

المجلة الدولية للفقہ والقضاء والتشريع

المجلد ٣، العدد ٣، ٢٠٢٢

صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق أهداف التنمية المستدامة (دراسة تحليلية)

معرف الوثيقة الرقمي (DOI): 10.21608/IJDJL.2022.159587.1176

الصفحات ٧٣٩ - ٧٨٣

صلاح حامد محمد حسنين

أستاذ الاقتصاد السياسي والقانون المالي المساعد، كلية الحقوق - جامعة عين شمس، مصر

المراسلة: صلاح حامد محمد حسنين، أستاذ الاقتصاد السياسي والقانون المالي المساعد، كلية الحقوق - جامعة عين شمس.

البريد الإلكتروني: salah.hamed@law.asu.edu.eg

تاريخ الإرسال: ١٤ سبتمبر ٢٠٢٢، تاريخ القبول: ١٥ سبتمبر ٢٠٢٢

نسق توثيق المقالة: صلاح حامد محمد حسنين، صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق أهداف التنمية المستدامة (دراسة تحليلية)، المجلة الدولية للفقہ والقضاء والتشريع، المجلد ٣، العدد ٣، ٢٠٢٢، صفحات (٧٨٣ - ٧٣٩).

International Journal of Doctrine, Judiciary and Legislation

Volume 3, Issue 3, 2022

Sovereign Wealth Funds and Their Role in Achieving Sustainable Development Goals

DOI: 10.21608/IJDJL.2022.159587.1176

Pages 739 - 783

Salah Hamed Mohamed Hasanien

**Associate Professor of Political Economy and Financial Law Faculty of Law,
Ain Shams University, Egypt**

Correspondance : Salah Hamed Mohamed Hasanien, Associate Professor of Political Economy and Financial Law Faculty of Law, Ain Shams University.

E-mail: salah.hamed@law.asu.edu.eg

Received Date : 14 September 2022, **Accept Date** : 15 September

Citation : Salah Hamed Mohamed Hasanien, Sovereign Wealth Funds And Their Role In Achieving Sustainable Development Goals, International Journal of Doctrine, Judiciary and Legislation, Volume 3, Issue 3, 2022 (739-783).

الملخص

تناول البحث موضوع صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق أهداف التنمية المستدامة حيث استعرض مفهوم الصناديق السيادية والاختلافات الفقهية حولها، وبين البحث أنواع هذه الصناديق سواء من حيث الموارد أو الغرض. ثم استعرض البحث استراتيجيات وأنماط واتجاهات الاستثمارات التي تقوم بها هذه الصناديق. وأفرد البحث الحديث عن مفهوم التنمية المستدامة وأهدافها ثم الربط بين هذه الأهداف وبين استثمارات صناديق الثروة السيادية ومدى تحقيقها لهذه الأهداف. وقام البحث باستعراض مبادئ سانتياجو الحاكمة لاستثمارات الصناديق السيادية ومدى التزام الصناديق بها ومحددات الشفافية. واختتم البحث بدراسة لأحكام القانون المنظم لصندوق مصر السيادي وبعض الملاحظات عليه.

والخلاصة التي يمكن الوصول إليها من العرض السابق أن الاستثمارات في أصول السوق طويلة الأجل مثل البنية التحتية والعقارات والزراعة ورأس المال الاستثماري والبشري والأسهم، هي أكثر الاستراتيجيات تأثيراً لدعم أهداف التنمية المستدامة. وأنه على الرغم من تجاوز أصول صناديق الثروة السيادية حول العالم لتربليونات الدولارات، إلا أن الجزء الموجه لدعم أهداف التنمية المستدامة لا يزال متواضعاً ويرجع ذلك لعدة عوامل وأسباب منها: عدم تطوير أدوات السوق المالية في معظم الدول، وأيضاً تمنع استراتيجيات الاستثمار في بعض الصناديق السيادية الدخول في استثمارات عالية المخاطر أو تكلفتها مرتفعة، ونضيف أيضاً أن هناك قيود تفرضها بعض الدول على الاستثمار في قطاعات معينة مما يجعل الصناديق تحجم عنها. وأخيراً تختلف أهداف التنمية المستدامة في قدرتها على توفير فرص قابلة للاستثمار، ولذا فهناك حاجة إلى مزيد من التحليل التفصيلي حول الكيفية التي يمكن بها ترجمة أهداف التنمية المستدامة إلى برنامج استثمار موثوق به طويل الأجل يمكنه معالجة القضايا المطروحة وتحقيق الأهداف بدقة.

الكلمات المفتاحية: صناديق الثروة السيادية، التنمية المستدامة، الاستثمار، مبادئ سانتياجو.

Abstract

The research dealt with the issue of sovereign wealth funds and their role in achieving sustainable development goals, as it reviewed the concept of sovereign funds and the jurisprudential differences around them, and the research showed the types of these funds, whether in terms of resources or purpose. Then the research reviewed the strategy, patterns and trends of investments made by these funds. The modern research singled out the concept of sustainable development and its objectives, and then the link between these objectives and the investments of sovereign wealth funds and the extent to which they achieve these objectives. The research reviewed the principles of Santiago governing the investments of sovereign funds, the extent of the funds' commitment to them, and the determinants of transparency. The research concluded with a study of the provisions of the law regulating the Sovereign Fund of Egypt and some notes on it.

