الأوراق المالية التقليدية السندات ذات الفائدة الثابتة، والتي تبرز آثارها في تزايد العبء على الموازنة العامة نظراً لارتفاع تكلفة الفوائد الثابتة، وبخاصة على تلك الأنشطة الحكومية التي لا يكون لها عائد، أو يقل ذلك العائد، عن الفائدة المقررة. حيث يرى صندوق النقد الدولي أنه نظراً لفيض السيولة التي أغرقت به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل ارتفاع أسعار النفط، تسعى هذه المؤسسات إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها الفائض في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، بالفعل هناك إقبال متزايد من صناديق التحوط ومؤسسات الاستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية سعياً لزيادة العائد وتنويع الاستثمارات، أدى ذلك إلى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي (التصكيك) تمخضت في زيادة إصدارات الصكوك بمقدار أربعة أضعاف من 7.2 مليار دولار في عام 2004م إلى 27 مليار دولار في عام 2006م²⁶.

وقد بدأ تاريخ الصكوك في ماليزيا عام 2002م حين تم إصدار ما يقارب المليار دولار منها، ونما حجم الصكوك المصدرة بمعدلات مرتفعة، حتى تجاوز 94 مليار دولار عام 2007م، وسادت توقعات متفائلة باستمرار نمو المعروض من الصكوك، ولكن في عام 2008م تسبب النقص العالمي في السيولة، نتيجة أزمة الديون العقارية، وكذلك الخلاف بين الفقهاء حول الأساليب التي كانت تستخدم في تقديم ضمانات لحملة الصكوك، في انحسار النمو في إصدارها بدرجة كبيرة، حيث لم يتجاوز مجمل ما أصدر منها خلال ذلك العام 19 مليار دولار إلا

بقليل، إلا أن السوق انتعشت كثيراً عام 2009م حيث وصل حجم الصكوك المصدرة إلى نحو 47 مليار دولار²⁷.

أما خلال السنوات الخمسة الأخيرة، فقد شهد سوق الصكوك نمواً كبيراً ورواجاً غير مسبوق، حيث بلغت إصدارات الصكوك سنة 2010م مبلغ 47.48 مليار دولار، وتمكنت بذلك تجاوز ذروة إصدارات سنة 2007م بنسبة 7% وبنسبة 50% مقارنة بإصدارات سنة 2009م، ليتضاعف بعدها إجمالي إصدارات الصكوك سنة 2011م ويسجل مبلغ 85.1 مليار دولار، أما سنة 2012م فقد بلغ إجمالي إصدار الصكوك رقماً قياسياً وصل إلى 131.2 مليار دولار، وهو ما يمثل زيادة سنوية بلغت نسبتها 54.2% مقارنة بالسنوات السابقة، ويمثل ثلاثة أضعاف حجم سوق الصكوك قبل الأزمة المالية العالمية.

وبالتالي، وإجمالي الصكوك المصدرة عالمياً من سنة 2001م إلى غاية 2012م، والتي تقدر بنحو 426 مليار دولار وبعدد إصدارات بلغ 2923 إصدار، فإن 56% تم إصدارها فقط خلال 2010-2012م أي بمقدار 278 مليار دولار من خلال 1619 إصدار²⁸.

إن استثمار صناديق الثروة السيادية في منطقة الخليج العربي وفق أدوات مالية إسلامية، مثل الاستثمار في الصكوك السيادية، له الأثر البالغ في تطوير سوق الصكوك، وذلك نتيجة لدخول متعاملين جدد، ولاسيما أن الصناديق السيادية التي تتميز عن غيرها من المستثمرين بضخامة مواردها. وما يؤكد ذلك نجد مثلاً أن من بين العوامل التي ساهمت في انتعاش سوق الصكوك عام 2010م دخول مستثمرين جدد للاستثمار في الصكوك السيادية، ففي النصف الأول من نفس العام بلغ إجمالي الصكوك التي تم إصدارها عالمياً ما قيمته 16.5 مليار دولار أمريكي، مشكلاً زيادة بنسبة 16.3% عن النصف الأول من عام 2009م والتي بلغ إصدارها عالمياً 7.6 مليار دولار أمريكي. وهذا مرده إلى الانتعاش الاقتصادي للأسواق الناشئة وبرامج التحفيز الحكومية الضخمة والإنفاق على البنية التحتية، غير أنه بلغت نسبة مساهمة صناديق الثروة السيادية وشبه السيادية 79.7% من تمويل النصف الأول من عام 2010م²⁹.

وما يدعو صناديق الثروة السيادية للاستثمار في سوق الصكوك الإسلامية ونخص بالذكر الصكوك السيادية والتي فاقت نسبتها مع بداية عام 2011م في دولة قطر مثلاً 97% من إجمالي سوق الصكوك، هو ما يلي:

1. من حيث العائد: عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بنيت هيكله الصكوك عليها؛ فلو كان الصك صك أعيان مؤجرة فعائد الصك متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإن كان صك

مضاربة فعائد الصك يتحقق من ريع المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله، بينما عوائد السندات إنما هي التزام من المقترض (مصدر السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها؛ وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض. أما بالنسبة لمتوسط عائد الصكوك فقد بلغ 12.6% في عام 2010، وهو أعلى بكثير من متوسط العائد على سندات الخزنة الأمريكية الذي يتراوح ما بين 1.5% إلى 3% على مواعيد استحقاق مختلفة³⁰.

