

الصناديق السيادية: الاستثمار بين الفرص و المخاوف

نوال بن لكحل

المركز الجامعي بتيبازة

استفادت العديد من اقتصاديات الدول الناشئة و البلدان المصدرة للمواد الأولية، في الآونة الأخيرة، من وفرة هامة لرؤوس الأموال مما شجع بروز دور مجموعة خاصة من الأعيان الماليين و المتمثلة في الصناديق السيادية.

رغم وجود هذه الصناديق منذ الخمسينيات غير أن بروزهم و تطورهم في الوقت الحالي ناتج عن إنشاء صناديق سيادية من طرف اقتصاديات مهمة كالصين وروسيا، ويرجع الزخم الأساسي وراء تزايد صناديق الثروة السيادية إلى ارتفاع أسعار النفط، و شيوع العولمة المالية واستمرار الاختلالات في النظام المالي العالمي، حتى أسفرت عن تراكم سريع في الأصول الأجنبية لدى بعض البلدان.

وعلى ذلك أصبحت صناديق الثروة السيادية موضع اهتمام متزايد بالنسبة للأسواق وصانعي السياسات والهيئات التشريعية الوطنية ووسائل الإعلام، لا سيما بعد العمليات التي استهدفت ضخ رؤوس أموال تجاوزت 40 مليار دولار أميركي منذ نوفمبر 2007 في البنوك الأوروبية والأميركية التي تكبدت خسائر فادحة من جراء أزمة القروض العقارية منخفضة الجودة. وقد رحب الصندوق الدولي وأطراف أخرى بعمليات ضخ السيولة المذكورة، نظرا لما حققته من أثر إيجابي على استقرار الأسواق.

بالمقابل نجد أن هذا التطور السريع لهذه الصناديق بات يشكل قلقا حول دور الدول في الأسواق المالية العالمية. لذلك وفي إطار تحديد السياسات المتعلقة بهذه الصناديق، قامت كل من دول المجموعة السبعة G7 و مجموعة العشرين G20 بتوكيل مهمة للمؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي FMI ومنظمة المشاركة للتطور الاقتصادي OCDE بهدف تشكيل جرد الممارسات الواجب إتباعها و قوانين السير، و مراجعة القوانين التي تحكم الاستثمارات الخارجية الممولة من طرف السلطات العمومية.

سنحاول من خلال هذه المداخلة تقديم الآثار الإيجابية و السلبية التي يمكن أن تعكسها الصناديق السيادية على الاستقرار المالي الدولي.

1- تقديم الصناديق السيادية:

لا يوجد بعد تعريفاً موحداً مقبولاً على المستوى الدولي للصناديق السيادية، وذلك نتيجة لتعدد مصادر تمويلها، أهدافها وهيكل تسيرها.

عموماً، تعرف الصناديق السيادية أنها هياكل عمومية للتمويل والمسيرة من طرف وزارة المالية، البنك المركزي أو من طرف مؤسسات أو بنوك كبيرة للاستثمار تقدم كشف حساب للدولة.

غالباً ما تستعمل الصناديق السيادية لدعم المؤسسات الوطنية عندما تكون بحاجة لسيولة، كما تتدخل في رأس مال شركات أجنبية على شكل توظيف محفطي (-10%)، أو على شكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

تكون بهذا فرص الاستثمار متنوعة حسب الصندوق وحسب الدول التي تتحكم فيه. غالباً ما يستثمر الصندوق في الشركات ذات مخاطرة كما يستهدف الاستثمار في المؤسسات الاستراتيجية التي من شأنها دعم التنمية الاقتصادية للبلاد.

تتباين مسببات إقبال الدول على إنشاء صناديقها السيادية من توفير مدخول بديل لمعالجة العجز في الميزانية العامة، أو تنويع مصادر الدخل، أو توفير موارد للأجيال القادمة، أو دعم استدامة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أو بعض منها، أو جميعها معاً. وتتباين تبعاً المستهدفات بتباين المسببات بين مستهدفات متوسطة الأجل وطويلة الأجل ومؤقتة ومستدامة. تتباين كذلك هيئة هذه الصناديق السيادية بين هيئات عامة كجهاز قطر للاستثمار، أو شركات خاصة مملوكة للدولة كشركة ممتلكات البحرينية، أو كمحفظة استثمارية كمحفظة الفوائض المالية والاحتياطيات النقدية السعودية.

بينما يقدم KIMITT (2008) تعريفاً للصناديق السيادية على أنها هياكل توظيف الدولة الممولة عن طريق الأصول بالعملة الصعبة و المسيرة بشكل منفصل عن الاحتياطات الرسمية.

فهي رؤوس أموال الدول السيادية المستثمرة في محفظة متنوعة متكونة من الأسهم أساساً وذات مخاطرة عالية، فالصندوق السيادي صندوق استثماري مملوك للدولة لإدارة استثماراتها الناتجة عن فائض ميزان مدفوعاتها، أو احتياطي عملاتها الأجنبية، أو عائدات تخصيص قطاعاتها العامة، أو فائض ميزانيتها العامة، أو عائد صادراتها، أو أي مصدر مالي ترى الدولة توجيهه نحو الصندوق لحفظه وتنميته.

2- النشأة التاريخية للصناديق السيادية:

تم تأسيس أول صندوق سيادي في العالم سنة 1953 في الكويت وهو هيئة الاستثمار الكويتية ذو طابع استثماري محلي وخارجي من أجل توظيف الفائض المالي المرتبط باستغلال الثروات البترولية

ليتبع بالصندوق السنغافوري (1974) Tamasek Holdings ثم الصندوق الكندي Alberta Heritage Savings Trust Fund ، الأمريكي Alaska Permanent Reserve Fund و للإمارات العربية المتحدة Abu Dhabi Investment Authority سنة 1976 .