The conclusion that can be reached from the previous presentation is that investments in long-term market assets such as infrastructure, real estate, agriculture, venture and human capital, and equities, are the most impactful strategies to support the SDGs. And that despite

the assets of sovereign wealth funds around the world exceeding trillions of dollars, the portion directed to support the sustainable development goals is still modest due to several factors and reasons, including: the failure to develop financial market tools in most countries, and also prevents investment strategies in some sovereign funds from entering into High-risk investments or their cost is high.

key words: Sovereign Wealth Funds, Sustainable Development, Investment, Santiago principles.

المقدمة

أ- التعريف بالموضوع وأهميته

أدى تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وتملكها للمشروعات - خاصة مع انتشار الأفكار الاشتراكية وبزوغ فكرة التأميم - إلى ظهور كيانات اقتصادية ضخمة مملوكة للدولة أطلق عليها مصطلح (القطاع العام - Public Sector) ولا يمكن إنكار أن هذه المشروعات في بداية انطلاقها شكلت فرحة عارمة لدى المستهلكين من الجمهور حيث عمدت إلى توفير المنتجات بكثرة وبأسعار مخفضة ، ولكن مع مرور الوقت وانتشار البيروقراطية الإدارية وعدم الإهتمام بالإنفاق على عمليات البحث والتطوير داخل هذه الكيانات أدى إلى توفير سلع رديئة جداً لا تواكب الواقع ومشكلاتها أكثر من منفعتها ، فضلاً عن المشكلات المالية التي تعرضت لها هذه الكيانات . فعلى الرغم من خسارتها السنوية كما يظهر في قوائمها المالية إلا أنها كانت لا تزال تدفع حوافز ومكافآت سواء للعمال أو مجالس الإدارة مما شكل ضغطاً حقيقياً على موازنة الدولة . ومع تكرار هذه الأزمات وتدخل صندوق النقد الدولي وبداية مرحلة الإصلاح الاقتصادي في معظم الدول النامية نتيجة توجهها لتبني الفكر الرأسمالي وهجر الاشتراكية بدأت عمليات الخصخصة ، وبدأت مرحلة دخول حقبة جديدة من رأسمالية الدولة حيث تميل الحكومات إلى تقاسم ملكيتها مع القطاع الخاص وتقديم الدعم الاستراتيجي للشركات الخاصة عن طريق الائتمان المدعوم وأدوات الحماية الحكومية الأخرى^(١).

وفي حين أن أول صناديق الثروة السيادية يمكن أن يعود تاريخها إلى القرن التاسع عشر ، إلا أن الموجة الحديثة من الصناديق زادت بشكل مطرد على مدى الخمسين عاماً الماضية على خلفية الطفرة التي طرأت على أسعار بعض السلع وخاصة البترول في عدة أماكن مثل الشرق الأوسط والنرويج والعديد من البلدان الأخرى. وفي السنوات الأولى من ظهور تلك الصناديق كان هناك عدد من الأفكار الخاطئة التي تشكلت حول دورها ، حيث وصفها النقاد بأنهم «برابرة على الأبواب ، يتطلعون إلى شراء الأصول الاستراتيجية للآخرين». ولكن سرعان ما تغيرت هذه النظرة في الآونة الأخيرة وتحديداً في ظل الأزمة المالية العالمية حيث أصبحت الصناديق السيادية تدخل في استثمارات طويلة الأجل لجميع أنواع الصناعات والقطاعات في معظم البلدان. و كان هناك أيضاً قدر أكبر بكثير من المعرفة والفهم الذي تم إنشاؤه بين الدول المضيفة والمتلقية لرأس مال صناديق الثروة السيادية ، ويرجع ذلك في جزء كبير منه إلى ظهور مبادئ سانتياغو للممارسات والمبادئ المتفق عليها بشكل عام لسلوك الاستثمار في صناديق الثروة السيادية^(٢).

^(١)Javier Capape , Ruth V. Aguilera, Javier Santiso :” SOVEREIGN WEALTH FUNDS: A STRATEGIC GOVERNANCE VIEW ”, May 26, 2015, P3.

^(٢)Rajiv Sharma : “SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS”,

وتشير إحدى الدراسات الاقتصادية^(٣) أن الحكومات حول العالم استطاعت خلال الفترة من أواخر السبعينات وحتى بدايات الألفية الثالثة أن تجمع ما يقرب من ٢,٥ تريليون دولار حصيلة عمليات الخصخصة ، وأن الحكومات خلال الفترة من ٢٠٠١ حتى ٢٠١٢ استخدمت حصيلة عمليات الخصخصة في شراء أسهم في الشركات التي تم بيعها . وبلغت قيمة الأسهم التي تم شراؤها نحو ١,٥ تريليون دولار منها ١,٤ تريليون دولار تم شراؤها بواسطة صناديق الاستثمار الحكومية . وكانت معظم هذه الاستثمارات عابرة للحدود أو بعبارة أخرى أن شراء الأسهم في الشركات التي تم خصخصتها كان يتم في الشركات الموجودة داخل الدولة أو الشركات التي تم خصخصتها في الدول الأخرى.

ولذا أصبح العالم يشهد ظاهرة اقتصادية تبدو متعارضة تمثلت في نوعين قويين ومتزامنين من قبل الدولة الأول هو زيادة عمليات الخصخصة وتقليل نسبة التملك الحكومي للأصول الاقتصادية ، والثاني زيادة عمليات الشراء الحكومي لأسهم في شركات القطاع الخاص.

