

دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض المالية للدول المنشئة لها.

أ.د / صالح فلاح، جامعة باتنة.

أ / بلخير قسوم، جامعة باتنة.

ملخص:

هدفت ورقة البحث هذه إلى توضيح ماهية صناديق الثروة السيادية ومدى تأثيرها على الدول المنشئة لها وهي دول في معظمها بترولية تمكنت من تحقيق فوائض من تجارتها الخارجية؛ والدول المستقبلية لها، وهي دول صناعية متقدمة تمتلك طاقة كبيرة في استيعاب الرأس المال. كما هدفت أيضا إلى معرفة ما قد تسهم به هذه الصناديق في توفير قدر معتبر من السيولة النقدية الدولية لإعطاء دفع للتنمية الدولية.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى حقيقة مفادها أن ظهور صناديق الثروة السيادية أوجدت حولا مجدية لمشكلة الفوائض بالنسبة للدول المنشئة لهذه الصناديق. وبالمقابل أوجدت نوعا من عدم الرضا لدى الدول المتقدمة انطلاقا مما تتخيله من الإفرازات السلبية والتهديدات لشركاتها العملاقة التي قد تصبح غالبية اسهمها ملكية لدول تشكل هاجسا مخيفا للمصالح الاقتصادية والسياسية للدول المتقدمة.

Abstract :

This paper aims at clarifying the notion of “sovereign wealth funds” and their impact on its constituent countries which are mostly petroleum. They managed their foreign trade successfully to achieve surpluses. The impact also extends to the recipient countries, all of which belong to the developed countries. Furthermore, this paper also aimed to know the extent to which these funds could provide an important fraction of international liquidity to contribute to the international development.

The findings of this study indicate the fact that the emergence of sovereign wealth funds created viable solutions to the problem of surpluses for countries establishing these funds. On the contrary, the latter have created a kind of dissatisfaction with the developed countries on the basis that may appear negative secretions on large companies that fear to become the majority of its shares ownership states a scary concern for economic and political interests of the advanced countries.

مقدمة:

باتت صناديق الثروة السيادية من أحدث وأهم قضايا في دنيا المال والتمويل على مستوى العالم، مع أنها ليست ظاهرة جديدة بل يعود تاريخ نشأة بعضها إلى خمسينيات القرن العشرين، إلا أن أهميتها بدأت تبرز من أنشطتها المتزايدة خلال العقد الأول من القرن الواحد والعشرين، والأوزان النسبية لأصولها ضمن الشركات العالمية، وضمن النظام المالي العالمي، وما تمثله موجوداتها بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي لدول منشئها.

إن تناول موضوع ما أُصطلح عليه حديثاً بصناديق الثروة السيادية وخاصة الخليجية منها، يرتبط إلى حد كبير بموضوع أهم وهو إدارة المالية العامة في تلك الدول. فالإيرادات البترولية الخليجية تتصف بالتذبذب تبعاً لأسعارها في الأسواق العالمية. ومن المعروف أن هذه المادة آيلة للنضوب، ذات يوم، وأن الخصائص السالفة الذكر تؤثر بصفة مباشرة في الإنفاق العام، وفي النمو والاستقرار الاقتصادي والعدالة في تقاسم الثروة بين الأجيال. ومن هذا المنطلق جاءت فكرة صناديق الثروة السيادية لتحديد آثار التذبذب واللايقين وتحويل البترول من أصل ناضب إلى أصل منتج وأكثر ديمومة.

مشكلة الدراسة:

كلما برز مفهوم جديد في عالم اليوم، إلا وبرزت معه مشكلات يستوجب التأمل فيها وتحليلها وتقييم ما لها وما عليها. ومنذ منتصف 2006، بات المراقبون للأسواق المالية العالمية والمهتمون بقضايا التمويل الدولي يلاحظون الانتقال السريع لفئة من المستثمرين من الموقع الهامشي إلى موقع كبار المستثمرين في البورصات العالمية، وتخص هذه الفئة الاستثمارية صناديق الثروة السيادية.

وتعتبر دول الخليج العربي هي من يمتلك العدد الأكبر من هذه الصناديق في العالم.

ويمكن القول بأن الفوائض التجارية التي حققتها بعض الدول في معاملاتها الخارجية كانت الدافع الأكبر للبحث عن أماكن ملائمة لاستثمارها. وتعتبر الصناديق السيادية الخليجية مصممة أساساً للاستثمار الخارجي، وترتبط ارتباطاً وثيقاً بإدارة مالية الدولة وأبعادها التنموية المتعلقة بمرحلة ما بعد البترول، سواء كان ذلك بالنضوب أو تراجع دور البترول أمام تطور مصادر الطاقات البديلة. وكان تنويع الاقتصاد الخليجي من الأهداف المعلنة لهذه الدول استعملت لتحقيقه إنشاء عدد من الصناديق السيادية لاستثمار العائدات البترولية، حتى تكون بديلاً لهذه الأخيرة في الأمد الطويل، ووسيلة مساعدة على الاستقرار الاقتصادي والعدالة في استغلال الثروة بين الأجيال.

ومما لا شك فيه، فإن محافظة صناديق الثروة السيادية على مكانتها الجديدة أو تطويرها ضمن النظام المالي العالمي يكون مرهوناً حتماً بأدائها، سيما في ظل المناخ غير الودي والنقاشات الحادة التي تثيرها الدول المتقدمة المستقبلية لهذا النوع من الاستثمارات، وتحديدًا تلك الصناديق التابعة لدول كالصين وروسيا والخليج العربي بهدف تقليص أدوارها، ومنع امتلاكها لحصص قد يكون لها أثرها الفعال على الشركات العالمية بحجة أن لها انعكاسات سلبية على المصالح الاقتصادية والسياسية العالمية. وعليه، فإن التوصيف السابق يقود إلى طرح أسئلة مهمة، هي:

- ما مدى فعالية صناديق الثروة السيادية في استثمار الفوائض البترولية لدول منشئها؟
- ما أثر هذه الصناديق بالنسبة للدول المتلقية لها على الأزمات المالية التي قد تتعرض لها؟
- كيف يمكن تفسير تردد السلطة في الجزائر في إنشاء هذه الصناديق والاستثمار فيها على غرار الدول الأخرى التي شقت طريقها فحققت الهدف؟

الهدف من الدراسة:

تسعى الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف، هي:

- ✓ تحديد ماهية وأهمية صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض المالية؛
- ✓ تقدير حجم موجودات الصناديق السيادية الخليجية بمقارنتها مع ما غيرها من الصناديق في العالم ؛
- ✓ تحليل نوع النشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية الخليجية في الأسواق المالية العالمية؛
- ✓ حصر بعض المزايا التي يمكن أن تحصل عليها الجزائر حال تبنيها فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية في ظل الهيكلة المالية العالمية الحالية.

أهمية الدراسة:

استحوذ الموضوع الذي تعالجه هذه الدراسة على اهتمام العديد من الباحثين الاقتصاديين وصانعي القرار في الدول التي يعينها الأمر، فهو أحد أهم المواضيع المتداولة في الأوساط المالية الدولية الراهنة. فصناديق الثروة السيادية، أو الصناديق الاستثمارية الحكومية، أو المحافظ الحكومية، تعتبر من المصطلحات الجديدة التي برزت بقوة وفي ظرف وجيز في البورصات العالمية خلال العقد الأول من الألفية الثالثة. وتزداد أهمية هذه الدراسة من الناحية العلمية بالنظر إلى كونها تقوم بتسليط الضوء على أهم الأنشطة الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية الخليجية التي تعد من أهم صناديق الثروة السيادية في العالم، بالإضافة إلى تقييمها لفعالية تلك الصناديق كأداة تستخدم لإدارة الفوائض البترولية للدول المنشئة لها مقارنة بالصناديق السيادية العالمية.