2. من حيث المخاطرة: ينص العمل بالصكوك الإسلامية على اقتسام المخاطرة بين الأطراف المشاركة في العملية الاستثمارية، بين رب المال والمضارب أو بين الشركاء وذلك حسب طبيعة الصكوك الإسلامية مما يدفع الغرر والظلم ويحقق العدالة.

3. من حيث التأثير بالأزمة المالية العالمية: تأثر سوق الصكوك بالأزمة المالية العالمية سلبا كغيره من أسواق الدين نظرا لانخفاض قيم الأصول وخاصة العقارية إذ لم يتجاوز 17 مليار دولار في 2008م و 32 مليار دولار في 2009م، لكن سرعان ما استعاد توازنه وثقة المدخرين منذ بداية النصف الثاني من عام 2009م "بعدها أظهرت ثبات في مواجهة الأزمة وتحقيقها لعائدات مجزية وصلت خلال الأزمة 7% وهي معدلات مرتفعة حيث لم تحققها أي أداة مالية أخرى في ظل الأزمة"³¹.

المحور الثالث: استشراف دور الصناديق السيادية في تطوير صناعة التمويل الإسلامي

ما زالت تواجه الصناعة المالية الإسلامية العديد من التحديات التي يجب الأخذ بها ومعالجتها لتقوية النظام المالي الإسلامي، وفي ظل ما تشهده الصناديق السيادية من وفرة في السيولة ودعمها للاستقرار المالي والعمل على أن تكون لاعب أساسي في معالجة آثار الأزمات المالية. فماذا يمكن أن تقدمه هذه الصناديق للصناعة المالية الإسلامية ؟

أولاً: صناديق الثروة السيادية ودورها في دعم الاستثمار طويل الأجل وحل مشكلة إفراط البنوك الإسلامية من صيغ الغامض المعلوم³².

في دراسة حديثة لـ Zaher and Hassan قامت بتقييم مبدئي لعدد من المصارف الإسلامية في بلدان إسلامية مختلفة، ظهرت الأرقام التالية عن صيغ توظيف الأموال:

جدول رقم (04): نسب صيغ التوظيف في البنوك الإسلامية.

السنة	أخرى	الإجارة	المضاربة	المشاركة	المربحة
1994	26.79	8.7	12.56	8.17	41.54
1995	21.06	9.72	15.25	8.72	45.58
1996	28.3	11.5	12.7	7.2	40.3
1997	29.00	9.00	6.00	19.00	37.00

المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، رأس المال المخاطر استراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الإسلامية، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، الإمارات، 2005، ص: 1615.

كما هو واضح من الجدول السابق بلغت المربحة أكبر نسبة من توظيف الأموال في كل السنوات حيث كانت: 42.49%، 45.43%، 40.3%، 37% في السنوات الأربع 1994، 1995، 1996، 1997 علي التوالي.

ويرجع البعض ظاهرة إفراط المصارف الإسلامية في استخدام المربحة علي حساب المضاربات والمشاركات إلي المخاطر الائتمانية العالية المرتبطة بالمضاربة والمشاركة.

إذ من بين السمات البارزة في الصناعة المالية الإسلامية هو الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل على حساب الاستثمار طويل الأجل الذي لم يحظ لحد الآن بأهمية تذكر، فمدخلات البنوك الإسلامية تعامل في الغالب معاملة الحسابات الجارية في حق السحب، الأمر الذي أوقع تلك البنوك في أزمة، فبينما كانت مدخلاتها قصيرة الأجل كانت أهدافها الاستثمارية طويلة الأجل فتحوّلت من الأسلوب الاستثماري طويل الأجل إلى الأسلوب التجاري قصير الأجل بحثاً عن السيولة والربحية المحدودة، وهذا ما تجلّى لها بالاعتماد على صيغة المربحة لما تمتاز به مقارنة بالصيغ التمويلية والاستثمارية الأخرى، فأصبح الواقع العملي لهذه البنوك مناقض تماماً

للتصورات النظرية القائمة عليها، وفُرت في دورها التنموي ومن مبادئها والتي كان من أهمها الاعتماد على الاستثمار طويل الأجل وفق مبدأ المشاركة والمضاربة. وعليه يمثل البحث عن سبل واستراتيجيات إعادة وتفعيل الدور الاستثماري للبنوك الإسلامية والذي يخدم التنمية الاقتصادية والاجتماعية محور الدراسات الاقتصادية الإسلامية. ومن بين الحلول الممكنة لهذا الواقع العملي هو الاستفادة من الثروة الكبيرة التي تملكها الصناديق السيادية ولاسيما أن نشاط الصناديق السيادية يغلب عليه طابع الاستثمارات طويلة الأجل مع ندرة اللجوء إلى السحب من الموارد المستثمرة بما يسمح لها بالصمود أمام ضغوط السوق، وهذا ما يجعلهما يكملان بعضهما، وذلك بالدخول في استثمارات استراتيجية تُخدم كلاهما، وفق مبدأ المضاربة أو المشاركة المشروعة.

إن دخول الصناديق السيادية كشريك مع البنوك الإسلامية في مشاريع استثمارية طويلة المدى في إطار المشاركة والمضاربة، ستمكن البنوك الإسلامية من حل مشكلة الإفراط من صيغة المراجعة والانتقال من مرحلة الهامش المعلوم إلى مرحلة المشاركة في الأرباح والخسارة امتثالا للشعار الذي نادى به عند نشأتها³³.