والذي يمكن أن يفسر هذه التناقضات الواضحة هو أن عمليات شراء الأسهم في الغالب تتم من قبل كيانات حكومية تعمل كمستثمرين وليس كمالكين (صناديق الثروة السيادية) ، وذلك عن طريق شراء حصص غير مسيطرة في شركات أجنبية ومحلية لتحقيق تمويل طويل الأجل بدلاً من امتلاك وتشغيل هذه الأعمال كمؤسسات حكومية. ويطلق البعض على هذه الظاهرة مصطلح صعود الدولة الإثمانية^(٤).

ويرجع نمو ظاهرة صناديق الثروة السيادية إلى عاملين أساسيين هما :

- التراكم الهائل للاحتياطيات الأجنبية (المقومة بالدولار في الغالب) من قبل البنوك المركزية و كان ذلك مدفوعاً بالأزمة المالية في شرق آسيا ١٩٩٧-١٩٩٨ إذ بلغت تلك الاحتياطيات نحو ١٢,٣ تريليون دولار.
- ارتفاع أسعار النفط حيث ارتفع سعر البرميل من ١٠ دولارات عام ١٩٩٨ إلى نحو ١٤٨ دولار عام ٢٠٠٨ ثم استقر بعد ذلك عند سعر من ٩٠ إلى ١١٠ دولار عام ٢٠١٠ .

ولاشك أن هذه الأمور أدت إلى تراكم احتياطيات هائلة من النقد الأجنبي وكان لابد من إيجاد وسيلة ملائمة تضمن استثمار تلك الأموال بشكل جيد وعلى النحو الذي يمكن أن يسهم في عملية التنمية الاقتصادية في تلك البلاد فكانت صناديق الثروة السيادية الوسيلة المثلى للقيام بذلك الأمر.

و منذ الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٧ - ٢٠٠٨ ، تم إنشاء أكثر من ٣٠ صندوق ثروة سيادي جديد ، مثل صندوق الثروة التركي في عام ٢٠١٦ ومؤسسة الاستثمار اليابانية في عام ٢٠١٨. ولذا يمكن القول بأن الصناديق السيادية تعد من بين أكبر المستثمرين في العالم^(٥).

وهناك العديد من الدوافع الاستثمارية والاقتصادية التي أدت إلى إنشاء وهو صناديق الثروة السيادية^(٦) من

Background studies in support of the High-Level Conference on Financing for Development and the Means of Implementation of the 2030 Agenda for Sustainable Development ,UN, Doha, Qatar, November 2017, p.4.

^(٣)Bernardo Bortolotti , Veljko Fotak and William L. Megginson : “ The rise of sovereign wealth funds: definition, organization, and governance ”, Palgrave MacMillan , USA, August 2021, P 2.

^(٤)Bernardo Bortolotti , Veljko Fotak and William L. Megginson : “ The rise of sovereign wealth funds...” , OP.CIT , P3.

^(٥)Hao Liang and Luc Renneboog: ” The global sustainability footprint of sovereign wealth funds”, Oxford Review of Economic Policy, Volume 36, Number 2, 2020, p 381.

^(٦)Javier Capa , Ruth V. Aguilera, Javier Santiso .” SOVEREIGN WEALTH FUNDS... “OP.CIT, P9.

أهمها تحقيق التوازن بين الأجيال من خلال الاستغلال الجيد للفوائض المالية على نحو مستدام تستفيد منه الأجيال القادمة ، وأيضاً تحقيق الاستقرار الكلي وتنويع الموارد وعدم الإعتماد على مصدر واحد للدخل القومي ، والمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية الوطنية ، فضلاً عن أن إنشاء تلك الصناديق يؤدي إلى تفوق أكبر على الصعيد الدولي وتحقيق ثقل سياسي واقتصادي للدولة .

ولما كانت صناديق الثروة السيادية بهذه الأهمية من حيث كونها أسلوب متقدم لاستيعاب الفوائض المالية بغية ادخارها واستثمارها وتنويع مصادر الدخل القومي وضمان تحقيق العدالة التوزيعية بين الأجيال وفعالية استخدام الفوائض المالية ، لذا فإن أفراد دراسات اقتصادية لها تعد من الأهمية بمكان .

وتكمن أهمية البحث أيضاً في أن تنامي ظاهرة صناديق الثروة السيادية ودخولها للأسواق المالية كمنافس شرس لصناديق الاستثمار والادخار وصناديق التقاعد يلقي بمزيد من التساؤلات حول كيفية إدارة هذه الصناديق وهيكلتها وحوكمة آدائها خاصة وأنها تعد أداة فعالة لنقل الفائض المالي من دول لأخرى ويمكن أن تسهم في عملية التكامل الاقتصادي خاصة في منطقتنا العربية . بالإضافة إلى معرفة دور وطبيعة الاستثمارات التي تقوم بها هذه الصناديق ومدى إسهامها في تحقيق عملية التنمية المستدامة .

ب- أهداف البحث

يهدف البحث إلى تحقيق مايلي:

- تسليط الضوء على فكرة إنشاء الصناديق السيادية وتطورها.
- معرفة أنواع الصناديق السيادية حول العالم .
- استعراض اتجاهات الاستثمار للصناديق السيادية ومدى إسهامها في تحقيق التنمية المستدامة.
- معرفة المبادئ الحاكمة لعمل الصناديق السيادية والجهود الدولية في هذا الصدد.