منهجية الدراسة:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع محل البحث، وللإجابة على الأسئلة المطروحة في مشكلة الدراسة، ومن أجل الوصول إلى تحقيق الأهداف المسطرة آنفاً، سيتم الاعتماد على الأسلوب الوصفي. وقد قام الباحثان بمسح ما توفر من المساهمات، على قلتها، لمختلف البيانات والمعلومات المستقاة من الكتب والمجلات المتخصصة والدراسات المنجزة من طرف الباحثين الاقتصاديين، المتاحة باللغات: العربية والإنجليزية والفرنسية، والتقارير الصادرة عن الهيئات المحلية

والإقليمية والمنظمات الدولية مثل: صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، ومنظمة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية *UNCTAD*، ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية *OECD*، ومجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية *International Working Group Of Sovereign Wealth Funds* *IWG-SWFs*. وسيتم الاستعانة أيضا بالمواقع ذات الصلة بالموضوع والموثوق فيها على شبكة الأنترنت.

أولا/ تعريف صناديق الثروة السيادية.

لا يوجد اتفاق بين المنظرين والهيئات المعنية، إقليمية كانت أم دولية، حول ما يمكن أن يعتبر صندوق الثروة السيادية.¹ فصندوق النقد الدولي يعرفها على أنها: صناديق أو ترتيبات استثمار ذات أغراض محددة، مملوكة للحكومة وتحت سيطرتها، مهمتها الاحتفاظ بالأصول وإدارتها لأهداف اقتصادية كلية متوسطة أو طويلة الأجل، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية، تشتمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية. وعادة ما يتم تمويل تلك الصناديق من الفوائض في 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.²

وتعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية *Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)* صناديق الثروة السيادية بأنها: تجمعات للأصول التي تملكها الحكومات وتدار بشكل مباشر أو غير مباشر لتحقيق أهداف وطنية، تمول من احتياطات النقد الأجنبي، أو من عائدات الموارد النادرة كالبترو، أو من الضرائب العامة أو غيرها من الإيرادات.³ وتضيف وزارة الخزانة الأمريكية إلى ذلك بأنها: تدار بشكل مستقل عن الاحتياطات الرسمية للسلطات النقدية.⁴

يلاحظ أن هذه التعاريف المذكورة تتفق في اعتبار صناديق الثروة السيادية صناديق استثمارية مملوكة للحكومات، وتختلف في تحديد مصادر التمويل لما يمكن اعتباره صندوق ثروة سيادية، بالإضافة إلى الاختلاف في تحديد أهداف صناديق الثروة السيادية.

وعليه، فهذه التعريفات تشير إلى أن هذه الصناديق تعتبر تجمعات لأصول مملوكة للحكومات، صممت أساساً للاستخدام في الاستثمارات الخارجية وتحديدًا في الدول التي لها طاقة استيعاب الرأس المال كبيرة، على الرغم من عدم وضوح الرؤية حول مصادر تمويل هذه الصناديق بشكل دقيق. وهذا ما يثير قدراً غير يسير من المشاكل حول حصر عدد هذه الصناديق وتحديد قيم موجوداتها في الدول التي أنشأتها.

ثانياً/ تقديرات حجم أصول صناديق الثروة السيادية.

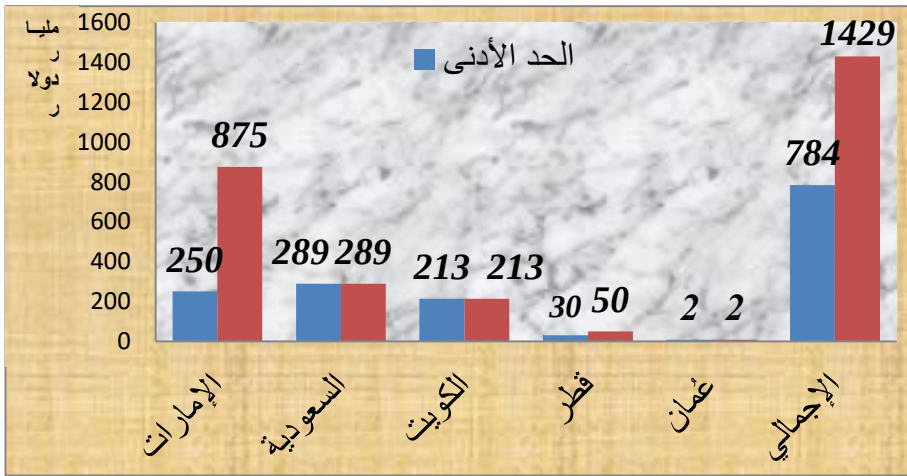
أصبحت صناديق الثروة السيادية في منطقة الخليج العربي والعالم كله بمثابة آلية هامة وقوة فاعلة في عالم المال الدولي، رغم الجدل الشديد الذي أثير بشأنها قبل انفجار الأزمة المالية العالمية (2007-2009) وبعدها.⁵

وتتفاوت الأرقام التي تحدد موجودات تلك الصناديق بشكل واسع، خاصة وأن عدداً كبيراً منها لا يعلن عن حجم أمواله، ومع ذلك تشير بيانات صندوق النقد الدولي المتاحة في فبراير 2008 إلى أن إجمالي موجودات صناديق الثروة السيادية حول العالم يتراوح بين 2.093 تريليون دولار كحد أدنى ونحو 2.968 تريليون دولار كحد أقصى،⁶ بينما يقدر معهد صناديق الثروة السيادية الكائن بـ *Las Vegas* الأمريكية *Sovereign Wealth Funds Institute* (SWF) حجم أصول تلك الصناديق بنحو 3.377 تريليون دولار في مارس 2008، وحوالي 4.766 تريليون دولار في أكتوبر 2011.⁷ وتتوقع مؤسسة مورغان ستانلي⁸ *Morgan Stanley* أن تصل قيمة موجودات هذه الصناديق إلى 9.7 تريليون دولار عام 2015.⁹

والمؤكد أن المبالغ السالفة الذكر تعتبر متواضعة إذا ما قورنت بما لدى كبار المستثمرين العالميين على غرار صناديق التقاعد التي تدير أكثر من 15 تريليون دولار، وشركات التأمين التي تملك أصولاً تقدر بأكثر من 16 تريليون دولار وشركات الاستثمار التي بلغ ما تملكه من أصول 21 تريليون دولار حسب تقديرات 2008.¹⁰ لكن من الخطأ القول أن حجم صناديق الثروة السيادية غير كافٍ لتفسير هذا القدر الكبير من الاهتمام العام الذي حظيت به، لأن السبب يكمن في تزايد وتيرة السرعة التي انتقلت بها هذه الصناديق من هامش الأسواق المالية العالمية إلى مراكزها، بوصفها فئة مستثمرة جديدة أصبحت تقف جنباً إلى

جنب مع كبريات الشركات الاستثمارية، وأيضاً النّديّة التي دخلت بها هذه الصناديق إلى رحاب فضاء الأسواق المالية الدولية. وعلى الرغم من عدم الترحيب بها من طرف الدول الغربية بشكل عام، فقد كان دورها كبيراً في دعم استقرار تلك الأسواق في أواخر 2007 وأوائل 2008.¹¹ أما تقديرات حجم الأصول التي تديرها صناديق الثروة السيادية الخليجية، وفقاً لبيانات صندوق النقد الدولي، فتتلخص في الشكل الآتي:

الشكل رقم 1: تقديرات صندوق النقد الدولي لحجم أصول صناديق الثروة السيادية للدول الخليجية عام 2008



Source : Figure has been prepared based on data of Mark Allen and Jaime Caruan , Sovereign Wealth Funds : A Work Agenda, (Washington : **International Monetary Fund** IMF, February 29, 2008, P. 7.

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>, Last Visited : November 25, 2011.