1980: أنشأت سلطنة عمان صندوقها السيادي State General Reserve Fund بهدف تسيير استثمارات فائض الاحتياطات البترولية. يمتلك الصندوق من طرف السلطنة و يسير من طرف وزارة المالية.

1981: قررت حكومة سنغافورا إنشاء صندوقها الثاني Government of Singapour Investment corporation بهدف تسيير احتياطات الصرف.

1983: قامت حكومة بروناي بإنشاء Brunei Investment Agency بهدف تسيير مداخل النفط.

شهدت وتيرة تأسيس الصناديق السيادية بعد ذلك نمواً ملحوظاً في الأعوام الأخيرة في إشارة إلى استيعاب متأخر للدور الذي تؤديه هذه الصناديق في دعم التنمية المستدامة.

1990: أنشأ صندوق احتياطي للمنع للحكومة النرويجية الناتج عن المداخل البترولية.

- 1993: تم تأسيس Khazanah من طرف الحكومة الماليزية.
- 1996: إنشاء Pula Fund من طرف جمهورية يوتسوانا
- 1999: قامت الجمهورية الإسلامية الإيرانية بإنشاء Stabilization Fund Oil عرفت سنوات الألفية الثانية ارتفاع عدد الصناديق السيادية والتي تفسر نتيجة ارتفاع أسعار المواد الأولية.
- 2000: قامت الجزائر بتأسيس صندوق تنظيم الإيرادات، الذي تهدف من خلاله حماية الاقتصاد الوطني من الأزمات الخارجية و احتواء التضخم، كما تم تأسيس National Kazakhstan Fund من طرف حكومة كازاخستان من أجل ضمان التطور الاقتصادي والاستقرار الاجتماعي للبلاد، و تجميع الموارد المالية للأجيال القادمة و الحماية من التغيرات الخارجية.
- 2003: قررت الحكومة الروسية تكوين صندوق سسيادي Stabilization Fund of the Russian Federation بهدف تخفيض التضخم و جعل الاقتصاد الروسي في منأى عن اهتزازات أسعار المواد الأولية بعد الأزمة المالية 1998⁽⁶⁾.
- 2004: أنشأت أستراليا Australia Future Fund وهو صندوق التوفير للأجيال المستقبلية ، كما قامت دولة الإمارات العربية بإنشاء صندوقها السيادي الثاني Dubai International Capita والذي تهدف من خلاله الاستثمار في الشركات العمومية و الخاصة.
- 2005: عرفت هذه السنة إنشاء الصناديق التالية Oil Reserve Fund من طرف ليبيا، National Développement Fund من طرف فينز و يلا، Korea Investment Corporation من طرف كوريا الجنوبية، Qatar Investment Authority من طرف قطر.
- 2006: تأسيس صندوقين سياديين من طرف حكومة الشيلي و هما Economic Pension Reserve Fund and Social Stabilization Fund.
- 2007: قررت الصين بدورها إنشاء صندوق الدولة China Investment Corporation على نفس طريقة الصندوق السنغافوري Temasek Holdings من

أجل إمكانية تسيير الاحتياطات الضخمة⁶ التي تحوز عليها من العملة الصعبة و هي تهدف إلى الاستثمار في ما يقدر بخمسين مؤسسة متعددة الجنسية حول العالم، ورغم أن هذا الصندوق يعد الأحدث نشأة إلا أنه الأقوى و الأنشطة على مستوى المالية العالمية بما أصول تقدر بـ 200 مليار دولار.

و في 2008 أعلن البرازيل عن إنشاء صندوق سيادي بأصول مالية تقدر بـ 20 مليار دولار و الممول عن طريق الإيرادات الجبائية للبلد، وليس عن طريق فوائض الاحتياطات من العملة الصعبة والمقدرة بـ 185 مليار دولار، للصندوق مهمة الاستثمار داخل المؤسسات في الخارج وشراء البعض منها مع تفضيل للسندات على الأسهم.

3- أهداف الصناديق السيادية:

تتنوع أهداف الصناديق الاستثمارية التفصيلية ولكنها كلها يفترض فيها أن تصب في هدف واحد وهو تنمية هذه الاقتصاديات بنظرة تعبير الأجيال الحالية إلى الأجيال المستقبلية. ولنذكر بعض الأهداف الفرعية التي يفترض أن تصب في النهاية في مسار التنمية المستدامة .

3-1- تحقيق الاستقرار الاقتصادي اللازم للتنمية بالتعامل مع الدورات الاقتصادية الحادة التي تتصف بها الاقتصاديات النفطية كما تشهد بذلك تجاربها الماضية . فعندما ترتفع أسعار النفط ، وتتراكم لدى هذه الدول فوائض زائدة عن الطاقة الاستيعابية لهذه الدول ، فان هذه الفوائض يتم تحويلها إلى هذه الصناديق كمدخرات يتم استثمارها من قبل هذه الصناديق لتشكيل مصدر للدخل إضافة إلى بيع النفط الخام ، بل إن بعض البيانات تؤكد أن العائد السنوي للكويت من صناديقها الاستثمارية قبل الاحتلال قد زاد على دخلها السنوي من النفط . وبتحويل هذه الفوائض إلى هذه الصناديق ومن خلالها إلى استثمارات خارجية يكون الاقتصاد قد تجنب التوسع المفرط في الأنفاق المحلي وما يواكبه من تضخم . في المقابل ، عندما تتراجع أسعار النفط بصورة تعرض موازنات هذه الدول وموازينها التجارية لحالة اختلال ، فان الحكومات عادة تسحب من هذه الصناديق لتعالج

تلك الاختلالات وبكلفة طبعاً لأنها تضيع فرصة استثمار هذه الأموال والعوائد التي تحققها .

