جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

ماجستير إدارة الأعمال

**إدارة الصَناديق السياديَّة وصَناديق التَحوُّط**

**إعداد**

**عَبد الرَّحمٰن سَلُّوم**

**إشراف**

**د.مُحمَّد الحُسَين**

2009 - 2010

قائمة المحتويات

* الفصل الأول : **الصناديق السياديَّة**

مقدمة

تعريف الصناديق

مُلاك ومصادر أموال صناديق الثروة السيادية

أنواع الصناديق السياديَّة

الفرق بين الصناديق السياديَّة وغيرها من الهيئات المالية الأخرى

أهم الصناديق السياديَّة في العالم

أهمية الصناديق السياديَّة في النظام المالي العالمي

مساهمة الصناديق السياديَّة في النظام المالي العالمي

دور الصناديق السياديَّة في الاقتصاد

صندوق النقد الدولي والصناديق السياديَّة

الصناديق السيادية والأزمة المالية

دور المدير المالي في الصناديق السيادية

* الفصل الثاني : **صناديق التحوُّط**

مقدمة

تعريف صناديق التحوُّط

خصائص صناديق التحوُّط

آلية عمل صناديق التحوُّط

صناديق التحوُّط والأزمة المالية

دور المدير المالي في صناديق التحوُّط

المراجع

**الفصل الأول : صناديق الثروة السياديةSovereign Wealth funds**

**مقدمة[[1]](#footnote-1)**

تعتبر الصناديق السياديَّة ظاهرة ليست بالجديدة على الساحة المالية العالمية، حتى وإن عرفت نمواً سريعاً في نهاية القرن العشرين وبدايات الألفية الثالثة, حيث تعود هذه الصناديق إلى خمسينيات القرن العشرين عندما أنشأت دولة الكويت هيئة الاستثمار الكويتية سنة 1953 ، ليتوالى إثر ذلك في السبعينيات وما بعدها ظهور صناديق أخرى في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة حتى وصلت في منتصف سنة 2008 إلى53 صندوقاً.

ارتفع عدد الصناديق السياديَّة في العالم وازدادت موجوداتها وتوسعت استثماراتها على أثر تطور الاقتصاد العالمي منذ منتصف التسعينيات من القرن المنصرم الذي شهد تأسيس منظمة التجارة العالمية وإبرام اتفاقات متعددة الأطراف ترمي إلى تحرير التجارة الخارجية وحركات رأس المال الأجنبي.

لذلك ظهرت غالبية الصناديق السياديَّة في العالم في السنوات القليلة المنصرمة، ففي عام 1969 كان عددها ثلاثة صناديق فقط ثم 21صندوقاً عام 1999 وارتفع ليصل إلى 53 صندوقاً حالياً.

وبلغت موجودات هذه الصناديق 3860 مليار دولار ويعتبر هذا الرقم تقديري. ويتوقع صندوق النقد الدولي ارتفاعها إلى عشرة تريليون دولار عام2015 .

**تعريف الصناديق السياديَّة**

ويعرف صندوق النقد الدولي الصناديق السياديَّة على أنها " صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة. وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السياديَّة لأغراض اقتصادية آلية، 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 السياديَّة في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة.

صناديق الثروة السياديَّة :مؤسسات تابعة للحكومات وتستخدم الأموال العامة في عمليات الاستثمار ذات الأمد الطويل خارج دول المنشأ. وتلعب هذه الصناديق، لا سيَّما الخليجية منها، دوراً بارزاً على الساحة الاقتصادية العالمية، كما تثير أيضاً عدة مشاكل.

الصناديق السياديَّة: هي في الأصل صناديق تابعة للدولة، وهي تستعمل للحصول على عائدات أكبر من تلك التي يمكن أن نحصل عليها من سندات الخزانة .

**مُلاك** **صناديق** **الثروة** **السيادية**

بخلاف ما يعتقده البعض حول أن تلك الصناديق ظاهرة حصرية للعائلات المالكة في دول الخليج العربية، فإن عدة دول حول العالم تمتلك صناديق مماثلة، ومن بينها النرويج التي تمتلك أحد أكبر الصناديق حول العالم والتي تقدر موجوداته بأكثر من 322 مليار دولار.

وكذلك، تدير كل من سنغافورة والصين وروسيا صناديق مماثلة ذات وزن كبير، يقدر "ستاندرد تشارترد" حجمها بقرابة 100 مليار دولار، وكذلك أسست كل من التشيلي وفنزويلا هيئات من هذا النوع.

يعتبر جهاز أبو ظبي للاستثمار أكبر الصناديق السياديَّة في العالم، وهذا بالنظر إلى حجم موجوداته بالدولار الأمريكي ونسبة تلك الموجودات إلى إجمالي الناتج المحلي لدولة الإمارات العربية المتحدة.

لكن تقديرات حجم الصندوق تتفاوت بشدة، إذ أنها تتراوح بين 250 مليار وتريليون دولار، بينما يقدر "ستاندرد تشارترد" حجم موجودات الصندوق بقرابة 625 مليار دولار ، وقد كانت عملية شراء حصة بقيمة 7.5 مليار  دولار في مجموعة "سيتي غروب"[[2]](#footnote-2) خلال تشرين الثاني 2008 آخر نشاطاته البارزة.

**مصادر أموال الصناديق السياديَّة**

تعتبر عائدات النفط المصدر الأساسي للأموال أكبر الصناديق الاستثمارية السياديَّة في العالم، وبالتزامن مع ارتفاع أسعار النفط وازدياد إيرادات الدول المنتجة للخامات ازدادت ثروات هذه الصناديق، كما تعتبر الاحتياطيات النقدية الأجنبية مصدراً أساسياً أيضاً.