ج- منهجية البحث

اتبع الباحث بحسب الأصل المنهج التحليلي من خلال استعراض ظاهرة الصناديق السيادية من حيث ظهورها وتطور أنشطتها و الدراسات الاقتصادية المرتبطة بها وأضاف المنهج المقارن كلما كان ذلك ضرورياً أثناء الدراسة لاستعراض التجارب الدولية ومحاولة الاستفادة منها.

د- إشكالية البحث

يحاول البحث تسليط الضوء على أنشطة واستثمارات صناديق الثروة السيادية وكيف يمكن أن تساهم في تحقيق التنمية المستدامة ولذا يحاول البحث الإجابة عن التساؤل التالي :

هل استثمارات صناديق الثروة السيادية حول العالم يمكن أن تساهم في تحقيق أهداف التنمية المستدامة!؟

هـ- خطة البحث

وعلى هدي ما سبق جاءت خطة البحث على النحو التالي :

المبحث الأول: مدخل لدراسة صناديق الثروة السيادية

المطلب الأول : مفهوم صناديق الثروة السيادية.

المطلب الثاني : أنواع الصناديق السيادية.

المطلب الثالث : السلوك الاستثماري واستراتيجيات الاستثمار للصناديق السيادية.

المبحث الثاني : صناديق الثروة السيادية وتحقيق التنمية المستدامة .

المطلب الأول : مفهوم التنمية المستدامة وأهدافها .

المطلب الثاني : صناديق الثروة السيادية والتنمية المستدامة.

المطلب الثالث : المبادئ الحاكمة لعمل صناديق الثروة السيادية (مبادئ سانتياجو) .

المطلب الرابع : صندوق الثروة السيادي المصري.

وأرجو من أساتذتي الأفاضل أن يعذروني إن كان هناك نقص أو سهو أو خطأ في استعراض موضوعات البحث لأن النقص من طبيعة البشر ، ولولاه ما عرف الكمال الذي هو لله وحده .

وآخر دعواي أن الحمد لله رب العالمين

المبحث الأول: مدخل لدراسة صناديق الثروة السيادية

يعد ظهور صناديق الثروة السيادية من أهم الظواهر الاقتصادية التي شهدها العالم في النصف الثاني من القرن العشرين. وتختلف هذه الصناديق فيما بينها فيما يتعلق بأنواعها وأهدافها واستراتيجيات الاستثمار التي تتبناها. ونحاول من خلال هذا المبحث تقديم صورة متكاملة عن هذه الصناديق من حيث مفهومها وأنواعها والمجالات الاستثمارية التي تتجه إليها. ولذا تم تقسيم هذا المبحث على النحو التالي:

• **المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية.**

• **المطلب الثاني: أنواع الصناديق السيادية.**

• **المطلب الثالث: السلوك الاستثماري واستراتيجيات الاستثمار للصناديق السيادية.**

المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية

إن عملية وضع تعريف لصناديق الاستثمار السيادية تعد من المهام الصعبة لأي باحث حيث يخلط البعض من التعريفات بين هذه الصناديق وغيرها من الصناديق الأخرى المملوكة للدولة كصناديق التقاعد، فضلاً عن تعدد وجهات النظر في هذا الموضوع ومحاولة وضع فئات غير متجانسة تحت بند صناديق استثمار سيادية.

وتشير معظم تعريفات صناديق الثروة السيادية إلى أنها صناديق استثمار مملوكة للدولة التي تقوم باستثمارات محلية ودولية طويلة الأجل بحثاً عن عوائد تجارية. بينما تذهب تعريفات أخرى إلى أن صناديق الثروة السيادية هي تلك التي تدير الأصول الأجنبية للدول الوطنية كقناة مهمة من المستثمرين العالميين ويكون حجم هذه الأصول كبيراً للغاية، ربما يتراوح بين ٢ و ٣ تريليون دولار أمريكي وأن العديد من صناديق الثروة السيادية تحول إلى لاعبين مهمين في السوق حيث يمكن أن تتجاوز أصولهم المالية المدارة تلك الخاصة بأكبر

مديري الأصول الخاصة وصناديق المعاشات التقاعدية^(٧).

و في حين أن صناديق الثروة السيادية كانت موجودة منذ عقود عديدة، فإن مصطلح «صندوق الثروة السيادية» لم يُصاغ إلا مؤخراً لوصف كيانات استثمارية متميزة لا صناديق التقاعد العامة التقليدية ولا الأصول الاحتياطية الداعمة للعمليات، ولكن نوعاً مختلفاً تماماً. و تعتبر الصناديق السيادية استثماراً لأغراض خاصة للأموال المملوكة للحكومة (الدولة)، والتي تنشأ عادةً من فوائض ميزان المدفوعات، والعمليات الرسمية بالعملة الأجنبية، وعائدات الخصخصة، ومدفوعات التحويل الحكومية، والفوائض المالية، أو المتحصلات الناتجة عن صادرات الموارد، و يتم تشغيل صناديق الثروة السيادية في الغالب لأغراض الاقتصاد الكلي عن طريق الاحتفاظ بالأصول أو إدارتها أو إدارتها لتحقيق الأهداف المالية، واستخدام مجموعة من استراتيجيات الاستثمار التي تشمل الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية^(٨).