3-2- توفير مدا خيل للأجيال القادمة بتحويل الثروة النفطية الناضبة وغير المتجددة إلى أصول متعددة تحقق مدا خيل أعلى من العائد المتوقع للنفط الخام لو بقي في باطن الأرض ، هذا هو طبعاً المبدأ الذي لا بد أن يحدد كم تنتج الدول من نفطها الخام ، وكم تبقي منه في باطن الأرض. كما يبحث هذا النوع من الصناديق السيادية إلى توحيد المداخل المعرضة للاهتزازات: حيث يقدم البترول والغاز مدا خيل هامة خاصة نتيجة الارتفاعات التي تشهدها الفترة الحالية، غير أن هذه المواد الأولية تبقى مصادر غير متجددة و بالتالي على الصناديق السيادية تحسين أدائها بغرض تحقيق تراكمات مالية تسمح باستهلاك لاحق للإيرادات المحققة.

ظهر هذا الهدف منذ 1953 أي قبل إنشاء OPEP مع إنشاء أول صندوق سيادي بالكويت.

حسب الاقتصادي Hartwick أنه على الصناديق السيادية وضع سياسات تنمية مستدامة من خلال استثمار إيرادات المصادر الطبيعية غير المتجددة مما يمكنها من الحصول على موارد مالية جديدة تقلل من تبعيتها لموردها الأساسي الحالي. وهو الحال بالنسبة للحالة النرويجية حيث بعد اكتشاف مصادر بترولية هامة قام بنك النرويج بإنشاء صندوق سيادي يهدف تخطي ما أسمته باللجنة البترولية، لذلك نجده فصل نفقات الميزانية عن مدا خيل تصدير المحروقات من أجل تفادي تأثير تقلبات الأسعار على الاقتصاد. و منه يظهر أن للنرويج هدفين أساسيين من خلال إنشاء صندوقها السيادي: الاستقرار الاقتصادي من خلال تقليل تقلبات أسعار المواد الأولية و تحويل الثروات نحو المستقبل.

3-3- المساهمة في التنمية وذلك من خلال الأنفاق على المشروعات الصناعية والتجارية والخدمية والعلمية التي تساهم في توسيع الطاقة الإنتاجية للاقتصاد وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي لهذه الدول النفطية .

3-4- تقوم هذه الصناديق كذلك باستثمار احتياطات الدول من العملة الأجنبية التي تمثل صمام أمان في قدرة الدولة على تحويل عملتها إلى عملات أخرى لشراء حاجاتها من العالم الخارجي ، فمن معايير تقييم متانة واستقرار اقتصاد الدول هو حجم الاحتياطات التي تمتلكها هذه الدول ، وبالتالي فان بعض هذه الدول كالسعودية مثلا تقوم فيها مؤسسة النقد بإدارة الفوائض النفطية والاحتياطات الدولية معا ولكن هذا قد يتغير ويتم فصل الاثنين ، ولكن هذا لا يقلل من أهمية إنشاء صناديق لإدارة وتنمية الاحتياطات الأجنبية .

3-5- تعتبر هذه الصناديق صمام أمان لتغطية نفقات التقاعد في الحالات الاضطرارية التي لا تتوفر لدى الدولة لسبب أو لآخر القدرة على دفع النفقات المستحقة للمتقاعدين.

3-6- كذلك تهدف الصناديق السيادية إلى سداد الدين، تحسين التسيير المالي لرؤوس الأموال بالمقارنة بالتسيير المتحفظ للبنوك المركزية، شركات التأمين، الشركات العمومية. فهي تسير هدف الكفاءة المالية.

3-7- أثبتت كارثة احتلال العراق للكويت أن هذه الصناديق يمكن أن تلعب دورا حيويا في تحرير الأرض واستعادة الحقوق ولاشك لولا هذا الدور سواء كان لصندوق الاستثمار الكويتي أو لبقية الصناديق في المنطقة لأصبحت عملية التحرير أكثر صعوبة وربما أكثر إحراجا وتبعية للقوى الخارجية وهذا الدور طبعا لم يكن في الحسبان لأن الاحتلال نفسه لم يكن واردا في مفردات المنطقة مهما كان حجم التخطيط الذي كانت الحكومات الخليجية تعيشه .

3-8- بالإضافة إلى الأهداف السابقة ظهر جيل جديد من الصناديق سيادية تحمل في طياتها أهدافا سياسية (حالة الصين)، وهي أنشئت من أجل التسيير العقلاني لخطر الصرف، حيث عادة ما تستثمر البنوك المركزية احتياطات الصرف لديها في أصول دون مخاطرة (أذونات الخزينة) بحيث تطمح بمردودية تكفيها لتغطية مخاطر تقلبات الصرف، بالمقابل نجد حصص الأسهم في محافظ الصناديق السيادية في ارتفاع مستمر و البحث على أكبر المردوديات من خلال تنويع وتوسيع التوظيفات في رؤوس أموال شركات استراتيجية و إقامة معها علاقات تجارية. يمكن أخذ المثال الصيني حيث و إلى وقت

قريب كانت الصين تشتري و بشكل شبه حصري أذونات الخزينة الأمريكية، حيث تسمح لها هذه السياسة بمراقبة قيمة عملتها و الحفاظ على سعر صرف بأقل من قيمته، مما سمح لها بتكوين احتياط يقدر بأكثر من 3040 مليار دولار ، وأصبح البنك الصيني يحول أكثر فأكثر احتياطات الصرف الرسمية نحو صناديق الاستثمار السيادية مما ينجر عنه نقص السيولة، لكن بالمقابل تحقق مرد ودية مرتفعة تسمح بتغطية تكلفة الميزانية المتعلقة بالتعقيم.