وتنشأ صناديق الثروة السياديَّة في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة.

وتشير دراسات أجراها "ستاندرد تشارترد"**[[3]](#footnote-3)** إلى أن حجم الأموال التي ستمتلكها تلك الصناديق خلال عقد من الزمن ستتجاوز 13.4 تريليون دولار، فيما تقدر "مورغان ستانلي" أن تبلغ  الموجودات 17.5 تريليون دولار.

**أنواع صناديق الثروة السياديَّة**

تنشئ الحكومات صناديق الثروة السياديَّة لأسباب عديدة , وتشير تحليلات صندوق النقد الدولي إلى وجود أربع أنواع من هذه الصناديق يمكن التمييز بينها عموماً **وفقاً لهدفها الأساسي** وهي:

•         **صناديق الاستقرار**:  التي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية والاقتصاد ككل من تذبذبات أسعار سلع النفط في العادة.

•         **صناديق الادخار للأجيال القادمة** : التي تهدف  إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً.

**•         شركات استثمار الاحتياطيات** التي لا تزال  أصولها تدرَج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية ويتم إنشاؤها لزيادة العائد على الاحتياطيات**.**

•         **صناديق التنمية**: التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع الاجتماعية-الاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات النشاط والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في البلد المعني .

يتم تصنيف الصناديق السياديَّة **تبعاً إلى مصادر دخلها** إلى:

1. **الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية**

 هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساساً النفطية. ذلك أنه تطرح أمام هذه الدول إشكالية استغلال هذه المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكامنها 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 .

1. **الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية**

ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية في تعاظم  مستمر بحيث تجاوز 7 تريليون دولار في سنة 2008  ولقد تزايد حجمها في سنة 2007 لوحدها بــ 1 تريليون دولار.

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

1. **الصناديق الممولة بعوائد الخصخصة**

 دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة لخصخصة القطاع الحكومي أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة. ففي فرنسا بلغت عوائد برنامج الخصخصة 24 مليار دولار ،  وفي الجزائر بلغت عوائد الخصخصة خلال أربع سنوات إلى غاية 2008 حجم 16 مليار دور. وتتباين استعمالات الدول لهذه العوائد. فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية، وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون. ونظراً لضخامة هذه العوائد وتخوفاً من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، والذي يمكن أن يؤدي إلى حالة من التضخم غير المقدور على التحكم فيها. وانطلاقاً من كون المؤسسات المخصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخصخصة إلى صناديق سيادية.

1. **الصناديق الممولة بفائض الميزانية**

تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق من فائضاً 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 توالى تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

تمثل الصناديق السياديَّة الممولة بعوائد المواد الأولية 2/3  من أصول هذه الصناديق. فهيئة استثمار أبو ظبي تدير 875 مليار دولار، وتمثل لوحدها 25% من الأصول التي تديرها هذه الصناديق. وبهذا تعتبر عوائد المواد الأولية (خاصة البترول والغاز) المصدر الأساسي لأصول أكبر الصناديق السياديَّة في العالم مما يجعل التساؤل عن مدى قدرتها على الحصول على الأموال مستقبلاً في ظل اتجاه أسعار النفط نحو التدهور بفعل الأزمة المالية العالمية الراهنة.

**الفرق بين الصناديق السياديَّة وغيرها من الهيئات المالية الأخرى**

 تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة والصرف، ويغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية، ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف، تستثمر أساساً في السندات. وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السياديَّة إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.

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

 تتميز عن المؤسسات الحكومية حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري. والأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السياديَّة التي هي عبارة عن صناديق استثمار. ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية للصناديق السياديَّة هي استثمار الأصول المالية.

**أهم الصناديق السياديَّة في العالم**

والصناديق الثمانية الكبرى التي تزيد موجوداتها على 150 مليار دولار تملكها سبع دول هي الإمارات والصين (صندوقان) وسنغافورة والنرويج والسعودية والكويت وروسيا.

إن موجودات الصناديق العربية تبلغ 46% من موجودات الصناديق في العالم. ويعد مركز أبو ظبي للاستثمار أكبر صندوق في العالم إذ تتراوح موجوداته حسب التقديرات بين 650 و1300 مليار دولار.ويعد صندوق الأجيال القادمة الكويتي أقدم صندوق سيادي في العالم، الحكمة منه تخصيص نسبة سنوية من إيرادات النفط الكويتي قدرها 10% وتنميتها باستثمارها في أنشطة خارج الدولة.

والجدول التالي يبين أكبر الصناديق السيادية في العالم حتى آب 2007 :

|  |
| --- |
| **[[4]](#footnote-4)**Large sovereign wealth funds |
| **Current sizea Date established Name Country**(billions of US dollars)  |
|
| United Arab Emirates | Abu Dhabi Investment Authority | 1976 | 500 to 875e  |
| Singapore | Government of Singapore Investment Corporation | 1981  | 100 to 330er |
| Norway | Government Pension Fund–Global | 1990 | 308 |
| Kuwait | Future Generations Fund | 1976 | 174 |
| Russia | Stabilization Fund of the Russian Federation | 2004 | 122 |
| Singapore | Temasek Holdingsb | 1974 | 108 |
| China | Central Huijin Investment Companyb | 2003 | 66e |
| Qatar  | Qatar Investment Authority | 2005 | 50e |
| Algeria | Revenue Regulation Fund | 2000 | 43 |
| Australia | Future Fundb | 2006 | 42 |
| United States | Alaska Permanent Fundb | 1976 | 40 |
| Kuwait | General Reserve Fund | 1960 | 39 |
| Brunei | Brunei Investment Agency | 1983 | 30e |
| Korea | Korea Investment Corporation | 2005 | 20r |
| Malaysia | Khazanah Nasionalb | 1993 | 18 |
| Kazakhstan | National Oil Fund | 2000 | 18 |
| Venezuela  | National Development Fundc | 2005 | 15 |
| Canada | Alberta Heritage Savings Trust Fundb | 1976 | 14 |
| Iran | Oil Stabilization Fund | 2000 | 12e |
| New Zealand | Superannuation Fundb | 2001 | 10 |
| Totald | 2,032  |