ويوضح الشكل رقم 1 أن موجودات صناديق الثروة السيادية الخليجية مجتمعة تقدر بنحو 784 مليار دولار كحد أدنى، وحوالي 1.429 تريليون دولار كحد أقصى. ويعود هذا التفاوت إلى عدم إفصاح كل من الإمارات وقطر عن الحجم الفعلي للأصول التي تديرها صناديقها السيادية.¹² فبينما يقدر صندوق النقد الدولي موجودات الأولى بنحو 250 مليار دولار كحد أدنى وما يقارب 875 مليار دولار كحد أقصى، فإن الثانية تراوحت موجوداتها بين 30 مليار دولار و50 مليار دولار. كما قدر حجم أصول الصناديق السيادية السعودية بحوالي

289 مليار دولار، بينما بلغت موجودات الصناديق السيادية الكويتية نحو 213 مليار دولار. أما الصناديق السيادية العُمانية فتقدر أصولها بحوالي 2 مليار دولار. وللإشارة، فإن صندوق النقد الدولي لا يعتبر أن البحرين تمتلك صندوق ثروة سيادية، غير أن أحدث البيانات الصادرة عن معهد الصناديق الثروة السيادية *SWF Institute* تشير إلى عكس ذلك. وتتلخص تلك البيانات في الجدول الآتي:

الجدول رقم 1: ترتيب صناديق الثروة السيادية الخليجية عالمياً حسب حجم الموجودات في شهر أكتوبر 2011

الترتيب	الترتيب	الدولة	الاسم الرسمي للصندوق	الترتيب	الترتيب
1	1	الإمارات - أبوظبي	جهاز أبوظبي للاستثمار	Abu Dhabi Investment Authority	1976
2	3	السعودية	مؤسسة النقد العربي السعودي الخارجية القابضة	Saudi Arabian Monetary Agency SAMA Foreign Holdings	1952
3	6	الكويت	الهيئة العامة للاستثمار	Kuwait Investment Authority	1953
4	12	قطر	جهاز قطر للاستثمار	Qatar Investment Authority	2005
5	15	الإمارات - أبوظبي	شركة الاستثمارات البترولية الدولية	International Petroleum Investment Company	1984

19.6	2006	Dubai World Corporation	مؤسسة دبي العالمية	الإمارات - دبي	27	6
13.3	2002	Mubadala Development Company	شركة مبادلة للتنمية	الإمارات - أبوظبي	30	7
9.1	2006	Mumtalakat Holding Company	شركة ممتلكات القابضة	البحرين	33	8
8.2	1980	State General Reserve Fund	الصندوق الاحتياطي العام للدولة	سلطنة عمان	34	9
5.3	2008	Public Investment Fund	صندوق الاستثمار العام	السعودية	38	10
1.2	2005	Ras Al Khaimah Investment Authority	هيئة رأس الخيمة للاستثمار	الإمارات - رأس الخيمة	42	11
غير متاح	2007	Emirates Investment Authority	هيئة الإمارات للاستثمار	الإمارات - الحكومة الاتحادية	48	12
غير متاح	2006	Oman Investment Fund	صندوق الاستثمار العُماني	سلطنة عمان	49	13
غير متاح	2007	Abu Dhabi Investment Council	مجلس أبو ظبي للاستثمار	الإمارات - أبوظبي	50	14
1595.2		الإجمالي				

المصدر: قاعدة بيانات معهد صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Fund Institute بواسطة الموقع الإلكتروني: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>, Last Visited : November 27, 2011.

يتضح من الجدول رقم 1 أن الدول الخليجية تمتلك 14 صندوق ثروة سيادية، تعود ملكية سبعة منها إلى الإمارات، وتمتلك السعودية وسلطنة عُمان صندوقين لكل منهما، بينما تعود ملكية ثلاث صناديق إلى الدول الخليجية المتبقية (قطر، الكويت، البحرين). 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 العُماني ومجلس أبوظبي للاستثمار لعدم توفر بيانات بشأنها. وتساهم الصناديق السيادية الخليجية مجتمعة بنحو 33.46% من إجمالي موجودات صناديق الثروة السيادية العالمية المصنفة من طرف المعهد المذكور في شهر أكتوبر 2011 والمقدرة بحوالي 4.766 تريليون دولار.¹⁴

ومن المهم القول بأن صندوق الثروة السيادية الإماراتي، المعروف بجهاز أبو ظبي للاستثمار *Abu Dhabi Investment Authority*، يحتل المرتبة الأولى عالمياً من حيث حجم الأصول بما يقارب 627 مليار دولار. وجاءت مؤسسة النقد العربي السعودي القابضة *Saudi Arabian Monetary Agency* في المرتبة الثالثة عالمياً بما يعادل 472.5 مليار دولار من الأصول، بينما تراوحت مراتب باقي صناديق الثروة السيادية الخليجية بين المرتبة السادسة والمرتبة الخمسين ضمن الواحد والخمسين صندوقاً التي تم تصنيفها.

ويتضح أن هناك تفاوتاً واضحاً في تقدير حجم الأصول الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية وعددها حول العالم من طرف المؤسسات الدولية المعنية. ومرد ذلك غياب الاتفاق حول مفهوم موحد لما يمكن أن يندرج ضمن صناديق الثروة السيادية، والتكتم وعدم الإفصاح المتبع من طرف الدول المنشئة لتلك الصناديق بالنسبة للقيم الفعلية لموجوداتها وأهدافها واستراتيجياتها الاستثمارية. غير أن المتفق عليه هو كون صناديق الثروة السيادية وخاصة الخليجية منها تمتلك أصولاً يعبر عنها في العادة بأرقام لها أهميتها، وأصبحت تعتبر قوة تمويلية لها أهميتها في الساحة الدولية، إذ تؤدي أدواراً في غاية من الأهمية على مستوى الأسواق المالية العالمية بمساهمتها بأكثر من ثلث استثمارات

هذا النوع من الصناديق حول العالم، نتيجة للفوائض المالية التي تراكمت في الدول الخليجية والناجمة عن الارتفاع في أسعار البترول في الأسواق العالمية.

ثالثاً/ النشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية الخليجية.

يعتبر التطرق للنشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية من الأهمية بمكان، لأنه يتيح التعرف على طبيعة استثمارات هذا النوع من الأجهزة الاستثمارية وتوجهاتها وتوزيعها الجغرافي والقطاعي. وفي هذا السياق تستحوذ الدول المتقدمة صناعياً على قدر كبير من الاستثمارات في مثل هذه الصناديق حيث يتم بتوزيع تلك الاستثمارات كحصص متفاوتة في أسهم مجموعة من الشركات والمشاريع ذات الأوزان الثقيلة في مؤشرات الأسواق المالية العالمية، حيث تدخل تلك الحصص في تكوين المحافظ المالية الاستراتيجية طويلة الأمد لتلك الصناديق. وتتنوع استثمارات تلك الصناديق لتشمل أغلب القطاعات الاقتصادية الحيوية كالبنوك والاتصالات والسياحة وصناعة الطائرات والصناعات الفضائية وصناعة السيارات والإلكترونيات.

وعليه، فإن النشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية العالمية يعتمد على توزيع أصول تلك الصناديق بنسب مختلفة ومتنوعة في رأسمال الشركات العالمية المدرجة في بورصات الدول الصناعية المتقدمة، منها بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE. وترتبط الأنشطة الاستثمارية للصناديق السيادية ارتباطاً وثيقاً بتلك الدول نظراً لجاذبية العوائد المرتفعة والاستقرار السياسي وتنوع مجالات الاستثمار المالي فيها.

لقد دخلت الدول الخليجية بقوة إلى الأسواق المالية العالمية، بفعل الصعود السريع لصناديق ثرواتها السيادية. وقد أصبحت هذه الدول موطناً لعدد معتبر من هذه الصناديق، ومهدداً لإمكانية ظهور صناديق جديدة من هذا النوع، والموجهة أساساً للاستثمار الخارجي. وتأخذ الاستثمارات الخارجية لصناديق الثروة السيادية العالمية لاسيما الخليجية منها شكل استثمارات محفظة تدار على مستوى الأسواق المالية العالمية والآسيوية الناشئة بدرجة أقل. بيد أن الاستثمار الأجنبي المباشر لا يمثل ضمن إجمالي استثمارات الصناديق السيادية العالمية سوى 22.9 مليار دولار حسب تقديرات سنة 2009، وهو ما يعادل 0.6% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية العالمية المقدرة في نفس السنة.¹⁵

وللتعرف على مكونات المحافظ المالية للصناديق السيادية الخليجية، فإن الجدول رقم 2، يبين بدوره تقديرات لتركيب المحافظ المالية لبعض الصناديق السيادية الخليجية من حيث نوع الأصول وأهم العملات الداخلة في تركيبها نهاية عام 2007. ويلاحظ أن توزيع الاستثمارات المالية الخليجية تختلف من صندوق إلى آخر. ففي حين تخصص كل من الهيئة العامة للاستثمار وجهاز قطر للاستثمار ومؤسسة دبي العالمية وشركة مبادلة نسبة تتراوح بين 50% إلى 60% للأسهم، ونسبة تتراوح بين 10% و 25% للسندات، نجد أن مؤسسة النقد العربي السعودي والصندوق الاحتياطي العام لسلطنة عُمان 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. ومرد هذا الاختلاف هو تركيب المحافظ المالية لصناديق الثروة السيادية الخليجية إلى عوامل أهمها اختلاف الاستراتيجيات الاستثمارية بكل صندوق، ودرجة الخبرة في إدارة الأصول على مستوى الأسواق المالية، ومدى استعداد كل صندوق لتحمل المخاطر مقابل الحصول على أعلى العوائد.