4- خصائص الصناديق السيادية:

تتميز الصناديق السيادية بثلاث خصائص بيّنة:

- أنها مملوكة للدولة ملكية تامة؛
 - أنها غير ملزمة بتسديد مدفوعات دورية، شبيهة بالمدفوعات الواجب على صناديق المعاشات التقاعدية الوفاء بها بنحو دوري؛
 - أن هذه الصناديق تدار بمنأى عن احتياطي العملات الأجنبية، أي أنها تعمل بمنأى عن السياسات، التي ينفذها المصرف المركزي الوطني في مجال الاحتياطي الأجنبي واستثمار هذا الاحتياطي.
- وتترتب على هذه الخصائص المشتركة خصائص أخرى تشترك فيها أكثرية الصناديق مدار الحديث. فعدم الالتزام بتسديد مدفوعات دورية، يعزز لدى هذه الصناديق الميل لتفضيل استراتيجيات استثمارية طويلة المدى. وتأسيساً على هذا الميل، تختلف الصناديق السيادية اختلافاً جوهرياً عن صناديق المعاشات التقاعدية، المُلزّمة بمراعاة ما بذمتها من ديون وما يترتب على هذه الديون من التزامات نقدية دورية. من هنا، فإن الصناديق السيادية أكثر شبهاً بصناديق الاستثمار الخاصة. فعدم وجود ديون في ذمة الصناديق السيادية، يترك بصماته على استعدادها للمجازفة والدخول في نشاطات تتسم بشيء من الخطر.
- فعادة تحتفظ الصناديق الملزمة بتسديد مدفوعات نقدية بنحو دوري على نسبة أعلى من الأوراق المالية ذات الفائدة الثابتة، أي أنها تفضل الاستثمار في السندات الحكومية في

المقام الأول. علاوة على هذا وذاك، تركز الصناديق السيادية نشاطاتها على الاستثمار في الدول الأجنبية عادة.

ويشير تأسيس الصناديق السيادية إلى توافر البلد المعني على احتياطات مالية تفيض عن حاجته، أي أنه ليس بحاجة إلى استهلاكها و/أو إلى استخدامها في تمويل المشاريع التنموية. وبهذا المعنى، يمكن القول إن الصناديق السيادية تمثل وسيلة لتوظيف الأصول الخارجية المتراكمة لدى الدولة المعنية إما بسبب الفوائض المتحققة في ميزان الحساب الجاري، أو بسبب الفوائض المتحققة في الموازنة الحكومية.

5- مصادر تمويل و ترتيب الصناديق السيادية

5-1- مصادر تمويل الصناديق السيادية:

ثمة علاقة متينة بين تأسيس الصناديق السيادية وتطور أسعار الموارد الطبيعية عامة، وسعر البترول بنحو خاص. فبعد فترة وجيزة من الارتفاعات، التي طرأت على سعر البترول ابتداءً من عام 1973، سجلت الصناديق السيادية ارتفاعاً كبيراً في عددها وفي قيمة أصولها المستثمرة. وفي الحقبة التالية على عام 1996، شهد العالم، ثانية، طفرة كبيرة في تأسيس الصناديق المرتكزة على عوائد الموارد الطبيعية وعلى فوائض الاحتياطي الأجنبي. كذلك سجل عدد الصناديق السيادية، المكلفة باستثمار الاحتياطي الأجنبي، طفرة كبيرة أيضاً، بعد عام 2000. فبفضل إصرار بعض الدول على تقييم عملاتها الوطنية بأدنى من قيمها الفعلية حيال الدولار، استطاعت هذه الدول أن تراكم رصيداً من الاحتياطات الأجنبية يزيد على 6,5 بليون دولار أمريكي. وتحتفظ الصين، لنفسها، من هذا الرصيد، بأكثر من بليونين دولار أمريكي في اليوم الراهن، أي أنها تحتفظ لنفسها بحصة الأسد من الاحتياطي الأجنبي في العالم اجمع.

وعلى خلفية هذه التطورات، ارتفعت القيمة الإجمالية للرأس المال المستثمرة من قبل كافة الصناديق السيادية في العالم من حوالي 500 مليار دولار أمريكي في عام 1996، بحسب تقديرات المصرف المركزي الأوروبي، إلى 3971,7 مليار دولار أمريكي في سبتمبر من العام 2010، بحسب ما أعلنه المعهد الدولي للصناديق السيادية (Sovereign

Wealth Fund Institute)، علماً أن الواجب يقتضي منا أن ننظر إلى هذه البيانات على أساس أنها تعكس قيماً تخمينية ليس إلا، وذلك لأن غالبية الدول المالكة للصناديق لا تنشر إحصائيات دقيقة عن حجم وهيكل محافظتها الاستثمارية، ولا تلتزم بوضع حدود بيئة تفصل بين الصناديق السيادية وباقي المؤسسات المالية الحكومية.