وهناك نماذج مختلفة من الصناديق السياديَّة العالمية يمكن استخلاص دروس منها وتجسّد في ثلاثة بلدان وهي النرويج، سنغافورة، والصين .

ويُعتبر الصندوق السيادي الخاص بالنرويج نموذجاً مثالياً لأفضل الممارسات الاستثمارية لأنه يعمل في إطارٍ منظّم وفائق الشفافية. وقد سمحت الحوكمة والشفافية للصندوق أن يعزّز العائدات المالية على الإيرادات من بيع النفط، وتعزيز استقرار الاقتصاد العام، بالإضافة إلى كون الصندوق عاملاً فاعلاً و مسؤولاً في المجتمع

أمّا نجاح سنغافورة في تعزيز النمو الاجتماعي الاقتصادي، فهو مثال إيجابي للصناديق السياديَّة يمكن الاحتذاء به. ويضيف سمّان : نجحت [[5]](#footnote-5)Temasek Holdings في سنغافورة بإدارة الشركات الحكومية، وتعزيز تنمية قطاعات كالتكنولوجيا، والنقل، والخدمات اللوجستية.

أما الصناديق السياديَّة في الصين فتُعتبر مهمّة لما تعكس هذه الصناديق من سعي الصين وراء التنمية الاجتماعية والاقتصادية، والطريقة التي تتعامل بها مع أهدافها الاستثمارية.

بالإضافة إلى الصناديق الخليجية

يمكن للصناديق السياديَّة في مجلس التعاون الخليجي أن تدعم استراتيجيات النمو الاقتصادي المحلي من خلال استثماراتها الدولية والمحلية. فالاستثمارات الدولية مثلاً توفرّ سبلاً للتعاون مع إدارات الشركات المستثمر فيها والتعرف على نماذج عمل مختلفة، بالإضافة إلى إجراءات واستراتيجيات من شأنها أن تضيف إلى الخبرات المحلية. كما تساعد الاستثمارات في الشركات المتعددة الجنسيات على كسب التكنولوجيات المهمة، والمعرفة من خلال توفير الحوافز لهذه الشركات والضغط عليها من أجل زيادة القيمة محلياً ونقل المعرفة والخبرة. ومحلياً يمكن للصناديق السياديَّة في مجلس التعاون الخليجي أن تبادر باستثمارات تستهدف القطاعات التي تكمّل استثماراتها العالمية بهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي. ومن المهم الإشارة إلى أن نقل المعرفة من خلال الاستثمارات يجب أن يكون مصحوباً بمقومات أساسية مثل رأس المال البشري المؤهل، والبنية التحتية، والمؤسسات الفعالة، وذلك بهدف تسهيل استيعاب المعرفة المنقولة وتطويرها.

وعلى الصناديق السياديَّة في مجلس التعاون الخليجي أن تستخدم ثروتها في المراحل التي تتميز بحركة اقتصادية ضعيفة بهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي والحفاظ على تمويل الاستثمارات الاستراتيجية.

 فصندوق النرويج السيادي على سبيل المثال راح يدعم مشاريع البنية التحتية غداة الأزمة الاقتصادية العالمية بهدف الحفاظ على النمو الاقتصادي للبلاد.

هذا وتزداد الصناديق السيادية حجماً وعدداً ويفسر هذا النمو في عدد الصناديق وأحجامها:

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

2.    تباطؤ النمو العالمي وانعكاساته على الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية وشركائها التجاريين الرئيسيين الأسيويين.

3.    تزايد تخصصات الاحتياطيات وتحويلات الفوائض الميزانية لصالح هذه الصناديق.

4.    ظهور صناديق سيادية جديدة (تايوان، البرازيل، الصين، اليابان......إلخ

**أهمية الصناديق السياديَّة في النظام المالي العالمي**

تتوفر الصناديق على أكثر من 3 تريليون دولار في منتصف 2008 مقابل 500 مليار في بداية سنوات التسعينيات من القرن العشرين. ويقدر لها حسب بعض السيناريوهات النمو بمعدلات سنوية تتراوح ما بين  10 % و 20 %. وهذا ما يسمح لها بأن تتراوح أصولها في آفاق 2012 ما بين 5- 10تريليون دولار.

حتى وإن كانت متغيرات الأزمة المالية العالمية تبقي السيناريو الأقل أقرب إلى الواقع نتيجة تراجع أسعار المواد الأولية وعلى رأسها البترول. ويشير تقرير نشرته مؤسسة ستانلي مورغان إلى أن أصول الصناديق السياديَّة ستصل في آفاق 2015 إلى 12 تريليون دولار(برينت سيفين، 2008) .

ورغم هذا الحجم المالي الكبير للصناديق السياديَّة فإنها تبقى متواضعة بالمقارنة مع بعض الهيئات المالية العاملة على مستوى الأسواق المالية العالمية:

1.    تمثل 1/6  من الأصول المدارة من قبل شركات  التأمين التي تدير أكثر من 16 تريليون دولار.