ثانياً: لماذا لا تستثمر صناديق الثروة السيادية في الصكوك ذات العائد الثابت؟

إذا كانت صناديق الثروة السيادية تتجه للاستثمار في السندات بحثاً عن العائد الثابت، ومن خلال المقارنة بين الأسهم والسندات التقليدية والصكوك الإسلامية من حيث العائد والمخاطرة والتأثر بالأزمة المالية العالمية، نجد أنه هناك إمكانية لاستثمار الصناديق السيادية في الصكوك الإسلامية. ومن جملة هذه الصكوك صكوك الإجارة لأنها تتمتع بالاستقرار، قد يصل قريباً إلى درجة الثبات في عوائدها الصافية، حيث تتميز عوائد الإجارة مقارنة بعقود المشاركة باستقرار العوائد، بالنظر لإمكانية تحديدها ومعرفتها مسبقاً، ولهذا فإن مخاطر تقلب عوائد صكوك الإجارة منخفض نسبياً، غير أنها تتأثر بمخاطر السوق كالفوائد، فارتفاع قيمة الموجودات في مقابل ثبات أقساط الإيجار يقلل من العوائد الحقيقية للصكوك، والعكس صحيح³⁴، وبما أنه يفترض أن صكوك الإجارة السيادية التي تصدرها الحكومة تتمتع بدرجة عالية من الثقة والضمان، فإنها تصلح كبديل جيد لسندات الخزينة تستخدم في إطار السياسة النقدية والمالية للدولة.

ثالثاً: صناديق الثروة السيادية وتوفير السيولة للمؤسسات المالية الإسلامية

تحتاج الصناعة المالية الإسلامية إلى السيولة المالية لتنفيذ المشاريع التنموية والتي تخدم أغراضها، وبالنظر إلى ما تتمتع به صناديق الثروة السيادية وما تمتلئ من السيولة العالية، حيث ينص تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE الصادر في أبريل 2008م أن مساهمة صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة في المنطقة في ضخ الكتلة النقدية في المؤسسات المالية كان له أثر إيجابي في تحقيق الاستقرار المالي، وذلك نتيجة تدخلها في الأوقات الحرجة، وكذا في الوقت التي كان فيه ازدياد التهرب من المخاطرة، كما ينص التقرير أن صناديق الثروة السيادية تؤدي دوراً مهماً في تحقيق النمو الاقتصادي على المستوى المحلي والدولي.

رابعاً: لماذا لا يلزم البنك الإسلامي للتنمية صناديق الثروة السيادية التابعة للدول الأعضاء فيه بالاستثمار فيه بنسب معينة؟

من بين الحلول التي تجعل الصناعة المالية الإسلامية تستفيد ثروة الصناديق السيادية هو إلزام هذه الصناديق ونخص بالذكر صناديق الثروة السيادية التي تمتلكها الدول الإسلامية، بالاستثمار أو المساهمة في رأس المال للبنك الإسلامي للتنمية لجدة بغرض توسيع البنك أعماله الاستثمارية والتنموية بما يعود بالإيجاب على أهدافه وعلى العائد المحقق لصناع السياسات بصناديق الثروة السيادية، حيث أصدر البنك الإسلامي للتنمية مؤخراً مع بداية الربع الثاني من عام 2011م، صكوكاً بقيمة 750 مليون دولار وبأجل استحقاق مدته خمس سنوات وعائد سنوي قدره 2.35 %، في إطار برنامج إصدارات الصكوك متوسطة الأجل الخاصة بالبنك. وما يلفت الانتباه هنا هو تخصيص البنك الإسلامي للتنمية ما نسبته 48% من الإصدار للبنوك المركزية والمؤسسات الحكومية. وقد اشتملت صكوك البنك الإسلامي للتنمية على محفظة مختلطة من أصول إجارة تشكل 65,8% من حجم المحفظة وحسابات قبض لعمليات المراجعة واستصناع تشكل 34,2 %، وكانت أصول الإجارة التي تشكل 65,8% تتكون من أصول عينية محددة يملكها البنك الإسلامي للتنمية ومؤجرة لأطراف أخرى متعددة. ولما كانت أصول الإجارة يمكن تحويلها من قبل البنك الإسلامي للتنمية بحرية بأي سعر، فقد تمكن البنك من تحويل حسابات القبض أيضاً من خلال خلط حسابات القبض الخاصة بعمليات المراجعة والاستصناع (الدين) مع أصول الإجارة (العين). وقد حظيت صكوك البنك الإسلامي للتنمية باستقبال حسن في السوق، واكتتب فيها المستثمرون الإسلاميين والتقليديين³⁵.