يشير تأسيس الصناديق السيادية إلى توافر البلد المعني على احتياطات مالية تفيض عن حاجته، أي أنه ليس بحاجة إلى استهلاكها و/أو إلى استخدامها في تمويل المشاريع التنموية. وبهذا المعنى، يمكن القول إن الصناديق السيادية تمثل وسيلة لتوظيف الأصول الخارجية المتراكمة لدى الدولة المعنية إما بسبب الفوائض المتحققة في ميزان الحساب الجاري، أو بسبب الفوائض المتحققة في الموازنة الحكومية. وهكذا، يمكن التمييز بين مصدرين من المصادر المالية المغذية للصناديق السيادية. فمن ناحية:

- هناك الصناديق المرتكزة على ثروات طبيعية من قبيل البترول والغاز الطبيعي وما سوى ذلك من ثروات معدنية.

- هناك الصناديق السيادية، المرتكزة على الاحتياطات من العملات الأجنبية، التي يحولها إليها المصرف المركزي.

وفي اليوم الراهن، تشكل الصناديق المرتكزة على فوائض الموازنة العامة حوالي 62 بالمائة من إجمالي استثمارات الصناديق السيادية، هذا في حين تشكل الصناديق المرتكزة على احتياطي العملات الأجنبية حوالي 38 بالمائة من مجمل الثروات المستثمرة. على صعيد آخر، يمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية بناءً على الأهداف، التي تسعى هذه الصناديق لتحقيقها، أي يمكن تقسيمها إلى:

- صناديق مدخرات الأجيال القادمة، المناط بها توزيع عوائد الموارد، المعرضة للنضوب، بين الأجيال المختلفة وذلك من خلال استثمار هذه العوائد بنحو طويل المدى، والعمل، بالتالي، على أن تدر هذه الاستثمارات، مستقبلاً، مردوداً مالياً يشارك في المحافظة على مستوى الدخل القومي أو في ارتفاع هذا المستوى.
- وصناديق الاستقرار، التي تميل إلى أن تكون نشاطاتها قصيرة ومتوسطة المدى. ويكمن الهدف من تأسيس هذه الصناديق في تحييد التقلبات التي تطرأ على أسعار السلع عامة،

وأسعار الموارد الطبيعية بنحو مخصوص، وفي الحد من انعكاس هذه التقلبات على الميزانية الحكومية وسعر صرف العملة الوطنية. فهذه الصناديق تشكل وسيلة لسد حاجة الموازنة الحكومية في حالة انخفاض أسعار الموارد الطبيعية إلى مستويات معينة.

وكانت الكويت الدولة الرائدة في مجال تأسيس صندوق يضمن للأجيال القادمة الحق في الانتفاع بالموارد الطبيعية الوطنية. ففي وقت مبكر، في عام 1953 على وجه التحديد، أي قبل أن تنال استقلالها التام في العام 1961، دأبت الحكومة الكويتية على تحويل 10 بالمائة من عوائدها البترولية إلى الهيئة العامة للاستثمار، إي إلى الصندوق السيادي، الذي قام باستثمار هذه الأموال في أسهم الشركات العالمية. من ناحية أخرى كانت سنغافورة أول دول تؤسس صندوقاً مهماً لا تغذيه عوائد الموارد الطبيعية. ففي عام 1981، أسست سنغافورة شركة استثمار حكومة سنغافورة، وذلك كصندوق حكومي مكلف باستثمار فائض الاحتياطي الأجنبي.

5-2- ترتيب الصناديق السيادية

من الصعب معرفة العدد الدقيق للصناديق السيادية في العالم، بحيث يعتبرها البعض، حسب التعريف المستعمل على أنها صناديق سيادية و يعتبرها البعض الآخر مؤسسات مملوكة للدولة أو صناديق المنح العمومية.

حيث نجد سنة 2008 أن المحلل المالي Simon Tse قام بإنشاء قائمة تتكون من 25 صندوق سيادي في العالم في حين أنشأت مجلة Enjeux قائمة من 26 صندوق. نعد في سنة 2012 حوالي 50 صندوق ينشط في العالم، حيث يحافظ جهاز أبو ظبي للاستثمار على المركز الأول (2012) وبلغ مجموع استثماراته 627 مليار دولار. يليه الصندوق السيادي النرويجي Government Pension Fund بـ 611 مليار دولار، يليه في المرتبة الثالثة الصين بصندوقها SAFE Investment Company بمجموع 568 مليار دولار، وبحسب تصنيفات المعهد العالمي لصناديق الثروات السيادية، كانت محفظة الهيئة العامة للاستثمار في الكويت الأكثر ربحاً وتغيّراً، حيث ارتفعت أصولها 46 مليار دولار في غضون 7 أشهر لتبلغ 342 مليار دولار.

وبالتالي حافظت الكويت على مركزها السادس عالمياً كأكبر صندوق ثروات سيادي في العالم من حيث الأصول المدارة، وكان مجموع الأصول المدارة للهيئة في شهر نوفمبر من العام الماضي يبلغ 296 مليار دولار.

في حين حافظ صندوق مؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" على المركز الرابع، بمجموع أصول مدارة تساوي 532.8 مليار دولار.

أما قطر فاحتلت المركز الـ 11، حيث بلغت استثماراتها صندوقها السيادي 115 مليار دولار، بينما كانت دبي في المركز 14 عالمياً بأصول بلغت 70 مليار دولار. هذا وشملت القائمة 18 صندوقاً سيادياً عربياً، وبلغ مجموع أصول جميع الصناديق السيادية، سواء النفطية أو غيرها، 5.402 تريليونات دولار. وشكلت الصناديق السيادية التي تعتمد على النفط والغاز كمصدر دخل 58% من مصادر تمويل الصناديق السيادية في العالم .