ويذهب البعض للقول بأن صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن صندوق تملكه وتديره حكومة دولة ذات سيادة و يدير المدخرات الوطنية وفائض الميزانية واحتياطيات النقد الأجنبي الزائدة عن طريق استثمارها عالمياً في أسهم الشركات والسندات والأدوات المالية الأخرى^(٩).

وفي تعريف آخر لصناديق الثروة السيادية تعتبر صناديق الثروة السيادية أدوات استثمار حكومية تدير الأصول الأجنبية مع تحمل مخاطر أكبر وعائد متوقع أعلى من احتياطيات البنك المركزي من العملات الأجنبية^(١٠). وتذهب بعض التعريفات إلى القول بأن صناديق الثروة السيادية هي صناديق مالية ذات شخصية معنوية سيادية عامة مستقلة مملوكة للدولة يتم استثمارها لتحقيق أهداف السياسة المالية طويلة الأمد^(١١).

ويعتبر البعض أن صناديق الثروة السيادية هي كيانات تعمل كمجمعات لرأس المال وأنشأتها الحكومات لاستثمار الأموال الفائضة في الأسواق الخاصة، وهي جهات فاعلة مالية عالمية ذات أهمية متزايدة، يخشى الكثير من أن القوة الاقتصادية للصناديق السيادية، والتي تُقاس بتريليون دولارات، ستستخدم استراتيجياً وسياسياً^(١٢). وهناك من التعريفات من يتبنى فكرة ضرورة التفرقة بين الصناديق ذات الأصل السلعي (النفط مثلاً) وبين الصناديق غير السلعية لأن ذلك سيكون أكثر دقة في تحليل أهداف ودور تلك الصناديق، حيث يكون الهدف من الصناديق ذات الأصل السلعي تحقيق استقرار في الإيرادات أو الإيداع عبر الأجيال أو الحد من تأثير العائدات النفطية على الاقتصاد الكلي، بينما الصناديق الأخرى فهي ناتجة عن تحويل جزء من موجودات وفوائض الصرف الأجنبي الناتج من ميزان المدفوعات إلى استثمارات كما هو الحال في الصين^(١٣).

⁽⁷⁾Roland Beck and Michael Fidora : "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets", ECB Occasional Paper, No. 91, 2008, European Central Bank (ECB), Frankfurt , P 5.

⁽⁸⁾Hao Liang and Luc Renneboog: " The global sustainability footprint of sovereign wealth funds", Oxford Review of Economic Policy, Op.Cit, pp. 382-383.

⁽⁹⁾Dilip K. Das : 'Sovereign-Wealth Funds: The Institutional Dimension', International Review of Economics, Vol. 56, Iss. 1, Mar 2009, pp. 85-86.

⁽¹⁰⁾Sir John Gieve : "Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances", Sovereign Wealth Management conference, Bank of England, London . 14 March 2008 , p 2.

⁽¹¹⁾د.أحمد خلف حسين الدخيل : « صناديق الثروة السيادية بين مثالية الطرح ومتطلبات الحكم الرشيد » ، الذاكرة للنشر والتوزيع ، بغداد ، العراق ، بدون تاريخ ، ص ١٦ .

⁽¹²⁾Paul Rose : 'Sovereign Wealth Funds: Active or Passive Investors?', Yale Law Journal, 2008, VOL118, P 104.

⁽¹³⁾د . ماجد عبدالله المنيف : « صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية » ، ملتقى الطاقة العربي ، بيروت ، سبتمبر ٢٠٠٩ ، ص ١٦ .

وهناك بعض التعريفات التي تعرف الصناديق السيادية بشكل أكثر تحديداً على أنها: (١) صناديق استثمار وليست من الشركات العامة؛ (٢) أنها كيانات المملوكة بالكامل من قبل حكومة ذات سيادة، ولكنها منظمة بشكل منفصل عن البنك المركزي أو وزارة المالية؛ (٣) تستخدم الأموال في الاستثمار الدولي والمحلي وفي الأصول المختلفة؛ (٤) تسعى لتحقيق عائد تجاري كهدف رئيسي؛ و(٥) هي صناديق للثروة بدلاً من صناديق المعاشات التقاعدية، بمعنى أن العائدات لا تأتي من اشتراكات أصحاب المعاشات التقاعدية وبالتالي لا توجد عليها التزامات تجاه المواطنين الأفراد^(٤).

وهناك تعريف موسع يعتبرها مجموعة منفصلة من الأصول المالية المملوكة للحكومة أو التي تسيطر عليها الحكومة والتي تشمل بعضها الأصول الدولية^(٥). وهذا التعريف الموسع يشمل صناديق التقاعد التي تديرها الحكومة، وبنوك التنمية، وغيرها من أدوات الاستثمار. ولذا ذهب البعض إلى أنه يمكن عادة تجميع الصناديق السيادية في ما يلي: صناديق الاستقرار، وصناديق الادخار، وصناديق الاستثمار الاحتياطية، وصناديق التنمية، وصناديق احتياطي المعاشات التقاعدية^(٦).