خامساً: صناديق الثروة السيادية وتطوير الأسواق المالية الإسلامية

يعتمد تطوير السوق المالية الإسلامية على أمرين، تطوير جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات مالية جديدة، وتطوير جانب الطلب من خلال توفير الجو المناسب للمستثمرين، وبالنظر لاستراتيجيات صناع السياسات لصناديق الثروة السيادية. فإنه يمكن لهذه الصناديق أن تجعل من الأسواق المالية الإسلامية وجهة استثمار مفضلة لها لما تتمتع به هذه الأخيرة من حيث ابتعادها عن الاستثمار الوهمي والمضاربات المدمرة لهيكل النظام المالي العالمي واتصافها بمبدأ المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية بالاعتماد على الاستثمار الحقيقي. ومن جهة أخرى إقبال صناديق الثروة السيادية له الأثر البالغ على تطوير الأسواق الإسلامية بدخول مؤسسات ذات أموال ضخمة، في ظل حاجة الصناعة المالية الإسلامية لتعميق وتوسيع سوق الأوراق المالية الإسلامية، مما يعود بالفائدة على جميع المؤسسات العاملة في الاقتصاد الإسلامي، "ويجعل لها جاذبية أكبر في توفير التمويل المختلف للاحتياجات والآجال، وثمة علاقة إيجابية قوية بين تنمية سوق الأوراق المالية الإسلامية وتنمية البنوك، وكذلك فيما بين سيولة السوق والنمو الاقتصادي"³⁶.

سادساً: صناديق الثروة السيادية وتمويل العجز الموازني بأدوات مالية إسلامية

وفقاً لهذا البديل، تحدد الدولة المشاريع المطلوب تمويلها أو الأصول المطلوب شراؤها أو استئجارها، وتكلفة هذه المشاريع أو الأسعار المعروضة للأصول موضوع الشراء أو الاستئجار. وبعد استكمال البيانات اللازمة ومراجعتها يقوم البنك المركزي بتصنيف المشاريع والأصول في مجموعات متشابهة من حيث النوع وفترة التمويل المطلوبة، ثم يقوم بطرح الصكوك السيادية الخاصة بالاستئجار، أو المراجعة، أو الاستئجار وفقاً للقواعد الشرعية والفنية المعتمدة. وتقوم الجهة الممثلة لحملة الصكوك بصفتها وكيلًا عنهم بشراء الأصول، ثم يبيعها أو تأجيرها للدولة، كما تقوم بإبرام عقود الاستئجار مع الدولة، وذلك بالتنسيق مع البنك المركزي³⁷. وتهدف الحكومة من إصدار الصكوك إلى إنعاش اقتصادها واستقطاب الأموال الضخمة لصناديق الثروة السيادية عوض استثمارها بالدول الأجنبية، وتوسيع قاعدة مواردها التي توفر تمويلاً مستقراً مرتبطاً باقتصاد حقيقي مما يقلل من الآثار التضخمية، وفي المقابل تهدف كذلك الحكومة إلى الربط بين الوعي الادخاري والوعي الاستثماري، فتحمي صغار المستثمرين من تلاعب الأسواق، كما للصكوك الحكومية أثر بالغ في تطوير الأسواق المالية وتنميتها وتوسيع دائرة نشاطها ومستثمريها مما يخلق كياناً اقتصادياً ذا قاعدة صلبة قادرة على التعامل مع الأزمات

بشكل احترافي. وكذا لتأمين أقصى درجات إدارة السيولة التي تشجع وتعزز مكانة الاقتصاد وتحرك عجلة التنمية والاستثمار.

سابعا: مبررات ودوافع استثمار صناديق الثروة السيادية في الصناعة المالية الإسلامية.

1. إن استثمار صناديق الثروة السيادية لدول الخليج العربي في الدول المستقبلية له وبالأخص الدول الأجنبية يعد بمثابة تكلفة وهدر للمال العام وهذا عند مقارنتنا للعوائد المتوقعة والتكاليف لهذه الصناديق. والتي أحيانا تكون بالسلب إذا أخذنا بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة، بالإضافة إلى ما يلي:

× الاستثمار في الدول الأجنبية يساهم في توفير مدخرات إضافية من شأنها رفع مستويات الاستثمار لديها، وهو ما يؤدي إلى زيادة مضاعفة في مستويات الدخل والإنفاق لتلك الدول، يعتمد ذلك على قيمة مضاعف الإنفاق الاستثماري بها؛

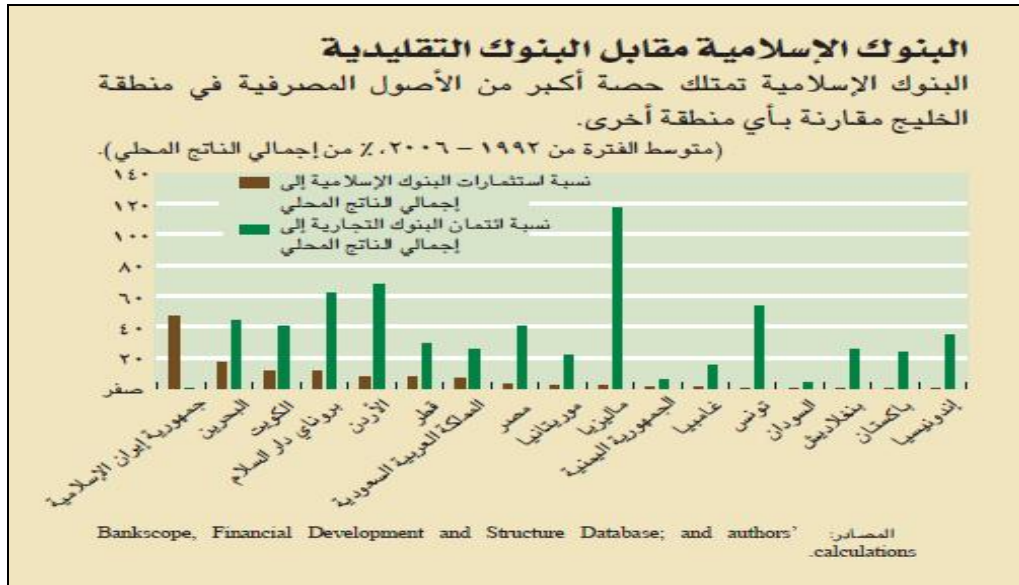
× الفرصة الضائعة والمتمثلة في صورة الناتج المحلي الضائع. بالإضافة على فرص التوظيف التي قد تخلقها توظيفات تلك الصناديق السيادية؛