بينما شكلت الصناديق السيادية من منطقة "الشرق الأوسط" 35% من مجموع الصناديق السيادية في العالم، وآسيا 40%.

تمتلك دولة الإمارات العربية المتحدة من هذه الصناديق خمسة، والصين أربعة صناديق. وعند النظر إلى هذه الصناديق من زاوية الإقليم الذي تنتمي إليه، يتبين لنا أن حوالي نصف هذه الصناديق (47 بالمائة) يعود إلى دول شرق أوسطية، وأن 28 بالمائة منها تعود ملكيته إلى دول في شرقي آسيا، وأن 17 بالمائة منها، فقط، تعود ملكيته إلى دول صناعية غير آسيوية. ولا تزيد حصة روسيا على 6 بالمائة. وبلغت قيمة أصول الصناديق السيادية العائدة لدول مجلس التعاون الخليجي حوالي 1380 مليار دولار أمريكي في سبتمبر من عام 2010، أي أنها شكلت ما نسبته 34,8 بالمائة .

وقد أصدر المعهد الدولي لصناديق الثروة السيادية تحديثاً حول تطورات قيمة صناديق الثروة السيادية في العالم من جويلية 2010 إلى 2012م. وكشف هذا التحديث عن ازدياد قيمة أصول الصناديق السيادية من: 4.1 تريليون دولار إلى 5.2 تريليون دولار، أي أنه سجل في هذا العام نمواً بلغ معدله 9 بالمائة مقارنة بالعام 2010

وبحسب ما أعلنته شركة « ستاندرد تشارترد » يعادل حجم الموجودات في الصناديق السيادية 12 بالمائة من إجمالي القيمة المتداولة في بورصة نيويورك أو 42 بالمائة من إجمالي القيمة المتداولة في بورصة طوكيو. وتستحوذ أذرع الاستثمار السيادية مثل (صناديق المعاشات، وصناديق التنمية، والمؤسسات الحكومية) على 7.2 تريليون دولار، إضافة إلى احتياطات رسمية من النقد الأجنبي قدرها 8.1 تريليون دولار، وتكون عادة في البنوك المركزية. ويشير تقرير (the city u.k) إلى أن الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا قد حازتا على حصة الأسد من استثمارات صناديق الثروة السيادية العالمية، حيث إنهما استحوذتا على 19 و 17% من تلك الاستثمارات خلال ست سنوات سابقة. فعلى سبيل المثال، كانت هذه الصناديق قد سارعت في إنقاذ بنية الاقتصاد الأمريكي بضخها الأموال فيه بعد أن هرب المستثمرون الأمريكيون أموالهم من السوق خوفاً من تعرض اقتصاد بلادهم للركود إثر اندلاع أزمة الرهون العقارية.

6- المزايا والآثار الايجابية للصناديق السيادية:

يمكن ملاحظة الدور الذي تلعبه الصناديق السيادية من خلال أثر الاستقرار على المستويين:

- على المستوى المحلي: تقدم الصناديق السيادية للسلطات العمومية إمكانية تسيير مداخلات رؤوس الأموال مع حل المشاكل الهيكلية مما أدى بها إلى دعم النمو الاقتصادي لبعض البلدان الناشئة.

- على المستوى الدولي: الصناديق السيادية قادرة على الإمداد بالسيولة والاستثمار نظراً للحجم المعتبر للموارد المالية التي تحوز عليها و استراتيجياتها في التوظيف على المدى الطويل، وهذا يعمل في صالح الأسواق العالمية في ظل الأزمات المالية.

6-1- تسيير مداخلات رؤوس الأموال:

تستطيع الصناديق السيادية تسهيل تسيير الاقتصاد الكلي للفوائض الضخمة للحساب الجاري، فمن خلال تحويل فائض المداخيل إلى صناديق الاستثمار تعمل الدولة المالكة على تخفيف الضغوط التضخمية المتعلقة بمداخيل رؤوس الأموال والدافعة معدلات

الصرف الاسمية نحو الارتفاع، مما يساهم في احتواء الطلب على الصادرات ويعدل النمو. كما يحافظ توظيف مداحلات الأموال بالخارج على استقرار سعر صرف العملة (خاصة خلال الأزمات).

6-2- حل المشاكل الهيكلية:

تسهل الصناديق السيادية تحويل الثروات بين الأجيال مما يسمح للأجيال القادمة بالاستفادة من الوضع المالي الجيد الحالي.

تسمح كذلك التوظيفات بالخارج لهذه الدول من استيراد المعارف و الخبرة التي تحتاجها من أجل تطوير الصناعات الداخلية و البنية التحتية الوطنية، مع إرساء قواعد التنمية، وبالتالي يمكن لاستراتيجيات التوظيف تقليص هشاشة الاقتصاد الكلي و المالي و تحقيق الاستقرار مستقبلا.

6-3- استثمارات ضخمة تستهدف المدى البعيد:

من أهم مزايا الصناديق السيادية متمثلا في الحجم المعتبر للأموال الموجهة للتوظيف والأمد الطويل للاستثمار، مما يسمح بضخ السيولة في الأسواق المالية العالمية وتزويد رؤوس الأموال لمحتاجيها، وبما أن هذه الصناديق بعهدة طويلة الأجل فبإمكانها التغلب على التغيرات الآنية و التحرك عكس التيار بالاستثمار حين أزمة الأسواق.

ظهر هذا الدور جليا سنة 2007 أين استثمرت الصناديق السيادية أكثر من 85مليار دولار أمريكي من أجل المساهمة في إعادة رسملة الهيئات المالية للدول المتقدمة المتدهورة نتيجة التأثير بأزمة سوق الرهن العقاري الأمريكي.