2.    تمثل 1/7  من الأصول المدارة من قبل صناديق المعاشات والتي تصل إلى أكثر  من 15 تريليون دولار .

3.    تمثل1/2 من احتياطات الصرف العالمية التي تصل إلى 7 تريليون دولار.

وهذا ما يجعل الصناديق السياديَّة في المرتبة الرابعة من حيث الأهمية، رغم كونها تحوز على ضعف الأصول المدارة من قبل صناديق المضاربة (1.5-2 تريليون دولار) .وأكثر من10  أضعاف الأموال القابلة للإقراض من قبل صندوق النقد الدولي والتي تصل إلى 250 مليار دولار.

**مساهمة الصناديق السياديَّة في النظام المالي العالمي**

ويمكن لهذه الصناديق وهي بهذا الحجم المساهمة في النظام المالي العالمي على الشكل التالي :

1.    قدرتها على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها، بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال المولودة بعد نضوب المواد الأولية.

2.    سماحها بتنويع مصادر الناتج المحلي الخام بتطوير أنشطة جديدة كما هو حال صناديق أبو ظبي، دبي بتطويرها للسياحة وصناعات التسلية والأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية.

3.    توفيرها لموارد دائمة ومنتظمة للدول المالكة لها تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزنها تبقى قابلة للنضوب.

4.    قيامها بدور استقراري بامتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية، فيسمح تكوين صندوق سيادي بتوفير مداخيل سنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية ، وتعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية السلبية. فلقد استطاع صندوق الأجيال القادمة في الكويت مثلاً تمويل إعادة إعمار الكويت بعد الغزو العراقي.

5.    المساهمة في تنمية الدول المستقبلة لاستثمارات الصناديق، بتمويل الهياكل القاعدية. وهذا ما دفع رئيس البنك العالمي إلى الاقتراح على هذه الصناديق استثمار 1%من أصولها في المؤسسات الأفريقية بالتعاون مع البنك.

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

7.    المساهمة في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي وزيادة المشاركة وربط المصالح.

8.    المساهمة في تحقيق مزيد من الاستقرار الاقتصادي، في الدول المنتمية إليها بتنويع الاقتصاد بالتوسع في الأنشطة غير النفطية خاصة؛ بما يعمل على تقليص الاعتماد على واردات السلع الاستهلاكية، ومن ثم تأثيرات التضخم المستورد.

**دور الصناديق السياديَّة في الاقتصاد**

تفترض السياسة الاقتصادية الرشيدة استثمار الأموال العامة بصورة منتجة بدلاً من إنفاقها في ميادين الأبهة أو وضعها في حسابات مصرفية لا تدر دخولاً حقيقية بسبب هبوط أسعار الفائدة وارتفاع معدلات التضخم. وتتجلى أهمية الصناديق السياديَّة في حصول الدولة على دخول لتغطية عجزها المالي عندما تهبط إيراداتها وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر.طيلة الفترة الواقعة بين 1990 و2004 سجلت ميزانية الإمارات عجزاً وصل إلى ثمانية مليارات دولار عام 1999، وفي التسعينيات لم تسجل ميزانية الكويت فائضاً إلا في عام 1997، وحينذاك تم اللجوء إلى عدة وسائل لتغطية هذا العجز منها الاستفادة من أرباح الصناديق السياديَّة.

أما إيجابيات الصناديق السياديَّة في الدول المتلقية فهي كثيرة، إذ إن استثمارات هذه الصناديق تؤدي مباشرة إلى تحريك الاقتصاد المتلقي وإنعاشه.

كما تساهم في معالجة بعض المشاكل الاقتصادية والاجتماعية كالبطالة، فعلى سبيل المثال أدت مساهمة صندوق مبادلة الإماراتي بنسبة 8.1% من شركة أي أم دي الأميركية إلى توفير 1400 فرصة عمل مباشرة ترتبط بقطاع الإلكترونيات في هذه الشركة وحوالي 5000 فرصة عمل ترتبط بالأنشطة الأخرى ذات العلاقة بهذا القطاع.

وعندما اندلعت الأزمة المالية العالمية رصدت عدة دول، خاصة الولايات المتحدة وبلدان الاتحاد الأوروبي، أموالا طائلة لإنقاذ شركاتها من الانهيار وما يترتب عليه من تعطيل الأنشطة الاقتصادية، كما اتجهت أنظار هذه الدول إلى الصناديق السياديَّة الخليجية والآسيوية للمساهمة في هذا الإنقاذ.

ستتحقق طموحات هذه الدول إذا نجحت الصناديق السياديَّة في التخفيف من وطأة الأزمة المالية، أما إذا فشلت بسبب تعرضها للخسارة، فإن هذه الدول ستتخلص من هذه الصناديق الأجنبية المتهمة أحياناً بممارسة أنشطة خطيرة وأحياناً أخرى بالهيمنة على مؤسسات صناعية ومصرفية.

والواقع أن الصناديق السياديَّة ليست مؤسسات مصرفية، بل هي أجهزة استثمارية لا تشتري الحصص في الشركات نتيجة ضغوط سياسية بل نتيجة دراسة اقتصادية مستفيضة.

إن المقدرة المالية للصناديق الخليجية هبطت في الآونة الأخيرة تحت تأثير عدة عوامل في مقدمتها تراجع أسعار النفط وتضررها بسبب مساهمتها في شركات هبطت أسعار أسهمها. وقد تطالبها دولها بعدم استثمار أرباحها لتعويض هبوط أسعار النفط. وهذه هي الحكمة الأساسية من تأسيسها.