× خلق فرص وظيفية حقيقية مباشرة لمواطني تلك الدول مع كل دينار يتم استثماره فيها، وغير مباشرة نتيجة للحركة الانتشارية التي تحدثها تلك الاستثمارات في الاقتصاد الوطني لها؛

× تحقيق أرباح إضافية للأعمال بتلك الدول تسهم في رفع عوائد عناصر الإنتاج بها، ومن ثم زيادة مستويات الدخل القومي الإجمالي بها؛

2. إن شراء الصناديق السيادية أسهما في رأس المال البنوك الإسلامية في منطقة الخليج العربي تبعا لإستراتيجيتها الاستثمارية المتبعة التي تقتضي شراء أسهم في رأس مال البنوك التقليدية على نحو ما ذكرناه سالفًا، سوف يحمي أصولها من التآكل أثناء الأزمات المالية.

شكل رقم (02): مقارنة بين البنوك الإسلامية مقابل البنوك التقليدية



المصدر: باتريك إمام وكانغنيكودار، في صالح النمو؟ انتشار الصيرفة الإسلامية يمكن أن يكون حافزا للتنمية في البلدان التي يشكل المسلمون نسبة كبيرة من سكانها، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2010م، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ص: 45.

3. البنوك الإسلامية أكثر استقرارا من البنوك التقليدية وهذا ما بينته دراسة أعدها صندوق النقد الدولي: تشير دراسة تجريبية أعدها الباحثان "مارتن شيهاك" Marten Chihak "و" هيكو هيس" Heiko Hesse من صندوق النقد الدولي تتعلق بالبنوك الإسلامية (77 مصرفا) والبنوك التقليدية (397 مصرفا) في 20 دولة خلال فترة 12 سنة (1993-2004م) إلى أن البنوك الإسلامية الصغيرة (ما كان مجموع أصولها مليار دولار فأقل) هي الأكثر استقرارا في العينة والبنوك الإسلامية الكبيرة (ما كان مجموع أصولها أكثر من مليار دولار) هي الأقل استقرارا في العينة، حيث:

- × البنوك الإسلامية الصغيرة أكثر استقرارا من البنوك التقليدية الصغيرة؛
- × البنوك التقليدية الكبيرة أكثر استقرارا من البنوك الإسلامية الكبيرة؛
- × البنوك الإسلامية الصغيرة أكثر استقرارا من البنوك الإسلامية الكبيرة³⁸.

وقد دلت الأزمة المالية العالمية 2008م على خلاف نتائج الدراسة المقارنة، حيث تبين بأن البنوك الإسلامية الكبيرة هي كذلك أكثر استقرارا وأقل تأثرا من البنوك التقليدية الكبيرة³⁹.

وقد أظهرت معظم الدراسات التي تناولت الأزمة الاقتصادية والمالية الراهنة أن المؤسسات المالية الإسلامية كانت أقل تأثراً وتضرراً بالآثار السلبية للأزمة، مما ساهم في زيادة أهمية هذه المؤسسات وانتشارها على مستوى العالم ففي حين أن صناعة الخدمات المالية الإسلامية تمثل حالياً حوالي 1% فقط من الأصول العالمية، إلا النمو بلغ أكثر من 20% سنوياً منذ عام 2000م، كما قدر مجموع عائدات الخدمات المالية الإسلامية في نهاية عام 2007م بـ 53 مليار دولار .

وأظهر مسح حديث شمل أكبر 500 مؤسسة في خدمات المالية الإسلامية أن الأصول التي تحتفظ بها البنوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بشكل كامل بما في ذلك النوافذ المصرفية الإسلامية في البنوك التقليدية ارتفعت بنسبة 28.6% من 639 مليار دولار في عام 2008م إلى 822 مليار دولار، خلال هذه الفترة حقق أكبر 1000 بنك تقليدي في العالم نمواً سنوياً للأصول بلغ فقط 6.8% اعتباراً من يوليو 2009م لتصل إلى 96.395 مليار دولار.

هذا الأداء القوي للمؤسسات المالية الإسلامية في خضم الأزمة دعم تزايد أهميتها، والجدول التالي يبين المقارنة بين أداء المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية من حيث الحجم الكلي في منطقة الخليج (السعودية، الكويت، قطر، والإمارات العربية المتحدة والبحرين) التي تمثل أكبر سوق التمويل الإسلامي وهو يمثل حوالي 80% من موجودات التمويل الإسلامي العالمي.

جدول رقم (5): مقارنة بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية في منطقة الخليج خلال أزمة الرهن العقاري

المصارف الإسلامية	المصارف التقليدية	
232.189	1.135.669	الأصول (مليار دولار)
7.666	22.008	الأرباح (مليار دولار)
38.2%	16.3%	نمو الأصول 2007-2008م
20.1%	6.1 - %	نمو الأرباح 2007-2008م
3.3%	1.9%	الأرباح/ الأصول

Source: Islamic Development Bank & Islamic Research and Training Institute, Islamic Finance and Global Financial Stability, April 2010, p30.