نجد أيضا أن الصناديق السيادية غير خاضعة لشروط خاصة فيما يتعلق بالأموال الخاصة، لذلك فهم غير ميالين إلى التسوية السريعة لوضعيتهم عند تدهور الأسواق مما يشجع الاستقرار المالي.

وعكس الصناديق التقليدية التي عادة ما تفضل، في إطار الحفاظ على قيمة الأصول ، التوظيفات المضمونة و السائلة مقابل مرد ودية متواضعة، نجد الصناديق السيادية تتبع هدفا مغايرا متمثلا في الحصول على عائد أعلى من خلال تنوع المحفظة بين مختلف

العملات و أصناف الأسهم مما ينوع مصادر العوائد المحصل عليها، غير أنها بالمقابل تكون معرضة لمخاطر مرتفعة .

تشكل الصناديق السيادية مصدر دخل إضافي للسلطات العمومية حيث تسمح بتقليص هامش التبعية لتغيرة اقتصادية معطاة (مثل إنتاج المحروقات).

7- الآثار السلبية والمخاطر المحتملة على الاستقرار المالي الدولي

بعد تعرضنا إلى المزايا التي يمكن أن تقدمها الصناديق السيادية للنظام المالي الدولي، فهي تشكل أيضا عدة مخاطر محتملة.

7-1- تطور سلوك القطيع:

يرتبط وجود الصناديق السيادية برؤوس أموال ضخمة موضوعة تحت تصرف عدد محدود من المتدخلين، الوضع الذي قد يشجع على اتخاذ سلوك التقليد والذي يكون وقعه سلبيا على كفاءة الأسواق المالية.

7-2- خطر السيطرة على الأسواق المالية:

من المخاوف أيضا من الصناديق السيادية قدرتها في السيطرة و التحكم في السوق و إفقاده التوازن، رغم أن استراتيجية الصناديق قائمة على التنوع وعدم الاستثمار في نوع معين.

7-3- غياب الشفافية وإتباع أهداف غير مالية:

قام كل من C.Linnaburg و M.Moduell⁶ من تطوير مؤشر شفافية قائم على تحقق 9 مبادئ لتتقيد من 1 إلى 10 ، ليعكس درجة شفافية كل صندوق سيادي و تتمثل هذه المبادئ في:

- تحديد هدف الإنشاء، مصدر الأموال، الهيئة الحكومية المشرفة؛
- تقديم نسبة المشاركة في الهولدينغ، و المواقع الجغرافية لها؛
- قيمة المحفظة الإجمالية ونسبة المرد ودية؛
- الخطوط العريضة لسياسة الاستثمار و المسؤولين على الإشراف و التنفيذ؛
- وإلا الشركات الفرعية و اتصال المسؤولين ؛

- أو المسيرين الخارجين عن الصندوق؛

- الصندوق يملك و يسير موقع الانترنت الخاص به؛

- يقدم الصندوق عنوان أساسي، موقع مكتبه الإعلامي... .

تختلف الصناديق السيادية عن بعضها البعض من خلال تقديمها للمعلومات، فالبعض مثل الصناديق الكندية والنرويجية حيث يشكل صندوق التقاعد النرويجي نموذجاً فيما يتعلق بشفافيته، حيث يقوم بإعلام شامل و شفاف و مفصل على مستوى موقعه الالكتروني فيما يتعلق بمداخله و النتائج الفصلية وسياسته الاستثمارية، إضافة إلى أنه يطبق معايير تسيير جد متطورة، بينما بالمقابل نجد الصناديق السيادية لبلدان الخليج العربي والصين لا تقدم معلومات كافية، أو حتى بالمرّة، مما قد يسبب في تقلبات على المدى القصير على مستوى الأسواق.

ومن هنا يظهر الشرح بين دول الشمال التي لا تخفي سياساتها و الدول الناشئة المستترة على نشاطها فيما يتعلق بصناديقها، الأمر الذي دفع باتهام الصناديق السيادية الصينية باستهدافها لتملك أكبر الصناعات الأوروبية.

وبما أن عدد من أكبر الصناديق السيادية يتميز بالغموض فيما يتعلق بأهدافها الاستثمارية، الأمر الذي يبعث القلق و التخوف من أن يكون لهذه الصناديق أهداف بعيدة عن المردودية ، أو أن يكون لها أهداف متعلقة باستثمار في قطاعات حساسة من شأنها المساس بأمن و اقتصاد الدولة المستقبلية.

يدفع كل هذا التخوف إلى ردة فعل حمائية بالمقابل، تؤدي إلى الحد من الاستثمارات الأجنبية و عرقلة النمو الاقتصادي لجميع الأطراف، حيث لا يشكل هذا ضرراً فقط على الصناديق السيادية و إنما يشمل المستثمرين الآخرين.

تبنى كل الدول قوانين تحمي من خلالها أمنها و اقتصادها القومي، غير أن إجراءات إضافية من شأنها عرقلة التخصيص الكفء للموارد و حرية حركة رؤوس الأموال، وإذابة التطورات المحققة فيما يتعلق بتحرير تدفقات رؤوس الأموال. كذلك نجد أنه إذا ما قررت هذه الصناديق بيع أصولها سيكون له وقع سلبي على المؤسسات و الأسواق المالية. لذلك تم طرح عدة أفكار بهدف تبديد هذه المخاوف و هي:

- تحديد معايير الاستثمار كعدم الاستثمار في الأسلحة و النشاطات الملوثة؛
- شراء أسهم دون حق الانتخاب من شأنه بعث الطمأنينة لمجلس إدارة المؤسسة المعنية فيما يتعلق بالأهداف الاستثمارية للصناديق السيادية.
- العمل بمبدأ المقابل فيما يخص حرية الاستثمارات، حيث ليس حري بدولة مالكة لصندوق سيادي يستثمر في دولة أوروبية وهي تمتع دخول الاستثمارات الأجنبية إليها.
- يحاول من خلال هذه الأفكار دعم حرية الاستثمارات على مستوى الأسواق العالمية مع حماية القطاعات الاستراتيجية.