الجدول رقم 2: تقديرات توزيع المحافظ المالية لبعض صناديق الثروة السيادية الخليجية
نهاية عام 2007

الصندوق	تركيب محفظة الصندوق من حيث العملة	تركيب محفظة الصندوق من حيث الأصول
الهيئة العامة للاستثمار - الكويت: Kuwait Investment Authority	40% دولار	60% أسهم
	40% يورو وجنيه إسترليني ودين ياباني	25% سندات
	20% عملات أخرى	15% أصول أخرى
جهاز قطر للاستثمار - قطر Qatar Investment Authority	40% دولار	60% أسهم
	40% يورو	20% سندات
	20% جنيه إسترليني وعملة آسيوية	20% أصول أخرى

20% أسهم	50% دولار	الصندوق الاحتياطي العام للدولة - عُمان State General Reserve Fund
30% سندات		
50% أصول أخرى	50% عملات أخرى	
50% أسهم	35% دولار	مؤسسة دبي العالمية - الإمارات Dubai World Corporation
10% سندات	50% يورو وجنيه إسترليني	
40% عقارات	15% عملات آسيوية	
60% أسهم	40% دولار	شركة مبادلة للتنمية - الإمارات Mubadala Development Company
20% سندات	50% يورو	
20% أصول أخرى	10% عملات أخرى	
25% أسهم	75% دولار	مؤسسة النقد العربي السعودي الخارجية القابضة - السعودية Saudi Arabian Monetary Agency SAMA Foreign
65% سندات		
10% ودائع	25% عملات أخرى	

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.

ومما سبق يمكن القول أن الصناديق السيادية الخليجية تستخدم محافظ مالية استراتيجية لإدارة أصولها المختلفة ذات النسب العالية من النقد الأجنبي، وفق استراتيجيات مختلفة تسعى لتحقيق أكبر عائد ممكن بأقل حدود المخاطرة من خلال تنمية القيمة السوقية لمحافظها لتحقيق أهداف رأسمالية، وهي بالمقابل أصبحت تتحمل مسؤوليات أكبر تجاه استقرار الأسواق المالية العالمية.

رابعاً/ معايير أداء صناديق الثروة السيادية.

عندما ظهرت صناديق الثروة السيادية كهيئات استثمارية بارزة ضمن قائمة كبار الهيئات الاستثمارية العابرة للحدود منذ سنة 2007، تعاملت العديد من القوى الاقتصادية المتقدمة مع هذا الأمر بكثير من القلق وعدم الارتياح. وأصبح ينظر إلى تلك الصناديق على أنها أدوات لتنفيذ السياسة الخارجية لحكومات دول

منشئها. واتهمت بأنها تشكل تهديدا للأمن الوطني ومصالح التنافس الاقتصادي لعدد من الدول المتقدمة المتلقية لاستثمارات تلك الصناديق، وهو أمر أضفى قدرا من الضبابية على الحدود الفاصلة بين الجانبين الاقتصادي والسياسي لهذا النوع من الصناديق.¹⁶

ونتيجة لتلك التصورات العدائية التي تمارسها الدول الغربية المتقدمة ضد نشاط صناديق الثروة السيادية، قامت الدول المنشئة لتلك الصناديق بتنسيق مع صندوق النقد الدولي بتأسيس مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية *International Working Group Of Sovereign Wealth Funds* في الأول من شهر ماي عام 2008 بالعاصمة الأمريكية، واشنطن. وتتألف المجموعة من 26 بلد¹⁷ تمتلك صناديق للثروة السيادية وهي في الوقت ذاته أعضاء في صندوق النقد الدولي.¹⁸

وقررت مجموعة العمل الدولية من خلال اجتماعاتها أن الطريق الأمثل للمضي قدما يتمثل في وضع إطار عام يحدد النشاطات الاستثمارية وفق الاعتبارات المالية والاقتصادية بعيدا عن الدوافع السياسية. وبناء على ذلك، اجتمعت المجموعة في العاصمة التشيلية، سانتياغو، وتمخض عن اجتماعها هذا إعلان ما يعرف بـ "المبادئ والممارسات المتعارف عليها" *Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)* أو مبادئ سانتياغو *Santiago Principles* في أكتوبر 2008. وهي عبارة عن وثيقة مكونة من 24 مبدأ من المبادئ الطوعية غير الملزمة التي اتفقت حولها الدول المكونة لمجموعة العمل الدولية في مثال جيد للتعاون المتعدد الأطراف مع كل من صندوق النقد الدولي والبلدان المستضيفة لاستثمارات هذا النوع من الصناديق ومنظمات دولية في الميدان الاقتصادي.¹⁹

وتغطي مبادئ سانتياغو المجالات الرئيسية التالية: "الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية؛ الإطار المؤسسي وهيكल الحوكمة؛ إطار الاستثمار وإدارة المخاطر. ويتمثل الغرض الإرشادي لهذه المبادئ فيما يلي: إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة؛ ضمانا للالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية؛ التأكد من أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تراعي المخاطر الاقتصادية والمالية

واعتبارات العائد؛ المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات.²⁰

وقد قام ترومان ²¹ Edwin M. Truman بإعداد دراسة شملت 46 صندوقاً للثروة السيادية منها ستة خليجية، وتضمنت مؤشراً لأدائها وفقاً لأهم المعايير التي قررت مبادئ سانتياغو، وهي:²²

1/ **الهيكلية:** وتشمل درجة وضوح مصادر تمويل الصندوق واستخدامات أصوله وعوائده ومعاملاته الضريبية وتكامل هذه العناصر مع ميزانية الصندوق واستراتيجيته الاستثمارية، ومدى انفصال أصول الصندوق عن الاحتياطات الخارجية للدولة الراعية له.

2/ **الحكومة:** وتتضمن دور الحكومة في الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق، ودور المديرين لتلك الصناديق والمبادئ التوجيهية الأخلاقية التي تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار، ومدى الفصل بين الطموحات السياسية للمالك (الحكومة) والاعتبارات المالية والاقتصادية لإدارة العمل.

3/ **الشفافية والمساءلة:** وتركز على مدى توفر التقارير المنتظمة (شهرية، فصلية، سنوية) التي تتيح المعلومات الكافية عن حجم استثمارات الصندوق، وأدائه، وعوائده، والتوزيع الجغرافي لاستثماراته، وتركيبه محفظته المالية من حيث نوع الأوراق المالية والعملات.

4/ **السلوك:** ويقصد به سلوك الصندوق في الأسواق المالية التي يقوم بالاستثمار فيها من حيث طبيعة محفظته المالية، ومدى ملكيته للحصص المسيطرة في الشركات العالمية، وكيفية استخدامه للأوراق المالية والمشتقات من حيث المخاطرة والعائد. وبالرجوع إلى المعايير المذكورة قيم ترومان أداء صناديق الثروة السيادية.

وبالرجوع إلى الملحق رقم 1، يلاحظ أن الصناديق السيادية التي تحتل المراتب العشرة المتقدمة في ترتيب مؤشر أداء صناديق الثروة السيادية هي الصناديق المملوكة لكل من: كندا، نيوزيلندا، الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، النرويج، اليابان، وإيرلندا. في حين جاءت الصناديق السيادية العربية بما فيها الخليجية في ذيل الترتيب.