يشير الجدول أعلاه إلى مرونة المؤسسات المالية خلال الأزمة مقارنة بنظيرتها التقليدية ويجسد القدرة الذاتية لمؤسسات التمويل الإسلامي التي تسترشد الغرض والأهداف من خلال مبادئ الشريعة الإسلامية.

كما أظهرت مقارنة بين أداء أكبر 10 مصارف تقليدية مع أكبر 10 مصارف إسلامية في منطقة الخليج خلال الأزمة ما يلي:

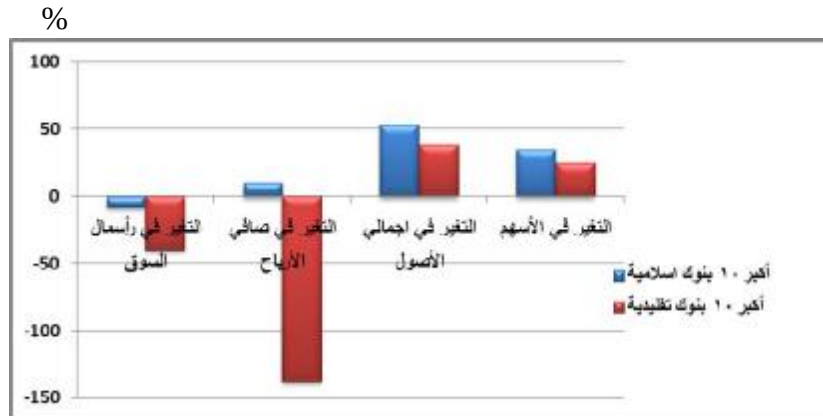
- القيمة السوقية المجمعة لأكبر 10 مصارف تقليدية عانت نسبة انخفاض بلغت 42.8 % مقابل انخفاض بنسبة 8.5% في رسملة سوق المصارف الإسلامية للفترة ما بين ديسمبر 2006 وماي 2009؛

- انخفاض صافي الأرباح المجمعة للمصارف التقليدية بشكل كبير من 116 مليار دولار عام 2006 إلى خسارة صافية قدرها 42 مليار دولار في 2008م في المقابل ارتفعت أرباح المصارف الإسلامية الصافية بنسبة 9% خلال نفس الفترة من 4.2 إلى 4.6 مليار دولار بينما شهدت أربعة من المصارف التقليدية خسائر؛

- بين عامي 2006م و2008م، نمت إجمالي أصول المصارف التقليدية بنسبة 36% لتصل إلى 17.4 تريليون دولار بينما نمت أصول مصارف الإسلامية بنسبة 55% من 94 مليار دولار إلى 147 مليار دولار، وكان النمو في مجموع حقوق المساهمين خلال هذه الفترة 24% و 36% للمصارف التقليدية والإسلامية على التوالي؛

- تلقي خمسة من أكبر 10 مصارف تقليدية المساعدة المالية الحكومية وبلغ المبلغ الإجمالي لها 163 مليار دولار، أو ما يقارب 26% من أسهم المصارف التقليدية المتضررة مجتمعة، في المقابل تلقت مؤسسة مالية إسلامية واحدة فقط المساعدة المالية لإعادة الهيكلة وعلقت تداول أسهمها.

شكل رقم (3): التغيرات في كل من: القيمة السوقية، الأرباح الصافية، الأصول والأسهم ما قبل وبعد الأزمة



Source: Islamic Development Bank & Islamic Research, op cit, p.35

إن المصارف الإسلامية أكثر استعدادا لمواجهة تداعيات الأزمة المالية من المصارف التقليدية، خصوصا أنها تبدو أكثر ربحية وأقل انكشافا على المخاطر من المصارف التقليدية، بالإضافة إلى تمتعها بوفرة السيولة، وأن النظام المالي الإسلامي يمتلك مبدئيا المقومات الأساسية التي تؤهله ليكون منافسا للنظام المالي التقليدي، شريطة مجابهة التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية ككل.⁴⁰

4. تتنوع أوجه الاستثمارات والتمويل في الصكوك الإسلامية بتنوع الصيغ الاستثمارية والتمويلية بالصناعة المالية الإسلامية من مشاركة ومضاربة وإجارة واستصناع وسلم... وهذا التنوع في إصدارات الصكوك يتيح للمستثمر الخيار في استثمار أمواله تبعا للصيغة التي يراها أنسب له، وهذا قد يخدم صناع السياسات بصناديق الثروة السيادية أكثر من تركيزهم على الأسهم والسندات التقليدية؛

5. أصبحت فائض أموال النفط سمة من سمات الاقتصاد العالمي، وفي شكل فوائض في ميزان المدفوعات التي تمتلكها دول الخليج، والأولى استثمار هذه الفوائض في الصناعة المالية الإسلامية وخصوصا في ظل رغبة شعوبها في ذلك؛

6. إن استثمار الصناديق السيادية لأصولها وفق صيغ التمويل الإسلامية، سيمكنها من الحفاظ على مواردها من التآكل والضياع لاسيما إذا تعلق الأمر بثروة الأمم، والتي من أجلها أنشئت هذه الصناديق من أجل تنمية هذه الثروة والحفاظ عليها، ولذلك فإن السبيل الوحيد لترشيد استثمار أصول هذه الصناديق هو الاستثمار في الصناعة المالية الإسلامية.