الخلاصة

من منظور الأسواق المالية الدولية، يمكن لصناديق الثروة السيادية، أن تساعد في رفع الكفاءة التوزيعية للإيرادات المتحققة من الفوائض السلعية في البلدان المختلفة، وأن تعزز سيولة الأسواق بشكل عام، حتى في فترات الضغوط المالية العالمية.

يغلب على هذه الصناديق أيضا طابع الاستثمارات طويلة الأجل مع اقتصار احتياجات السحب على قدر محدود من الموارد يسمح لها بالصمود أمام ضغوط السوق في أوقات الأزمات، وتخفيف حدة التقلب.

وفي نفس الوقت هناك مخاوف تساور البلدان المتلقية والمعلقين من القطاع الخاص بشأن صناديق الثروة السيادية، حسب حجمها واستراتيجياتها الاستثمارية ومخاوف البلدان المنشئة لها والتي تشعر بالقلق من مخاطر تصاعد المشاعر الحمائية. وتنطوي صناديق الثروة السيادية على مجموعة من المنافع الاقتصادية والمالية المختلفة. فهي تفيد في اجتناب دورات الراج والكساد في بلدانها المنشئة، وتسهّل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها المالية العامة من صادرات السلع وعمليات الخصخصة ثم تحويلها للأجيال التالية. وتسمح صناديق الثروة السيادية أيضا بمزيد من التنوع في أصول الحافظة وزيادة التركيز على العائدات، مقارنة بما يحدث عادة في حالة الأصول الاحتياطية التي يديرها البنك المركزي،

ومن ثم الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات. إن زيادة التنوع وتوخي المزيد من الحذر في تحقيقه يعكس الإدارة السليمة والمسئولة للأصول في حالة الاقتصاديات التي تتمتع بأصول احتياطية أجنبية وفيرة. لكن تزايد صناديق الثروة السيادية أثار عدة قضايا أخرى أيضاً، فإضافة إلى مخاوف المعلقين الرسميين والأفراد من مدى تأثير هذه الصناديق بما في ذلك حجمها واستراتيجياتها الاستثمارية فهي تثير أيضاً قضية الدور الموسع الذي تؤديه الحكومات في الأسواق والصناعات الدولية. حيث هناك قلق من أن يكون وراء استثمارات صندوق الثروة دوافع سياسية في بعض الحالات.

ⁱ En 1998, la Russie a connu une crise financière sans précédent, qui se réalise après la crise économique asiatique de 1997. La crise est caractérisée par une dévaluation brutale du rouble et une impossibilité de la part de la Russie de payer sa dette.

ⁱⁱ La Chine possède en Janvier 2008 les plus grandes réserves de change, avec près de 1 590 milliards de dollars

ⁱⁱⁱ Co-fondateurs du « Sovereign Wealth Funds Institute »

Bibliographie

- Achour A., Cometto H. et alii (2007), « Les fonds souverains, conquête de la politique par la finance », Ecole de guerre économique, groupe eslsca ;
- Alexandre (2009), <http://www.colombus.fr/cms/?p=1447>, « Faut-il avoir peur des fonds souverains ? »
- Artus, P. (2007), « Pourquoi les fonds souverains nous sont nécessaires ? », Flash Economique, n°494, Natixis ;
- Betbèze J.-P. (2008), « Fonds souverain : à nouvelle crise, nouvelle solution ? », Les cahiers du cercle des économistes, éd. Puf ;

-
- Blancheton B., Jégourel Y. (2009), « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », Revue de la Régulation n°5 ;
 - Demarolle A. (2009), « Synthèse du rapport sur les Fonds souverains », Ministère des Finances Publiques, dossier de presse ;
 - Eva Catin-Sarlat, Jérôme Olympie(2012), « pourquoi adorons nous craindre les fonds souverains ? : étude d'un paradoxe »Economie Internationale
 - Le Journal des Finances (semaine du 10 mai 2008)
 - OCDE (2008), « Fonds souverains et politiques des pays d'accueil », Lettre du rapport du Comité de l'investissement aux ministres des Finances des pays du G-7 ;
 - Rapp L. (2010), « Ces fonds que l'on dit souverains, Fonds d'Etat et souverainetés financières », éd. Vuibert ;
 - Tamara Gomes.(2008), Rapport Banque du Canada,Revue du systeme financier,decembre
 - جريدة الشرق الأوسط ، تقرير دولي: الصناديق السيادية ستصبح أكبر «اقتصاد» في العالم بحلول 2015، 30 ابريل 2008، العدد 10746
 - [http ://www.aawsat.com/details.asp ?issueno=10626&article=468903#.U15xudKZWUM](http://www.aawsat.com/details.asp?issueno=10626&article=468903#.U15xudKZWUM)
 - Site officiel du SWF Institute : [http ://www.swfinstitute.org/](http://www.swfinstitute.org/)
 - sitesweb : - <http://www.fondssouverains.com/article-classement-des-fonds-souverains-par-actifs-geres-106519471.html>
-