وفي رأينا أن صناديق الاستثمار السيادية لا تدخل في ماهيتها صناديق التقاعد أو غيرها من الصناديق الممولة بإسهامات آخرين وذلك لأن صناديق الثروة تلك لا يتم تمويلها بمساهمات من أصحاب المعاشات التقاعدية ولا يتم تمويلها من فوائض وزارة المالية أو البنوك المركزية بل يتم تمويلها من قبل إيرادات للدولة تخصصها لها باعتبارها سلطة ذات سيادة. فضلاً عن أن تلك الصناديق تكون إدارتها مستقلة تماماً عن الإجراءات الحكومية حتى لا تتأثر بفكرة النفوذ السياسي. وتختلف أيضاً صناديق الثروة السيادية فيما يتعلق بالأهداف واستراتيجيات الاستثمار ومصادر التمويل ومتطلبات الشفافية. ولذا فإن وضع تعريف لهذه الصناديق لابد أن يراعي النقاط التالية :

- **الهيكل التنظيمي:** هذه الصناديق كيانات مستقلة عن الوزارات الحكومية ولا تخضع لهيمنتها.
- **أهداف الاستثمار:** هدفها المحافظة على الثروة عن طريق تنويع وسائل الاستثمار وتنميتها وحماية حقوق الأجيال القادمة.
- **القائمين على إدارتها:** لا يعتبروا موظفين تقليديين بل محترفين واتخاذ القرار يتم بشكل مؤسسي و لهم حوافز خاصة وليس أجور ثابتة.
- **درجة الشفافية المالية:** وجود آليات واضحة للحوكمة والشفافية والمساءلة.

وما تجدر الإشارة إليه هنا أن فكرة الصناديق السيادية تستبعد الأموال التي تديرها مباشرة البنوك المركزية أو وزارة المالية في مختلف الدول، لأن هذه المؤسسات غالباً ما تكون لها أولويات مختلفة. مثل تحقيق استقرار أسعار الصرف، أو السيطرة على معدلات التضخم، أو التحكم في المعروض النقدي ... وهكذا. وهو ما يختلف عن أولويات وأهداف صناديق الثروة السيادية.

⁽⁴⁾Hao Liang and Luc Renneboog: " The global sustainability footprint of sovereign wealth funds", Oxford Review of Economic Policy, Op.Cit, p. 388.

⁽⁵⁾Edwin M. Truman : "A blueprint for sovereign wealth fund best practices", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief , Washington ,DC,USA, 2008, P1.

⁽⁶⁾Rajiv Sharma : "SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS", Background studies in support of the High-Level Conference on Financing for Development and the Means of Implementation of the 2030 Agenda for Sustainable Development ,UN, Doha, Qatar, November 2017, p.2.

المطلب الثاني: أنواع الصناديق السيادية

تعد الصناديق السيادية - كما أشرت في مقدمة هذا المبحث - من أهم الظواهر الاقتصادية التي طرأت على الساحة العالمية خلال النصف الثاني من القرن العشرين، والتي أثرت وبشكل فعال في تغيير فكر واستراتيجية الاستثمار في العالم، وكان لها دوراً بارزاً في تجاوز عدة أزمات منها الأزمة المالية العالمية الأخيرة نظراً لما تمتلكه من رؤوس أموال تم ضخها في عدة استثمارات حول العالم. وهذا الأمر لا يعني تطابق هذه الصناديق فيما يتعلق بأنواعها وأهدافها إذ تختلف هذه الصناديق فيما يتعلق بأنواعها وأهدافها واستراتيجيات الاستثمار التي تتبناها. وفي رأي الباحث أن التقسيمات التي يمكن الاستناد إليها في التمييز بين هذه الصناديق ترجع إلى معيارين رئيسيين المعيار الأول يعتمد على مصدر أو منشأ الأموال التي أسست بها هذه الصناديق، ويعتمد المعيار الثاني على أهداف إنشاء هذه الصناديق أو ما أفضل أن أطلق عليه المعيار الوظيفي . ونحاول توضيح ذلك على النحو التالي:

المعيار الأول: أنواع الصناديق السيادية وفقاً للمصدر أو المنشأ

يمكن تقسيم صناديق الثروة السيادية في العالم وفقاً لهذا المعيار إلى قسمين: القسم الأول الصناديق القائمة على فوائض الموارد الطبيعية كالنفط والغاز والفحم والنحاس والماس والمعادن الأخرى. ويمثل هذا القسم الصناديق الموجودة بدول الخليج العربي وروسيا والجمهوريات السوفيتية السابقة وماليزيا وبروناي والنرويج. والقسم الثاني الصناديق القائمة على فائض الميزان التجاري وتشمل تلك الصناديق التي تم تمويلها من احتياطات العملات الأجنبية المتراكمة الناتجة عن الوفرة في الصادرات. ويمثل هذا القسم الصناديق الموجودة في سنغافورة وكوريا والصين.

وما تجدر الإشارة إليه أن معظم صناديق الثروة السيادية التي تشكلت في النصف الثاني من القرن العشرين كانت قائمة على الموارد الطبيعية، و يبلغ عدد الصناديق السيادية القائمة على الموارد الطبيعية نحو ٦٠٪ تقريباً بينما يتكون المتبقي من الصناديق غير السلعية أو القائمة على التجارة^(١٧).