وبات المستثمرون داخل منطقة الخليج يطالبون حكوماتهم بالتدخل لإنقاذ شركاتهم الوطنية من الإفلاس بدلاً من ضخ الأموال في الشركات الأجنبية في الخارج.

**صندوق النقد الدولي والصناديق السياديَّة**

أمام النمو المتزايد للصناديق السياديَّة وزيادة دورها على مستوى الأسواق المالية العالمية، عمل صندوق النقد الدولي على إيجاد آليات تمكن من إدماج هذه الصناديق ضمن قواعد النظام المالي العالمي. وهكذا قامت اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية بدعوة من الصندوق في أكتوبر 2007 إلى إقامة حوار مع البلدان الأعضاء قصد وضع مجموعة من القواعد التي تحكم الممارسات في مجال إدارة الصناديق السياديَّة. وعمل صندوق النقد الدولي في ذات الوقت بهذا الخصوص مع منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.

وتبعاً لذلك تم تأسيس مجموعة عمل دولية في 1 أيار  2008 لتحديد مجموعة من المبادئ الطوعية تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي ترتكز عليه الصناديق السياديَّة ونظام حوكمتها وعملياتها الاستثمارية، بما يدعم المحافظة على مناخ استثماري منفتح ومستقر, وعقد لذلك جلسات عمل في واشنطن، سنغافورة وسنتياغو  إلى أن توصلت إلى اتفاق أولي حول مبادئها في 2 أيلول  2008 وأصبحت هذه المبادئ تسمى بمبادئ سنتياغو وعددها أربعة وعشرون مبدأً طوعياً تغطي المجالات التالية:

- الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية.

- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة.

- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

وكان الغرض من هذه المبادئ هو:

-1 إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.

-2 ضمان الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة السياديَّة.

-3 التأكد من أن استثمارات صناديق الثروة السياديَّة تراعي المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد.

-4 المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات.

ورغم أهمية هذه المبادئ ومشاركة بعض الصناديق السياديَّة في صياغتها وإعدادها، فإنها تنطلق من رؤية اتهامية للصناديق بأنها بعيدة في إدارتها عن الشفافية وقواعد الحكم الراشد، وهي بهذا تشكل تهديدا لأسس النظام المالي العالمي.

وتم في نفس الوقت إلزام الصناديق السياديَّة بمبادئ الاستثمار المعتمدة من قبل منظمة التعاون والتنمية والمتمثلة في:

* **عدم التمييز**: بحيث يجب ألا يتم  إخضاع المستثمرين الأجانب إلى أنظمة مزايا أقل من تلك الممنوحة للمستثمرين الوطنيين، في نفس الظروف وبما أن منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية تحمي مباشرة استثمارات الصناديق السياديَّة في الدول الأعضاء تكون ملزمة بتوسيع حرية الاستثمار إلى كل دولة عضو في صندوق النقد الدولي.
* **الشفافية:** بحيث يجب أن تكون  المعلومات حول قيود الاستثمار الأجنبي كاملة ومتاحة للجميع.
* **التحرير التدريجي:** تلتزم الدول الأعضاء  بالإلغاء التدريجي للقيود على حرية انتقال رؤوس الأموال على أراضيها.

من المفيد الإشارة إلى أن هذه المبادئ تم وضعها للشركات متعددة الجنسيات، علما بأنه تم تسجيل صعود متزايد لهذا النوع من الشركات المملوكة لدول العام الثالث ويتم التغاضي عن جزء من هذه المبادئ لما

يتعلق الأمر بحماية مصالح الدول الكبرى مثل التعامل مع مبدأ الشفافية، فالدول الصناعية لا تعلن بشكل شفاف عن مخزونها الاستراتيجي من النفط إلا عند رغبتها في التأثير على السوق النفطية.

**الصناديق السيادية والأزمة المالية**

لقد لعبت هذه الصناديق دوراً إيجابياً مهماً في ظل الأزمة على اعتبار أن الأزمة هي أزمة سيولة وهذا ما تمتلكه الصناديق السيادية ، لقد ساهمت الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة ففي ظرف ستة أشهر استثمرت الصناديق ما قيمته 76.83 مليار دولار في رأسمال المؤسسات المالية الغربية ،ولولا تدخل الصناديق السيادية كان يمكن للخطر النظامي للأزمة أن يكون أكثر أهمية.

كما أن للأزمة دور سلبي على الصناديق وخاصة الخليجية إذ تعرضت إلى خسائر من جراء هذه الأزمة قدرتها مجلة الإيكونمست بـ 400 مليار دولار وهو مبلغ يمثل 4% من حجم الخسائر التي تحملها الاقتصاد العالمي بسبب الأزمة حسب تقديرات بنك إنجلترا الذي قدر هذه الخسائر بنحو 10 تريليون دولار .

**دور المدير المالي في الصناديق السيادية**

نستطيع دراسة هذا الدور من جانبين الأول دور المدراء الماليون للصندوق السيادي , و الثاني دور المدراء الماليون في الدول المستقبلة لاستثمارات الصناديق:

1. **دور المدراء الماليون للصندوق السيادي**

للمدراء الماليون في الصناديق السيادية الدور المحوري في رسم استراتيجياتها ولم نقل مدير مالي واحد فقط على اعتبار أن القائمون على هذه الصناديق من مدراء في جميع المستويات هم خبراء ماليون لأن الصندوق السيادي هو صندوق مالي.