وطالما أن أغلب الصناديق السيادية الواردة في الجدول تنتمي إلى قائمة صناديق مجموعة العمل الدولية، فإن المعايير المعتمدة تجسد أهم النقاط الرئيسية

التي ركزت عليها مبادئ سانتياغو. وبناء على ذلك، فإن النتائج الموجودة بالملحق رقم 1 تعكس مدى امتثال صناديق الثروة السيادية الواردة بيانات بشأنها لمبادئ سانتياغو، حيث يتضح أن ثمانية صناديق سيادية أظهرت درجات عالية من الامتثال وهي: صندوق مخطط التقاعد الكندي، صندوق التقاعد النيوزلندي، صندوق ألاسكا الدائم الأمريكي، صندوق كيبيك الكندي، صندوق الإيداع من أجل التقاعد الفرنسي، صندوق المعاشات التقاعدية النرويجي، صندوق كاليفورنيا الخاص بتقاعد موظفي القطاع العام الأمريكي، وصندوق وايومينغ الائتماني (Wyoming Insurance) الدائم للمعادن الأمريكي. حيث تحصلت الصناديق المذكورة على معدلات تتجاوز 90 نقطة من أصل 100 نقطة من خلال المؤشر وهو ما يدل على درجات عالية من الامتثال للمبادئ المتفق عليها في اجتماع سانتياغو 2008. في حين لا تزال بقية الصناديق وخاصة العربية والخليجية منها تحتاج إلى رفع أدائها من خلال الاهتمام بالهيكلية والحوكمة ومعايير الشفافية والمساءلة وقواعد السلوك.

مما سبق يمكن القول أن إعلان صناديق الثروة السيادية العالمية لمبادئ سانتياغو من خلال عمل جماعي متعدد الأطراف يعتبر إنجازاً هاماً وفر الحماية وأضفى الشرعية على عدد من الصناديق السيادية لا سيما تلك التابعة لدول لا ترحب القوى الاقتصادية العالمية المهيمنة بصعودها إلى رحاب الساحة المالية العالمية. إلا أن وثيقة مبادئ سانتياغو التي صممت في الأصل من أجل خلق الثقة في الاقتصادات المستضيفة لاستثمارات الصناديق السيادية والمحافظة على بيئة استثمارية مفتوحة عالمياً لا تمثل ميثاقاً دولياً ملزماً، وهو ما يفسر تفاوت الصناديق الموقعة عليها في الامتثال لمعايير العمل التي جاءت بها.

إن البيانات السابقة تدل على أن صناديق الثروة السيادية الخليجية لا تتمتع بالفعالية الكافية فهي في حاجة إلى المزيد من الشفافية والإفصاح وترتيبات الحوكمة والهيكلية وقواعد السلوك في البورصات العالمية، وهو ما قد يجعلها عرضة إلى العديد من المخاطر أهمها: تجدد المواجهة بينها وبين الدول المتقدمة المتلقية لاستثماراتها، وإبعادها عن الترتيبات الدولية لصناديق الثروة السيادية، ومن ثم تدني نصيبها في الحصص الفعالة في أسهم الشركات العالمية وما ينجم عنه من انخفاض عائداتها، مما يجعل الطريق أمامها طويلاً لتكون أطرافاً فعالة في الاقتصاد العالمي.

خامسا/ مزايا إنشاء صناديق الثروة السيادية بالجزائر.

بعد التطرق في هذه الورقة البحثية إلى صناديق الثروة السيادية، وحجم الأصول المالية التي تديرها، والمعايير التي تستند إليها في أدائها، إضافة إلى سرعة نموها ونفوذها المتعظم في كثير من الأسواق المالية العالمية في وقت وجيز. ومن المهم الإشارة لأهم المزايا التي يمكن للاقتصاد الجزائري الاستفادة منها في حال تبني الجزائر لفكرة إنشاء هذا النوع من الصناديق في ظل الهيكلة المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي الراهن. وتتلخص تلك المزايا فيما يلي:

1/ تنويع مصادر الدخل:

يساعد إنشاء الصناديق الثروات السيادية في تقليص الاعتماد على عائدات النفط وتنويع مصادر الدخل خاصة في الدول التي تمتلك اقتصاد ريعي كالجزائر. فالإقتصاد الجزائري يتميز بهيمنة قطاع المحروقات والاعتماد الشديد على الإيرادات المتأتية منه والتي تساهم بنحو 98% من صادرات الجزائر، وبنسب تتراوح بين 40% إلى 45% من الناتج المحلي الإجمالي، كما تساهم بما يقارب ثلثي موارد الموازنة العامة.²³

وتوضح هذه الأرقام ارتهان الاقتصاد الجزائري لعوائد تصدير البترول في شكله الخام، إذ أصبح شديد التأثر لتقلبات الأسعار في الأسواق العالمية أو لتراجع حجم الإنتاج، فتستنزف الفوائض المالية التي يتم تحصيلها في فترات ارتفاع الأسعار لتغطية العجز الموازنة، كما يتم اللجوء في تغطيته إلى التقشف على حساب أصحاب الدخل المحدود وخدمات التعليم والصحة والإسكان وصيانة البنية التحتية.²⁴

ويعد الخروج من ارتهان الاقتصاد الجزائري لعوائد موارد البترول ضرورة ملحة وعاجلة ولعل أهم وسائلها الالتفات أكثر إلى الطريقة التي أفلتت بموجبها الدول الخليجية والدول صاحبة الصناديق السيادية في العالم، بعد أن قامت بإنشاء عدد من صناديق الثروة السيادية، وقامت باستثمار الفوائض المالية التي تراكمت لديها في فترات الرخاء. فهذا النوع من الصناديق يحقق عائدات هامة لصالح اقتصاداتها الأم، فقد ارتفع حجم أصول الصناديق السيادية في العالم إلى أكثر من 5.2 تريليون دولار بنمو بلغ 9% عام 2011، كما تقدر أصول صناديق المعاشات وصناديق التنمية على 7.2 تريليون دولار، إضافة إلى

احتياطات رسمية من النقد الأجنبي قدرها 8.1 تريليون دولار.²⁵ في حين لم يحقق صندوق ضبط الإيرادات الجزائري أي نمو يذكر في الفترة بين شهري جوان 2011 وسبتمبر 2012، فقد بقي حجم أصوله مستقرا عند القيمة 56.7 مليار دولار، ويعود ذلك إلى أن مردود السندات السيادية محدود جدا مقارنة بما لو تم توظيف تلك الأموال في أسهم الشركات؛²⁶ بينما حقق صندوق SAMA السعودي، على سبيل المثال، قفزة نوعية في حجم أصوله خلال فترة أقل، من 472.5 مليار دولار خلال شهر أكتوبر 2011 إلى 532.8 مليار دولار نهاية شهر سبتمبر 2012.²⁷

إن هذا النمو الهام (60.3 مليار دولار بمعدل يقدر بـ 12.76%) في حجم أصول الصندوق السيادي السعودي المذكور في فترة تقل عن سنة يدل على الاستراتيجيات الاستثمارية الفعالة المتبعة من طرف إدارة الصندوق، والخبرة الكبيرة في الأسواق المالية، كما تمثل هذه العائدات الضخمة للصندوق في النهاية مصادر دخل أخرى تضاف إلى عائدات الثروة البترولية وهذا ما هو مطلوب من الجزائر أن تحذو حذوه من خلال تفعيل دور صندوق ضبط الإيرادات وتوسيع دوره الاستثماري أو إنشاء صناديق ثروة سيادية لضمان تنويع مصادر الدخل وفك الارتباط الوثيق بعائدات تصدير النفط كمصدر وحيد للدخل .

2/ التنمية المستدامة وضمان مصالح الأجيال القادمة:

من المعلوم أن البترول يحظى بأهمية بالغة كونه مصدرا رئيسيا للطاقة في العالم على الأقل في المستقبل المنظور، كما تزداد أهميته بالنسبة للدول المنتجة له من خلال توفيره لفوائض مالية تعد ضرورية لتمويل برامج التنمية. وهو مورد طبيعي غير متجدد يترتب على ازدياد الطلب عليه زيادة الطاقة الإنتاجية للدول المنتجة له. لذا، فإن العمر الافتراضي للاحتياطيات البترولية مرهون بما هو مؤكد وبما يمكن اكتشافه. وعليه، يكون على عاتق الدول صاحبة الموارد النفطية مسؤولية إدارة احتياطياتها بشكل يسمح بإطالة العمر الافتراضي لتلك الاحتياطيات لضمان تنمية مستدامة، والحفاظ على الثروة لتستفيد منها الأجيال المستقبلية

الجدول رقم 3: احتياطات النفط والغاز الطبيعي وحجم إنتاجهما والأعمار الافتراضية للدول الأعضاء في منظمة الدول المصدرة للبترول أوبيك سنة 2010.