المعيار الثاني: أنواع الصناديق السيادية وفقاً للأهداف (المعيار الوظيفي)

ووفقاً لهذا المعيار يتم النظر في الأهداف التي من أجلها تم تأسيس الصناديق السيادية. ويتبنى صندوق النقد الدولي هذا المعيار عند تصنيف هذه الصناديق. وقد حدد صندوق النقد الدولي^(١٨) خمس فئات من صناديق الثروة السيادية بناءً على أغراضها: (١) صناديق الاستقرار؛ (٢) صناديق الادخار؛ (٣) شركات الاستثمار الاحتياطية. (٤) صناديق التنمية؛ (٥) صناديق احتياطي المعاشات التقاعدية الطارئة.

ولكن بعد الأزمة المالية العالمية اعترف صندوق النقد الدولي بالتحول في تخصيصات أصول صناديق الثروة السيادية وتم تقسيمها إلى الفئات التالية:

(١) التثبيت الكلي؛ (٢) المدخرات؛ (٣) الاستثمارات الاحتياطية؛ (٤) احتياطات المعاشات التقاعدية؛ (٥) تنمية الثروة السيادية الاستراتيجية.

⁽¹⁷⁾Rajiv Sharma : "SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS", Op.Cit, p.5.

⁽¹⁸⁾Peter Kunzel, Yinqiu Lu, Iva Petrova, and Jukka Pihlman : "Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds—A Shifting Paradigm", IMF Working Paper , January 2011, WP/11/19 , pp 3-15.

ولذا فغالبية الصناديق السيادية إما صناديق لتحقيق الاستقرار المالي أو صناديق ادخار للأجيال القادمة، ولا يوجد سوى عدد قليل من صناديق احتياطي المعاشات التقاعدية وعدد أقل من شركات الاستثمار الاحتياطية. وهناك بعض صناديق الثروة السيادية لها أهداف متعددة، فمثلاً صناديق التنمية ليس لديها هدف تجاري رئيسي، بل هدفها الرئيسي هو تعزيز الأهداف الاقتصادية أو الإنمائية الداخلية، مثل الأصول المحلية أو الاستقرار الاقتصادي أو خلق فرص عمل.

ويوضح الجدول التالي أكبر ١٠ صناديق سيادية في العالم من حيث الأصول.

جدول رقم ١: ترتيب أكبر ١٠ صناديق سيادية من حيث الأصول^(١٩)

اسم الصندوق	الدولة التابع لها	قيمة الأصول بالمليار دولار
صندوق التقاعد الحكومي (Government Pension Fund -global)	النرويج	١٣٣٨,٢٠٠
مؤسسة الاستثمار الصينية (China Investment Corporation)	الصين	١٢٢٢,٣٠
الهيئة العامة للاستثمار Kuwait Investment authority	الكويت	٧٣٧,٩٣
جهاز أبوظبي للاستثمار (Abu Dhabi Investment Authority)	الإمارات العربية المتحدة	٦٩٧,٨٦
صندوق الاستثمارات العامة (Public Investment Fund)	المملكة العربية السعودية	٦٢٠
محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد بهونغ كونج (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio)	الصين	٥٨٨,٩٠
صندوق "جي أي سي" GIC Private Limited	سنغافورة	٥٧٨
تيماسيك القابضة (Temasek Holdings)	سنغافورة	٤٨٤,٤٤
جهاز قطر للاستثمار (Qatar Investment Authority)	قطر	٤٥٠
المجلس الوطني لصندوق الضمان الاجتماعي (National Council for Social Security Fund)	الصين	٤٤٧,٣٥

ومن خلال استطلاع بيانات الجدول السابق يتضح أن الصناديق السيادية التابعة لبعض دول مجلس التعاون الخليجي تحتل مراكز متقدمة في الأصول المدارة لتلك الصناديق، وأن وجود هذه الصناديق من شأنه تحقيق الإنضباط المالي وتحسين إدارة الإيرادات النفطية، كما يمكن أن تساهم في الحد من تقلبات الأسعار ومؤشرات الاقتصاد الكلي، ولكن هذا يقتضي أيضاً ضرورة التدقيق في المعلومات المتاحة لأن أغلب ما يكتب عن هذا الموضوع إما يحوي معلومات غير دقيقة أو انطباعات مسبقة وهو ما انعكس على تصنيف هذه الصناديق

^(١٩) المصدر: معهد صندوق الثروة السيادية (Sovereign Wealth Fund Institute) والبيانات متاحة على الموقع الإلكتروني للمعهد على الرابط التالي: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> ومعهد صندوق الثروة السيادية (SWFI) هو منظمة عالمية تم إنشائها لدراسة صناديق الثروة السيادية، والمعاشات التقاعدية، والأوقاف، وصناديق المعاشات التقاعدية، والمكاتب العائلية، والبنوك المركزية والمستثمرين المؤسسين الآخرين على المدى الطويل في مجالات الاستثمار، وتخصيص الأصول، والمخاطر، والحوكمة، والاقتصاد والسياسة والتجارة والقضايا الأخرى ذات الصلة.

وتحليل استراتيجيتها الاستثمارية ومعايير الأداء^(٢٠).