يتجلى دورهم في عدة نقاط يمكن بيانها كالتالي:

* اختيار الدولة التي سيتم فيها استثمار أموال الصناديق من بين عدة دول.
* اختيار قطاعات الأعمال الملائمة التي سوف تضع فيها أموالها ولا شك أن هذه القطاعات سواء حكومية أم خاصة ستكون القطاعات الرائدة في البلد الذي يتم اختياره.
* اختيار الشركات التي ستشاركها الصناديق السيادية أو المشاريع التي تريد تمويلها.

طبعاً في النقاط الثلاثة السابقة سيتم الاختيار وفقاً لدراسة جدوى اقتصادية قوية للمفاضلة بين الدول والقطاعات فيها والمنظمات الناجحة فيها أي أن المدراء الماليون في الصناديق السيادية هم الذين يحددون المكان والزمان والكيفية التي سيتم فيها استثمار أموال الصناديق بما يحقق عوائد استثمارية عالية أي نستطيع القول أن المدراء الماليون في الصناديق السيادية هم المدراء الاستراتيجيون فيها.

1. **دور المدراء الماليون في الدول المستقبلة لاستثمارات الصناديق**

يمكننا دراسة هذا الدور من ناحيتين:

* المدراء الماليون **لحكومات** الدول المستقبلة كوزير المالية ووزير الاقتصاد وغيرهم ممن يقوم على الإدارة المالية في الدولة إذ يقومون بدور أساسي من خلال تقديم الفرص الاستثمارية الجيدة في البلد لإدارة الصناديق السيادية , مثلاً في سوريا نتبع سياسة دعم الاستثمار والمستثمرين الخارجيين بالتالي يستطيع من يقوم على عملية الدعم من مدراء ماليين حكوميين بعرض بعض المشاريع الاستثمارية ذات الجدوى الاقتصادية الجيدة على إدارة الصناديق السيادية (كحكوميين) في دولة الإمارات العربية المتحدة أو قطر أو الكويت أو السعودية. مما سبق نلاحظ الدور الكبير للمدراء الماليين لحكومات الدول المستقبلة في تأمين مستثمرين لمشاريع في بلدهم.
* المدراء الماليون في **الشركات الخاصة** في البلد المستقبل يمكن أن يلعبوا دوراً كبيراً أيضاً في عرض مشاريعهم الناجحة على مدراء الصناديق السيادية لإقناعهم في استثمار أموالهم في هذه الشركات, وغالباً ما تكون هذه الشركات شركات عالمية رائدة في مجال الأعمال حتى يتم استثمار أموال دولة أخرى فيها, ويتجلى دور المدير المالي في منظمته في عملية تمويل استثماراته كأحد مصادر التمويل.

مما سبق نجد أن للمدير المالي الدور الأساسي الذي يؤثر على استراتيجية المنظمات والحكومات في الدول المستقبلة واستراتيجية الصناديق السيادية وبالتالي على الدول المالكة للصناديق السيادية.

\

**الفصل الثاني : صناديق التحوُّط Hedge Funds**

**مقدمة**

ولد أول صندوق تحوط في العام 1949 على يد *الفريد وينسلو جونز* عالم الاجتماع عندما كان يعد مقالة حول أحدث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوراتها لحساب مجلة "فورتشن" حيث توصل إلى آلية تمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يحققه المحترفون وكانت إستراتيجيته تقوم على المتاجرة في الأسهم بناء على مركزين ماليين : طويل الأجل بحيث يشتري الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع وقصير الأجل وهو ما يسمى «short selling» أو البيع على المكشوف بحيث يبيع أسهم يتوقع انخفاضها ليعيد شرائها في وقت لاحق مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تدر عائداً أعلى من سعر فائدة الاقتراض وهو ما يسمى الرفع المالي وما تزال هذه الآليات من أخص خصائص
صناديق التحوُّط في عصرنا هذا مع محاولة التطوير والابتكار في آليات الاستثمار من قبل مديري هذه الصناديق لإيجاد آليات استثمارية تحقق عائداً عالياً مع مخاطر مقبولة ومحاولة إيجاد آليات لتحييد هذه المخاطر ويبلغ عدد صناديق التحوُّط الموجودة في العالم 10 آلاف صندوق تقريباً تدير 1.3 تريليون دولار وتعتبر صناديق التحوُّط من أسرع الأدوات المالية نمواً في العالم.

**تعريف** **صناديق** **التحوُّط** [[6]](#footnote-6)

صندوق التحوُّط هو وعاء استثماري يضم عدداً من المستثمرين لا يزيد غالباً عن نحو خمسمائة مستثمر؛ قيمة الاشتراك في الصندوق ضخمة إذ تتراوح عادة ما بين نصف مليون ومليون دولار كحد أدنى؛
فلسفة الصندوق تقوم على ضمان تحقيق ربح للمستثمر فيه بصرف النظر عما قد يحدث في أسواق العالم من تقلبات, وليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة وهذه من النقاط القوية التي تؤخذ عليها.

السبب الرئيسي لتسميتها بهذا الاسم هو أنها تتبنى إستراتيجية استثمارية تهدف إلى التحوُّط أو الحيطة من مخاطر التعرض لأي خسائر.
أما مديرو هذه الصناديق فهم عادة من أغنى أغنياء العالم لأنهم ببساطة يحصلون على نسبة من الأصول وهامش كبير من الأرباح.

بلغ حجم الاستثمارات الحكومية والأفراد فيها خلال العام الماضي خمسة وستين مليار دولار ومن المتوقع أن تصل إلى مائة وأربعين مليار دولار في عام 2010.