الدولة	حجم احتياطي النفط مليار برميل	إنتاج البترول 1000 برميل في اليوم	العمر الافتراضي لاحتياطي النفط*	حجم احتياطي الغاز الطبيعي مليار متر مكعب	الغاز الطبيعي المسوق مليار متر مكعب/سنة	العمر الافتراضي لاحتياطي الغاز*
الجزائر	12.20	1190	28	4504	83.90	54
أنغولا	9.50	1691	15	310	0.73	424
الإكوادور	7.21	476	41	8	0.33	24
إيران	151.17	3544	116	33090	187.36	176
العراق	143.10	2358	166	3158	1.30	2429
الكويت	101.50	2312	120	1784	11.73	152
ليبيا	47.10	1478	86	1495	16.81	89
نيجيريا	37.20	2048	50	5110	28.10	181
قطر	25.38	733	95	25201	96.34	261
السعودية	264.52	8166	88	8016	87.66	91
الإمارات	97.80	2234	120	6091	51.28	118
فنزويلا	296.50	2854	284	5525	19.73	280
الأوبك	1193.17	29183	112	94292	585.27	161

Source: Table Has Been Prepared Based On Data Found In: Organization Of The Petroleum Exporting Countries OPEC, **Annual Statistical Bulletin 2010/2011**, Section 1: Summary, (Vienna: OPEC, 2011), P. 11.
http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/ASB2010_2011.pdf. Last Visited: October 07, 2012.

* تم احتساب الأعمار الافتراضية لاحتياطات النفط والغاز الطبيعي الواردة في الجدول أعلاه بقسمة حجم الاحتياطي على حجم الإنتاج السنوي منه.

من البيانات الواردة في الجدول رقم 3 يتضح أن احتياطي البترول الجزائري يعد من أقل الاحتياطات حجماً وعمرًا على الأقل في مجموعة دول الأوبك. ويقدر الاحتياطي الجزائري من البترول بـ 12.20 مليار برميل، كما

تبلغ الطاقة الإنتاجية للبترول في الجزائر حدود مليون و190 ألف برميل يوميا، وهو ما يعني الاستفادة من الاحتياطي لمدة تقارب 28 سنة، وهي مدة قصيرة إذا ما قورنت بالأعمار الافتراضية لاحتياطيات دول مجموعة أوبك. ويتبين أن الجزائر تمتلك احتياطي من الغاز الطبيعي يقدر بـ 4504 مليار متر مكعب، تسوق منه سنويا حوالي 83.90 مليار متر مكعب حسب بيانات سنة 2010، بمعنى أن العمر الافتراضي لاحتياطي الغاز الطبيعي يكون في حدود الـ 54 سنة، وهي مدة قصيرة أيضا مقارنة بالأعمار الافتراضية لاحتياطيات الغاز الطبيعي لباقي دول مجموعة الأوبك الواردة ببيانات بشأنها في الجدول.

وما تجدر الإشارة إليه أيضا أن فنزويلا تمتلك أكبر احتياطي بترولي في العالم يقدر بـ 296.50 مليار برميل، تليها السعودية بحوالي 264.52 مليار برميل، وأيضا امتلاك إيران لثاني أكبر احتياطي من الغاز الطبيعي المقدر بـ 33090 مليار متر مكعب بعد احتياطي روسيا الذي يبلغ 46000 مليار متر مكعب. وتحتل قطر المرتبة الثالثة بعد إيران من حيث حجم الاحتياطي من الغاز الطبيعي والبالغ 25201 مليار متر مكعب.²⁸

إن ما يمكن استخلاصه من البيانات الواردة في الجدول رقم 4 هو أن الجزائر لديها احتياطيات من البترول والغاز الطبيعي قد لا تكفي حتى الأجيال الحالية، فكيف الأمر بالنسبة للأجيال القادمة. وعليه، فإنه من الواجب الاستفادة من عائدات الثروة البترولية وإعادة تدويرها في استثمارات تستفيد منها الأجيال الحالية والمستقبلية وفقا لنظرية التنمية المستدامة وهذا يتأتى من خلال تبني فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية لإمكانية استثمار الفوائض المالية أحسن استثمار في الأسواق المالية العالمية لصالح أجيال المستقبل.

ويمكن القول إن التردد في إنشاء صناديق الثروة السيادية لاستثمار ما لدى الجزائر الآن من فوائض مالية هامة، والاستمرار في الاعتماد على البترول والغاز الطبيعي ليس فقط مخاطرة بمستقبل الأجيال القادمة بل قد سيحمل الأجيال الحالية والمستقبلية أعباء الديون في حال استنزاف هذه الثروات وعائداتها في السنوات لقادمة وإعطاء انطباع غير دقيق بالنجاح الاقتصادي الآني. فعندما تنشغل الجهات المخولة بإدارة الثروات البترولية في الجزائر بتسويق أكبر الكميات من البترول لتحقيق زيادة في حصيلة الصادرات دون إعادة تدوير للعائدات النفطية في صورة استثمارات مالية تضمن نموها السريع - على النحو

الذي تقوم به أكبر الصناديق السيادية في العالم- فهي تكون مشابهة في أدائها للوارث السفيه الذي يبيع ميراثه الثمين لينفق على ملذاته الآنية.

3/ الاستقرار المالي:

تساهم صناديق الثروات السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لاقتصادياتها المحلية من خلال ضمان استقرار الإنفاق العام وتوفير الموارد اللازمة للموازنة العامة لتجنب العجز المالي في الموازنة العامة، باعتبار أن الإيرادات البترولية تخضع لتقلبات الأسعار في الأسواق العالمية، وتتأثر بالعديد من العوامل السياسية والاقتصادية، وهو ما يؤدي لتعرض اقتصاديات الدول البترولية ومنها الجزائر لصدمات في حال انخفاض الأسعار. وهنا يكون للصناديق السيادية دور في امتصاص تلك الصدمات فلا يؤثر انخفاض حصيلة الإيرادات البترولية على حجم الإنفاق العام ولا على مستوى الخدمات العمومية التي تقدمها الدولة.²⁹ وعليه، تقوم صناديق الثروات السيادية بتوفير الموارد اللازمة للدولة لتغطية عجزها المالي عندما تتراجع إيراداتها وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر بما يضمن الاستقرار المالي.

إن المزايا السابق ذكرها تعتبر من أهم المزايا التي يمكن أن يستفيد منها اقتصاد معين عند إنشائه لصناديق الثروات السيادية. ويحتاج الاقتصاد الجزائري، ربما أكثر من غيره، الاستفادة من محاسن وإيجابيات هذه الصناديق. ورغم أن الجزائر تمتلك صندوق ضبط الإيرادات الذي يعتمد في تمويله على عائدات تصدير البترول، إلا أن هذا الصندوق يحتاج لتوسيع دوره ليؤدي الدور المنوط به كصندوق ثروة سيادية يمارس أنشطته في شفافية وفقا لمبادئ مؤتمر سانتياغو ويرسم استراتيجيات توظيف هذه الأموال على المدى الطويل. كما تحتاج الجزائر لمزيد من هذه الصناديق التي يمكن تمويلها من إيرادات ثروات أخرى كالغاز الطبيعي، مثلا، للنهوض بالاقتصاد الجزائري في ظل الهيكلة المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي اليوم.

خاتمة:

اهتمت هذه الورقة البحثية بتحديد مدى فاعلية وكفاءة صناديق الثروة السيادية الخليجية في إدارة الفوائض المالية النفطية لدولها. ومن خلال الدراسة يتضح أن صناديق الثروة السيادية الخليجية هي أجهزة استثمارية تدير أصولاً تعود ملكيتها للحكومات، وتم تصميمها من أجل الاستثمار الخارجي. وقد استطاعت هذه الصناديق بالاعتماد على عائداتها، وبدفع من الإيرادات البترولية لدول منشئها أن توسع من قواعد موجوداتها، وتنضمّ بسرعة إلى كبار المستثمرين العالميين.