النتائج والتوصيات:

لقد تناولنا في هذه الورقة البحثية موضوع صناديق الثروة السيادية وكيفية الاستفادة منها لدعم الصناعة المالية الإسلامية، وذلك من خلال عرض الخلفية الأساسية لصناديق الثروة السيادية، وسرد خصائص ومزايا التمويل الإسلامي وبالأخص التمويل بالمشاركة، ومدى استقرار البنوك الإسلامية مقارنة بالتقليدية، وكذا عرض أهم الاستراتيجيات والقنوات التي يمكن أن تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية لدعم الصناعة المالية الإسلامية. وتم التوصل إلى ما يلي:

1. تعتبر الصناديق الثروة السيادية صناديق ادخارية تهدف للاستثمار في الأسواق والمؤسسات المالية الكبرى سعياً وراء العائد للحفاظ على ثروة الأمم.
2. تملك الدول الخليجية حصة كبيرة من إجمالي صناديق الثروة السيادية، كما تشهد هذه الدول نمو ملحوظ في الصناعة المالية الإسلامية، مما يتيح لها إمكانية أكبر في استثمار ثروتها السيادية في استثمارات محلية تدعم التنمية بها وفق أدوات الصناعة المالية الإسلامية.
3. تعد مؤسسات النظام المالي الإسلامية أكثر استقراراً وأقل تأثراً بالأزمة المالية العالمية مقارنة بمؤسسات النظام المالي التقليدي.

4. تحتاج الصناعة المالية الإسلامية إلى الدعم الحكومي والسيولة العالية لتمويل المشاريع الاستثمارية والتنموية، ولتطوير مؤسسات البنية التحتية للنظام المالي الإسلامي.
 5. تشهد أدوات الاستثمار الإسلامي (الصكوك الإسلامية بالأخص) قفزة نوعية وطفرة في المعاملات الإسلامية نظراً لما تتمتع به من حيث العائد والمخاطرة وطبيعة المشاركة في الربح والخسارة، وأنها تأثرت نسبياً بالأزمة المالية العالمية مقارنة بالأدوات التقليدية.
- بناءً على النتائج المتوصل إليها، نوصي بما يلي:

1. ضرورة ولوج صناديق الثروة السيادية للاستثمار في سوق الصكوك الإسلامية وبالأخص الصكوك السيادية للاستفادة من مزاياها الكبيرة.
2. باعتبار صناديق الثروة السيادية صناديق حكومية، وفي ظل سعي بعض الحكومات لدعم الصناعة المالية الإسلامية بها، فإنه يمكن ذلك من خلال استثمار ثروة هذه صناديق في المؤسسات المالية الإسلامية وإمدادها بالسيولة في حالات العجز المالي الذي قد يكتنف المؤسسات المالية الإسلامية أثناء عملها وخصوصاً أثناء الأزمات المالية التي أصبحت تلازم النظام المالي العالمي وما تنسم به من مدى عمق انقطاع السيولة في أسواق التمويل الرئيسية.
3. تركيز صناديق الثروة السيادية لدول الخليج العربي على الاستثمار في المشاريع المحلية أو الإقليمية وفق صيغ إسلامية كالمشاركة والمضاربة.

4. توثيق التعاون بين صناعات السياسات بصناديق الثروة السيادية للدول العربية والبنك الإسلامي للتنمية بما يخدم التنمية والتكامل في الدول العربية.
5. العمل على وضع استراتيجيات ومعايير تجذب أصحاب صناديق الثروة السيادية للاستثمار في الصناعة المالية الإسلامية ودعمها.

المراجع:

¹ستيفن جن وسبيروسأندروبولوس، نمو معتدل ...10 تريليونات دولار أمريكي بحلول العام 2015م، وجهات نظر مورغان ستانلي، نوفمبر 2008م.

*إن مصطلح "صندوق الثروة السيادية" لم يكن قد ابتكر إلا في العام 2005م، حين تساءل أندرو روزانوف، وهو محلل أسواق مالية قائلًا: "من الذي يمسك بثروة الأمم"، صحيح أن صناديق الثروة السيادية كانت موجودة منذ وقت طويل، إلا أنها لم تنتقل من كونها لاعبا هامشيا إلى لاعب مركز في التمويل العالمي سوى في منتصف العقد السالف، أصبح ينظر إليها بهذه الصفة.

²مأجد عبدالله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، القاهرة، العدد 43، 2009، ص: 63.

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

⁴دومينيكستراوس-آن، تصريح مدير عام صندوق النقد الدولي في كلمة أمام مجلس محافظي الصندوق، نشرة الصندوق الإلكترونية. 2008م.

⁵BelaichaAmine et Autres, un fonds d investissementd état pour l' Algérie : approche institutionnelle et confrontation au modèle traditionnel des fonds souverains, collègue international :crise financière internationale ,ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro _maghrébines ", Université de Bejaïa , Algérie, 2009, p3.

⁶Kavaljit Singh, Frequently Asked Questions About Sovereign Wealth Funds , research collaboration between Public Interest Research Centre and The Corner House , UK, 2008, p5

⁷IBDM , P5

⁸Will Devlin and Bill Brummitt, A few sovereigns more: the rise of sovereign wealth funds, Macroeconomic Group, the Australian Treasury, 2008, p120.