**خصائص صناديق التحوُّط**

 وتعد صناديق التحوُّط من أسرع الأدوات المالية نمواً في العالم وأهم ما يميز صناديق التحوُّط عن صناديق الاستثمار الأخرى:‏

1. صناديق التحوُّط هي وعاء استثماري خاص يضم عدداً محدداً من المستثمرين لا يزيد في الأغلب على 499 مستثمراً غرضه الاستثمار في الأوراق المالية.‏
2. صناديق التحوُّط غير خاضعة للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية لأنها عبارة عن عقد شركة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق.‏
3. قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك فهو يعتبر من الأوعية الاستثمارية الخاصة بالأثرياء.‏
4. يتقاضى مدير الصندوق أجوراً عالية جداً حيث تتراوح ما بين 1-2% من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح.‏
5. الاسترداد يتم شهرياً أو سنوياً.‏
6. ليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الاستثمار ومن حيث استخدام الرفع المالي أو أدوات المشتقات أو البيع على المكشوف.‏

**آلية عمل صناديق التحوُّط**

تعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرقة بين القيمتين ، وهو ما يسمى " الرفع المالي" .

إن صناديق التحوُّط اقترضت مئات مليارات الدولارات بأسعار فائدة منخفضة من اليابان، ثم استثمرت أرباحها في بلدان مثل البرازيل وتركيا حيث أسعار الفائدة مرتفعة وطالما ظل الين ضعيفاً فان هذه الإستراتيجية الاستثمارية ستظل تعمل وكأنها ماكينة نقود. ولكن إذا ما ارتفع سعر الين بصورة حادة، كما قد يحدث بسهولة نظراً للفائض الهائل لدى اليابان في حسابها الجاري ، فسوف تتحمل بعض صناديق التحوُّط خسائر مالية فادحة وتنهار التجارة المحملة على الين بصورة عنيفة.

استثمرت صناديق التحوُّط بما صار يعرف بــ"الأدوات المالية" التي تدرّ أرباحاً خيالية, فما هي هذه الأدوات وما علاقتها بأزمة الائتمان العقاري التي هددت العالم؟

 يُقصد بالأدوات المالية ما يسمى بـ"مشتقات الائتمان" وهي عملية تحويل القروض المختلفة، مثل قرض الرهن العقاري وغيره، إلى سندات يمكن تداولها في الأسواق المالية. إحدى هذه "الأدوات المالية" كان التداول بسندات معتمدة على القروض الممنوحة في سوق القروض العقارية الثانوية. خلافا لسوق القروض الرئيسية، تقوم شركات القروض في السوق الثانوية بمنح قروض إسكان مسهَّلة لزبائن لا يتمتعون بتاريخ ائتماني جيد، بمعنى أنهم يحصلون على قروض دون دفع أي سلفة ودون إثباتات موثّقة حول أحجام وقيم أجورهم وممتلكاتهم.

وقد قام صندوقاً التحوُّط التابعان لشركة "بير-ستيرنز"، البنك الاستثماري في نيويورك، بجمع مئات ملايين الدولارات من مستثمرين أثرياء، واقترضا أضعاف المبلغ من البنوك الكبيرة في وول ستريت، وبدأ التداول بسندات سوق القروض العقارية الثانوية، حتى أعلنا إفلاسهما.

إن أحد مدراء صناديق التحوُّط راهن على خسارة مؤشر أي. بي. اكس. للسندات القائمة على قروض الرهن العقاري في السوق الثانوية، واستطاع تحقيق الربح حين انهارت أسعار السندات المذكورة.

كيف حقق ذلك؟

تقوم آلية عمل صناديق التحوُّط على إستراتيجية تهتم بالمتاجرة في الأسهم بناء على مركزين ماليين:‏

**الأول** - طويل الأجل بحيث يشتري الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع.‏

**الثاني** - قصير الأجل وهو ما يسمى (short selling) أو البيع على المكشوف بحيث يبيع أسهماً يتوقع انخفاضها ليعيد شراءها في وقت لاحق مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تدر عائداً أعلى من سعر فائدة الاقتراض وهو ما يسمى الرفع المالي وما تزال هذه الآليات من أهم خصائص صناديق التحوُّط في عصرنا. ويحاول مديرو صناديق التحوُّط التطوير والابتكار في آليات عمل الاستثمار في هذه الصناديق بهدف إيجاد آليات استثمارية تحقق عائداً عالياً مع مخاطر مقبولة.‏

ويبلغ عدد هذه الصناديق التي ظهرت فكرتها في وول ستريت في أربعينيات القرن الماضي 8000 ثمانية آلاف صندوق تجوب شتى أسواق العالم.

  **صناديق التحوُّط والأزمة المالية**

يمكن القول أنه اختتمت صناعة "صناديق التحوُّط" في العالم أسوأ عام في تاريخها بسحب المستثمرين لرأس مال هائل بلغ 152 مليار دولار أمريكي في الربع الأخير لعام 2008، وذلك وفقاً للبيانات التي أصدرتها مؤسسة بحوث صناديق التحوُّط، وهى إحدى المؤسسات الرائدة في مجال تقديم بيانات صناديق التحوُّط.
لقد تراجع مؤشر مؤسسة بحوث صناديق التحوُّط المركب الخاص بالصناديق ذات الأهمية والثقل بنسبة 18.3% لعام 2008، وهو العام الثاني فقط الذي انخفض فيه المؤشر منذ 1990.
وعانت صناعة التحوُّط، أثناء عام 2008، من فترة انحدارات وهبوط لمدة ستة أشهر متتالية، فيما بين شهري حزيران  وتشرين الأول  تخللها ارتفاع بنسبة 0.41% في شهر كانون الأول  فقط، واشتملت على تذبذب مركز لمدة شهرين في أيلول وتشرين الثاني  تراكم فيهما الانخفاض حتى وصلت نسبته إلى 13%.
ومع انخفاض الأداء وزيادة تذبذب الأسعار، قام المستثمرون في أثناء 2008 بسحب 155 مليار دولار أمريكي مشكلاً بذلك رقماً قياسياً، وتعتبر هذه المرة الثانية فقط التي عانت فيها صناعة التحوُّط من صافي تدفقات رؤوس أموال المستثمرين إلى خارج الصناديق منذ أن بدأت (HFR) في تتبع تدفقات الأصول في 1990.