وبالرغم من التفاوت الواضح في تقدير حجم أصول صناديق الثروة السيادية حول العالم من طرف المؤسسات الدولية المعنية، فإن البيانات المتاحة تشير إلى أن الصناديق السيادية الخليجية تمتلك ثلث (33.5%) موجودات هذا النوع من الصناديق عالمياً. وهوما يعادل 1.5 تريليون دولار حسب تقديرات 2011. كما تمتلك الإمارات العربية المتحدة أكبر الصناديق السيادية عالمياً من حيث حجم الأصول، وهو الصندوق المسمى جهاز أبو ظبي للاستثمار *Abu Dhabi Investment Authority* حسب إحصاءات نفس السنة.

وتبين أن استثمارات صناديق الثروة السيادية سواء الخليجية أو غيرها تأخذ شكل محافظ مالية تتكون من حصص مختلفة من رأس مال شركات عالمية ذات أوزان هامة في مؤشرات البورصات الدولية. وتتنوع تلك الاستثمارات لتشمل كل القطاعات الاقتصادية الحيوية. إلا أن أهم ما يميز النشاط الاستثماري للصناديق السيادية ارتباطه الشديد بالأسواق المالية للدول الصناعية المتقدمة المسيطرة على الاقتصاد العالمي، والتي لا تبدي ارتياحاً لاستقبال استثمارات تلك الصناديق. فقد أثارت هذه الدول جدلاً حاداً حول مخاطر الصناديق السيادية على أمنها الوطني وعلى بنية الأسواق المالية وهيكلتها بحجة أن لها أهدافاً سياسية. وتفاعلاً مع هذه المواقف العدائية، شكلت الصناديق السيادية لـ 26 بلد مجموعة عمل دولية في أكتوبر 2008 تبنت من خلالها معايير الهيكل والحوكمة والتزامات الشفافية والإفصاح وقواعد السلوك عبر التوقيع على مجموعة من المبادئ الطوعية غير الملزمة والتي عرفت بمبادئ سانتياغو.

يعبر التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سانتياغو اختباراً هاماً لمدى الفاعلية وجودة الأداء الدولية لتلك الصناديق. ومع أن الدول الخليجية، صاحبة

الصناديق، من الموقعين على وثيقة سانتياغو، فإنها لم تبد امتثالا واضحا لتلك المبادئ، وهو أمر من شأنه أن يخفض من اندماجها في الأوساط المالية الدولية، ويعرضها للانكشاف أمام مخاطر سياسية جديدة، فيقلص من عائداتها وقدرتها على المحافظة على ثروة الأجيال القادمة وتنميتها، ويحد من تنويع استثماراتها خارج اقتصاداتها المحلية. فكيف الأمر بالنسبة للجزائر التي تتردد دوما في اتخاذ قرارات الاستثمار بشكل عام وفي مثل هذه الصناديق بشكل خاص لتحسن أداءها المالي فتكسب بذلك موردا هاما لن ينضب بنضوب البترول والغاز، شريطة أن تنفتح على أسواق المال في العالم وأن تلتزم بالشفافية والمساءلة وتحترم قواعد السلوك، مثلما ما نصت عليه مبادئ سانتياغو.

وفي ضوء ما سبق، يمكن استخلاص ما يلي:

- استفادت صناديق الثروة السيادية الخليجية من شفافية وانفتاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة وأصبحت من أهم الجهات الممولة للاقتصاد العالمي بما امتلكته من أصول في ظرف وجيز.
- تحاط صناديق الثروة السيادية الخليجية بكثير من الغموض الذي يكتنف حجم أرصدها واستراتيجياتها الاستثمارية، ولا تتمتع بالفاعلية الكافية نظرا لعدم تطبيقها لمعايير الأداء المطلوبة في الأوساط المالية الدولية وهو ما قد يكون له آثار سلبية على نشاطها الاستثماري في المدى الطويل.
- يتعين على الصناديق السيادية الخليجية أن تبادر بجدية لتطبيق مبادئ سانتياغو الهادفة إلى زيادة مستوى الشفافية والإفصاح والتنظيم وتبديد قلق القوى المهيمنة على النظام المالي العالمي للمحافظة على بيئة استثمارية منفتحة، حتى تكون أطرافا تتحمل مسؤولية استقرار أسواق المال العالمية، وتجني ثمار ذلك.
- من المهم بل ومن الضروري أن تنفتح الجزائر على هذا النوع من الاستثمار وغيره لتنويع مواردها المالية قبل نضوب ما لديها من المحروقات، وذلك بإنشاء صناديق الثروة السيادية تخص الفوائض المتأتية من البترول والغاز، واعتماد الاستثمار في محافظ الأوراق المالية الدولية المتنوعة في السلع والخدمات والتكنولوجيا. وهنا يمكن ضمان موارد دائمة للخرينة ومن ثم تحقيق آمال الأجيال الحاضرة والمستقبلية.

الهوامش:

¹ - نشأت صناديق الثروة السيادية منذ عقود خلت، إلا أنها ظلت لفترة طويلة غير معروفة لدى عامة الناس وبعيدة عن أضواء المشهد المالي العالمي. غير أن هذا الوضع تغير عام 2006 عندما ثار الجدل حول محاولة شركة دبي العالمية شراء موانئ ست محطات بحرية كبرى في الولايات المتحدة الأمريكية. وقوبلت هذه المحاولة برد فعل حاد من طرف أعضاء من الكونغرس الأمريكي، مبررين ذلك بهواجس الأمن الوطني للولايات المتحدة. وبناء عليه رُفِضَت الصفقة. وسرعان ما تحول الأمر إلى مخاوف الدول الغربية من الأدوار التي يمكن أن تقوم بها صناديق الثروة السيادية الخليجية، ومن بين الأدوار المهمة التي قامت بها هذه الصناديق، تمويلها للمؤسسات المالية المتعثرة جراء الأزمة المالية العالمية 2007/2009، إذ قامت بضخ ما قيمته 66 مليار دولار في شكل استثمارات مالية في ظرف ستة أشهر لحماية تلك المؤسسات من الإفلاس. لمزيد من المعلومات، انظر:

Udaibir S. Das and Adnan Mazarei and Han Van Der Hoorn, **Economics of Sovereign Wealth Funds : Issues For Policymakers**, (Washington : International Monetary Fund IMF, 2010), P. 14.

Alain Demarolle, **Rapport Sur Les Fonds Souverains**, (Paris : **Ministere De L'économie Des Finances Et De L'Industrie**, 2009), P P. 11-12.

http://www.economie.gouv.fr/presse/dossiers_de_presse/080522_rapdemarolle/rap_de_marolle.pdf, Last Visited : November 17, 2011.

² - Mark Allen and Jaime Caruana , **Sovereign Wealth Funds : A Work Agenda**, (Washington : **International Monetary Fund IMF**, February 29, 2008), P P. 5-6.

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>, Last Visited : November 27, 2011.

³ - Adrian Blundell-Wignall and Yu-Wei Hu and Juan Yermo, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**, (Paris : **Organization For Economic Co-Operation and Development OECD**, 2008), P. 118.

<http://www.oecd.org/dataoecd/27/49/40196131.pdf>, Last Visited: November 27, 2011.

⁴ - Mark Allen and Jaime Caruana , *Op.Cit.*, P. 37.