⁹بوفليح نبيل، دور الصناديق السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 49، 2010، ص: 99-100.

¹⁰محمد الطيب أحمد، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (الواقع والمتطلبات)، مذكرة ماجستير، جامعة الشلف، الجزائر، 2009، ص: 106.

¹¹خالد حنفي وآخرون، النظام النقدي العالمي بعد الأزمة العالمية رؤية عربية، المؤتمر العلمي العاشر "الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، بيروت، 2009، ص: 6.

¹²ماجد عبدالله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

¹³مهران حاتم، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، سلسلة أوراق عمل، رقم API/WPS0702، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2007، ص: 24.

¹⁴ملخص تقرير مؤسسة ميريل لينش "حول الصناديق السيادية 2007 التقرير منشور في جريدة الجريدة 12 جويلية 2008م.

¹⁵ماجد عبدالله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

¹⁶بوعتروس عبدالحق، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، العدد التاسع والعاشر، العدد 12، جامعة عدن، اليمن، ديسمبر 2012م، ص: 25-26.

¹⁷سليمان ناصر وعواطف محسن، هل تُنشئ الجزائر صندوقاً سيادياً في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية؟، مجلة دراسات مصرفية ومالية، العدد الخامس عشر، المملكة الأردنية الهاشمية، يناير 2010م، ص: 70-71.

¹⁸ستيفن بيرنت، صناديق الثروة السيادية الخليجية إدارة الثروة في زمن الاضطراب، مؤسسة كارنغي للسلام الدولي، لبنان، 2009م، ص: 3.

¹⁹وسام أبو الهجا، صناديق الثروة السيادية... ملاذ الدول الخليج في الأزمات، الخليج أون لاين، 15 مارس 2015.

²⁰Bertrand Blancheton et Yves Jégourel, Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? , Revue de la régulation , Numéro n°5 , France, 2009, p4.

²¹بوعتروس عبدالحق، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

- ²² بلخير قسوم، دور الاستثمار الخليجي في تمويل البلدان العربية ذات العجز المالي خلال الفترة الممتدة ما بين 2000 إلى 2009م، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة باتنة، الجزائر، 2013، ص: 105.
- ²³ بن اسماعين حياة، الصناديق السيادية الخليجية من إلى..... أين.....؟ ، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع والعشرون، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، فيفري 2013، ص: 89.
- ²⁴ بلخير قسوم، دور الاستثمار الخليجي في تمويل البلدان العربية ذات العجز المالي خلال الفترة الممتدة ما بين 2000 إلى 2009م، مرجع سبق ذكره، ص: 106.
- ²⁵ بوعتروس عبدالحق، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، العدد التاسع والعاشر، العدد 12، جامعة عدن، اليمن، ديسمبر 2012م، ص: 25-26.
- ²⁶ آندجويست وآخرون، التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق المال بصندوق النقد الدولي.
- [http:// www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2007](http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2007)
- ²⁷ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010م، ص: 9.
- ²⁸ كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، جامعة سطيف، الجزائر، 2014م، ص: 91.
- ²⁹ جعفر هني محمد وبراضية حكيم، إمكانية الاستفادة من صناديق الثروة السيادية لدعم الصناعة المالية الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد الثالث، العدد الثاني، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، ديسمبر 2012م، ص: 67.
- ³⁰ بيتك، 34.2 مليار دولار حجم الصكوك المصدرة في 2010م، جريدة القبس الكويتية، السنة 39، العدد 13493، 2010م.
- ³¹ تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بوبيان، هل يمثل النمو القوي للصكوك في 2010 بداية العودة والانطلاق بعد عامين من الركود؟، 2010م.
- ³² صيغ الهامش المعلوم مثل المراجعة والسلم و الإستصناع و الجعالة والإجارة بتفريعاتها، حيث أن مكافأة البنك تحدد سلفا كـمبلغ مقطوع وحيث أن المخاطرة تكون أقل في هذه الحالة .
- ³³ محمد بوجلال، تقييم الجهود التنظيرية للبنوك الإسلامية والحاجة إلى مقارنة جديدة على ضوء ثلاثة عقود من التجربة الميدانية وأثر العملة المالية على الصناعة المصرفية، المؤتمر العالمي السابع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2008، ص: 329.

³⁴عبد الله العمراني ومحمد السحبياني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2013م، ص: 34.

³⁵رفع حنيف، من الأصول المدعمة بالأصول إلى الهياكل المخففة الدعم بالأصول: التاريخ المعقد للصكوك، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد السابع عشر، العدد الأول، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2011م، ص: 112.

³⁶فياض عبد المنعم حسانين، آليات تطوير المنتجات والخدمات في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية طرابلس، تونس، 2008م، ص: 89.

³⁷الشركة الأولى للاستثمار، البدائل الشرعية لمشاركة القطاع الخاص في تمويل الموازنة العامة للدولة، 1999م، ص: 23.

³⁸أحمد مهدي بلواثي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي، مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مج 21، ع 2، 2008م، ص: 82.

³⁹صالح صالح وعبد الحليم غري، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملتقي الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعة خميس مليانة، الجزائر، 2009م، ص: 4.

⁴⁰مصطفى لعربي، تداعيات الأزمة المالية العالمية على المصارف الإسلامية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 51، القاهرة. 2010م، ص: 25.