**دور المدير المالي في صناديق التحوُّط**

لا شك أن للمدير المالي في هذه الصناديق الدور الأساسي الفاعل الذي يؤدي إلى النجاح أو إلى الفشل

وخاصة عندما يكون المدير الأعلى في الصندوق وغيره من المدراء أخصائيون ماليون أساساً, ويزداد دور المدير المالي في صناديق التحوُّط على غيره من المدراء الماليين في المنظمات والصناديق الأخرى على اعتبار أن من أهم خصائص صناديق التحوُّط فيما يخص المديرين:

* ليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظِّمة في آليات الاستثمار ومن حيث استخدام الرفع المالي أو أدوات المشتقات المالية أو البيع على المكشوف وهذا ما يعطى للمدير المالي السلطة المطلقة في اتخاذ القرارات الاستراتيجية والمحددة لسياسة صناديق التحوُّط في الاستثمار.
* يتقاضى مدير الصندوق أجور عالية جداً حيث تتراوح ما بين 1- 2% من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح وهذا ما يدفع المدير المالي ويحفزه على العمل لمصلحة صناديق التحوُّط سعياً لتحقيق مزيد من الأرباح.

 مما سبق نخلص القول إلى أن دور المدير المالي في صناديق التحوُّط يوازي دور المدراء الإستراتيجيون في منظمات الأعمال الأخرى الذين يحركون هذه المنظمات ويحددون مسارها وبالتالي نجاحها وفشلها؛ إلا أن الأزمة المالية كان لها تأثير على الصناديق التحوُّط يفوق قدرة مدرائها على اتخاذ القرارات الصحيحة في ظل الأزمات على اعتبار أن التهديدات من البيئة الخارجية كانت أكبر بكثير من نقاط القوة التي تتمتع بها صناديق التحوُّط وهي قوة مدرائها الماليون.

**المراجع**

المراجعالعربية

1.   جاسم المناعي , ظاهرة صناديق الثروات السياديَّة , أبو ظبي :صندوق النقد العربي ,2008.

2.    دومينيك ستراوس ، تصريح مدير عام صندوق النقد الدولي في كلمة أمام مجلس محافظي الصندوق , نشرة الصندوق الالكترونية , كان.فرنسا , تشرين الأول 2008.

3.    سفين برينت ,حين يتكلم المال (صندوق الثروة السياديَّة العربية في خطاب العولمة) , مركز كارينغي للشرق الأوسط , بيروت ,2008.

4.    مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية ، تقرير الاستثمار العالمي ، نيويورك وجنيف: الأمم المتحدة ، 2008.

5.    نشرات متعدد لصندوق النقد الدولي

.

  المراجع الفرنسية

* ARTHUIS Jean, Rapport d’information sur le rôle des fonds souverains, SENAT sessionordinaire de 2006-2007
* Rene´ M. Stulz ,Hedge Funds: Past, Present, and Future,2007
* Assemblée Nationale , Résolution sur l’Union européenne et les fonds souverains., texteadopté n° 185, « Petite loi » 230 juillet 2008.

 المراجع الإنكليزية

* Bing Liang , on the Performance of Hedge funds , Weatherhead School of Management ,Cleveland , 1998
* Ronald Gilson . Curtis Milhaupt , Sovereign Wealth funds and Corporate Governance , Marc 2008.
* Edwin M. Truman, Sovereign Wealth funds: the need for greater transparency and Accountability , 2007.
1. Ronald Gilson . Curtis Milhaupt , Sovereign Wealth funds and Corporate Governance ,Marc 2008, page 345. [↑](#footnote-ref-1)
2. أحد أكبر شركات الخدمات المالية الأمريكية مقرها نيويورك , نشأت إثر عملية الاندماج الكبرى التي تمت بين عملاق البنوك سيتي كورب ,والتكتل المالي ترافلرز غروب في 7 أبريل 1998 ,أكبر المساهمين في الشركة هو جهاز أبو ظبي للاستثمار (اديا) وثاني أكبر المساهمين هو الوليد بن طلال . [↑](#footnote-ref-2)
3. بنك عالمي له فروع في كثير من دول العالم وفي بعض الدول العربية كالإمارات والبحرين وقطر ومصر والأردن ولبنان, أسس في عام 1969 بعد اندماج بنكين: بنك ستاندرد الذي أسس 1863 وبنك تشارترد الذي أسس 1853. [↑](#footnote-ref-3)
4. Edwin M. Truman, Sovereign Wealth funds: the need for greater transparency and Accountability , 2007 , page 3. [↑](#footnote-ref-4)
5. Temasek Holdings اسم صندوق الثروة السيادي في سنغافورة . [↑](#footnote-ref-5)
6. Bing Liang , on the Performance of Hedge funds , Weatherhead School of Management ,Cleveland , 1998 , page 2 . [↑](#footnote-ref-6)