⁵ - تشعر حكومات الدول الغربية بعدم الرضاء إزاء استقبال استثمارات صناديق الثروة السيادية خاصة الخليجية والصينية والروسية بدعوى أن لها طموحات سياسية، وأنها لا تتمتع بالدرجة الكافية من الشفافية والإفصاح (خاصة أن كثير من هذه الصناديق لا يفصح عن حجم أصوله وأهدافه واستراتيجياته الاستثمارية). وتمتلك هذه الصناديق قدرة كبيرة في توفير السيولة المطلوبة بالحاح وكان لها دورها الإيجابي خلال الأزمة المالية العالمية (2007-2009) حيث يؤكد الملاحظون والمهتمون بأنها كانت أزمة سيولة في جوهرها، وأنه لا مسؤولية للصناديق السيادية فيها، مثلما حاولت الولايات المتحدة الأمريكية إلقاء المسؤولية على اقتصاديات الدول النفطية والآسيوية، حيث اتهمتها بمسؤوليتها عن مشكلة اختلال موازين المدفوعات الدولية باستخدامها للفوائض التجارية التي حققتها في سنوات الازدهار لزيادة احتياطياتها من النقد الأجنبي. وهذا جعل حكومات الدول الأم المنشئة لتلك الصناديق تشكل مجموعة عمل دولية لصناديق الثروة السيادية في ماي 2008، وإعلان مبادئ موحدة لهذه الصناديق ضمن إطار ما أصبح يعرف "بإعلان مبادئ سانتياغو" في أكتوبر 2008. وهذا ما سمح بتوضيح الإطار المؤسسي التي تركز عليه هذه الصناديق في عملياتها الاستثمارية وأهداف حكوماتها بما يدعم الحفاظ على مناخ استثماري عالمي منفتح ومستقر. لمزيد من المعلومات، انظر:

جاسم المناعي، "ظاهرة صناديق الثروة السيادية... مرة أخرى"، (أبوظبي: صندوق النقد العربي، 2008)، ص 1-6.

<http://www.amf.org.ae/sites/default/files/Research%20and%20Studies/Articles%20and%20Speeches/ar/the%20phenomenon%20of%20sovereign%20funds.pdf>, Last Visited : November 24, 2011.

مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، "مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تعرض مبادئ سانتياغو على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية"، (أكتوبر، 2008)، ص. 5.

<http://www.iwg-swf.org/pr/pdf/ara/pr0806a.pdf>, Last Visited : November 24, 2011.

Sven Behrendt, *More Transparency, Disclosure Needed For Sovereign Wealth Funds*, (Beirut : **Carnegie Middle East Center**, 2009), P. 3.

⁶- Allen and Caruana ,Op.Cit., P. 37.

⁷- Official Web site of the Sovereign Wealth Fund Institute :

<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>, Last Visited : November 24, 2011.

⁸- مؤسسة مورغان ستانلي هي واحدة من أشهر المؤسسات المصرفية وأكبرها في الولايات المتحدة والعالم، وهي إحدى البنوك الاستثمارية الخمس في الولايات المتحدة، يقع مقرها بمدينة نيويورك وتقدر قوتها العاملة بحوالي 45.000 موظف، تأسست سنة 1935. لمزيد من المعلومات، انظر :

<http://ar.wikipedia.org>, Last Visited : November 24, 2011.

⁹- Sven Behrendt, *Gulf Arab SWFs : Managing Wealth In Turbulent Times*, (Beirut : **Carnegie Middle East Center**, 2009), P. 2.

¹⁰-Sven Behrendt, *When Money Talks : Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse*, (Beirut : **Carnegie Middle East Center**, 2008), P. 4.

¹¹ - Ibid. p. 4

¹²- Behrandt, *More Transparency...Op. Cit., p.4.*

¹³- بلغ مجموع ممتلكات هيئة العامة للاستثمار الكويتية إلى 213 مليار دولار بين صندوق احتياطي الأجيال القادمة المقدر أصوله بنحو 174 مليار دولار، وصندوق الاحتياطي العام الذي تبلغ موجوداته 39 مليار دولار. لمزيد من المعلومات، انظر: Cit., P. 5. Behrendt, *When Money...Op.*

¹⁴- Official Web site of the Sovereign Wealth Fund Institute:

<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>, Last Visited: November 27, 2011.

¹⁵-United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, **World Investment Report 2010 : Investing In A Low-Carbon Economy**, 20 th Anniversary Edition, (Geneva : United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, 2010), P. 14.

¹⁶-Lee Hudson Teslik, **"Sovereign Wealth Funds"**, Web Site Of Council Foreign Funds, (January 28,2009).

<http://www.cfr.org/international-finance/sovereign-wealth-funds/p15251>, Last Visited: November 28, 2011.

¹⁷-البلدان الأعضاء في مجموعة العمل الدولية هي: أستراليا، أذربيجان، البحرين، بوتسوانا، كندا، شيلي، الصين، غينيا الاستوائية، إيران، إيرلندا كوريا الجنوبية، الكويت، ليبيا، المكسيك، نيوزيلاندا،

النرويج، قطر، روسيا، سنغافورة، تيمور الشرقية، ترينيداد وتوباغو، الإمارات العربية المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية، ويشترك فيها بصفة مراقب دائم كل من سلطنة عمان والسعودية وفيتنام. بالإضافة إلى منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية *OECD*، والبنك الدولي. كما تم اختيار كل من السيد حمد السويدي وكيل وزارة المالية لإمارة أبوظبي، والسيد هايما كاروانا مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي لرئاسة مجموعة العمل الدولية. لمزيد من المعلومات، انظر:

International Working Group Of Sovereign Wealth Funds, "Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices, Santiago Principles", (October, 2008), P 1.

<http://www.iwg-swff.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>, Last Visited: November 28, 2011.

18- صندوق النقد الدولي، **بيان صحفي رقم 08/97**، "إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تيسيرا للجهود المتعلقة بالمبادئ الطوعية"، (واشنطن: صندوق النقد الدولي، إدارة العلاقات الخارجية، 1 ماي، 2008)، ص. 1.

19- يمكن الرجوع إلى: **مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية**، "المبادئ والممارسات المتعارف عليها- مبادئ سانتياغو"، (أكتوبر، 2008)، ص. 1.

<http://www.iwg-swff.org/pubs/ara/gapplista.pdf>, Last Visited: November 28, 2011.

20- مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، مرجع سابق، ص ص. 3-4.

21- إدوين ترومان، خبير اقتصادي أمريكي متخصص في المؤسسات المالية الدولية. نال شهادة الدكتوراه في الاقتصاد من جامعة ييل *Yale University* عام 1976. عينه الرئيس الأمريكي السابق بيل كلينتون *Clinton* مساعد وزير الخزانة الأمريكية للشؤون الدولية عام 1998، كما كان عضوا في العديد من المنظمات ومجموعات العمل الدولية خلال الفترة 1982-2000. لمزيد من المعلومات، انظر:

http://en.wikipedia.org/wiki/Edwin_M._Truman, Last Visited: November 30, 2011.

22- Edwin M. Truman, *Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape*, (Washington : **The Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Financial Services Committee, US House of Representatives**, September 10, 2008), PP. 16-17.

<http://www.iie.com/publications/papers/truman0908.pdf>, Last Visited : November 30, 2011.

23 - صندوق النقد الدولي، "الجزائر ينبغي أن تحد من الاعتماد على النفط وتنشئ مزيدا من فرص العمل"، **نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية**، (واشنطن: صندوق النقد الدولي، 26 يناير 2011)، ص. 1.

<http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2011/INT012611Aa.pdf>, Last Visited: October 07, 2012.

24 - عبد الله جناحي، "الاقتصاد الريعي وغياب السيطرة الوطنية على الثروة النفطية"، **مركز الخليج لسياسات التنمية**، (الكويت: 2012). عبر رابط الموقع الإلكتروني التالي:

https://www.gulfpolicies.com/index.php?option=com_content&view=article&id=1153:2012-10-04-17-57-03&catid=52:2011-04-09-07-47-47&Itemid=366, Last Visited: October 07, 2012.

25 - آمال عريبيد، "الصناديق السيادية وفعاليتها بالأزمة المالية"، *مجلة العامل*، العدد: 518، (الكويت: الاتحاد العام لعمال الكويت، 07 مايو 2012)، ص. 26.

<http://www.ktuf.org/sites/default/files/pdf/518-26.pdf>, Last Visited: October 07, 2012.

26- يومية الشروق، العدد 3797 (6 أكتوبر 2012)، ص. 5.

27 - معهد صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Funds Institute بواسطة الموقع الإلكتروني:

<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>, Last Visited: October 07, 2012.

28- Organization Of The Petroleum Exporting Countries OPEC, **Annual Statistical Bulletin 2010/2011**, Section 3: Oil and Gas Data, (Vienna: OPEC, 2011)، P-P. 22-23.
http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/ASB2010_2011.pdf, Last Visited: October 07, 2012.

29 - حاتم مهران، "التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي"، سلسلة أوراق عمل، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2007)، ص. 24.