وما تجدر الإشارة إليه أن ظهور صناديق الثروة السيادية كمستثمرين رئيسيين في الشركات والمؤسسات باستخدام موارد حقيقية في جميع أنحاء العالم وصل لدرجة يصعب معها وضع تقديرات لحجمها وذلك بسبب اختلاف الموارد الحقيقية في جميع أنحاء العالم ، هذا فضلاً عن أن درجة الشفافية في إدارة أعمال واستثمارات هذه الصناديق تختلف بشكل كبير من دولة إلى أخرى. ففي عام ٢٠١٢ ، قدر معهد Sovereign Wealth Fund أن إجمالي أصول هذه الصناديق كانت أكثر من ٥ تريليون دولار^(٢١) أي أكثر من ضعف الموارد التي تديرها صناديق التحوط في العالم والتي بلغت نحو ٢,١ تريليون دولارعلى الرغم من أنها تمثل ٢,٣ في المائة فقط من إجمالي الأصول المالية العالمية البالغ ٢١٢ تريليون دولار . وقد تبدو صناديق الثروة السيادية فرصة ممتازة للدول ذات التفاوت الكبير والتذبذب في حجم الإيرادات العامة لضمان استقرار مستويات التدفق النقدي وتوفير الموارد للاستثمارات طويلة الأجل. فمثلاً الدول التي تعتمد على تجارة السلع و التي تواجه أحياناً مكاسب غير متوقعة من الموارد الطبيعية بدون تمويل لتوجيه الاستثمارات قد تقع فريسة ويحدث تبديد للمكاسب غير المتوقعة قصيرة الأجل من الموارد الطبيعية مما يضعف إمكانات الاقتصاد على المدى الطويل. لكن صناديق الثروة السيادية تعمل أيضاً على إضعاف إمكانات الاقتصاد على المدى الطويل لأنها قد تخلق تشوهات اقتصادية حيث توجد العديد من المخاوف بشأن الافتقار إلى الشفافية والاستيلاء السياسي بحيث قد يتم الضغط على مجالس إدارة الصناديق بدعم الملفات المحلية ، أو الاستثمار في مجالات لاجدوى اقتصادية منها وتفويت الاستثمار في مجالات أكثر ربحية وأهمية اقتصادية. وبالتالي فإن صناديق الثروة السيادية مثيرة للاهتمام بشكل خاص بسبب التداخلات المحتملة بين مهمة وأهداف هذه الصناديق وبين هيكل الملكية. حيث تنص موثيق الاستثمار الخاصة بهذه الصناديق عادةً على أن الصندوق يسعى إلى تعظيم العوائد المالية للاستفادة من السياسات العامة طويلة الأجل ، مثل المستفيدين من المتقاعدين أو احتياجات التنمية الاقتصادية. لكن الطبيعة شبه العامة لهذه الصناديق تعني أنها معرضة للتأثيرات السياسية التي غالباً ما تتعامل مع تحقيق أهداف قصيرة المدى^(٢٢).

وتشير إحدى الدراسات الحديثة إلى أنه على مدار الخمس عشرة سنة الماضية وتحديداً خلال الفترة من (٢٠٠٥ - ٢٠٢٠) تجاوزت الأصول العالمية التي تديرها صناديق الثروة السيادية نحو ٨ تريليونات دولار أمريكي ، ويدير صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي أكثر من تريليون دولار^(٢٣).

و في رأينا الخاص أن العبرة ليست فقط بحجم الأصول التي تديرها هذه الصناديق وإنما العبرة الحقيقية بمدى تحقيقها لأهدافها وهيكل وحجم الاستثمارات التي تقوم بها ، فضلاً عن مدى وجود انضباط في السياسات النقدية والمالية والاقتصادية للدولة مالكة الصندوق وإجراءات الشفافية والحوكمة التي تدار بها هذه الصناديق.

^(٢٠) د . ماجد عبدالله المنيف : « صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية » ، المرجع السابق ، ص ٨ ، وأيضاً ص ١٢ ، ١٣ .
^(٢١) وبلغ إجمالي حجم أصول صناديق الثروة السيادية في العالم نحو ٩,٩٩ تريليون دولار في إبريل ٢٠٢٢ وفقاً للإحصائيات المتاحة من معهد صندوق الثروة السيادية (Sovereign Wealth Fund Institute) والمتاحة على الموقع الإلكتروني للمعهد على الرابط التالي:

<https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>

^(٢٢)Shai Bernstein, Josh Lerner, and Antoinette Schoar : “The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds” , Journal of Economic Perspectives, Volume 27, Number 2, 2013,PP 219–220.

^(٢٣)Hao Liang and Luc Renneboog: ” The global sustainability footprint of sovereign wealth funds”, Oxford Review of Economic Policy, OP.Cit, p 380.

ونخلص من هذا المطلب إلى أن أنواع الصناديق السيادية حول العالم تتعدد وتختلف باختلاف الغرض الذي أنشئت من أجله، وأنه نظراً للفوائض المالية والأصول الكبيرة والاستثمارات التي تقودها هذه الصناديق هذا الأمر جعل الكثير من المحللين سواء الاقتصاديين أو السياسيين يبدون تخوفاً من هذه الصناديق ومدى إمكانية استخدامها كأدوات ضغط ولذا بدأ التفكير في وضع مجموعة ضوابط تحكم استثمارات هذه الصناديق وأيضاً تتبع للخريطة الاستثمارية لها . وهذا هو ما سيركز عليه البحث في الصفحات القادمة.

المطلب الثالث: السلوك الاستثماري واستراتيجيات الاستثمار للصناديق السيادية

يعد السلوك الاستثماري واستراتيجيات الاستثمار للصناديق السيادية من أهم الموضوعات التي أثارت جدلاً واسعاً في الدراسات المتخصصة سواء الاقتصادية أو السياسية. ونحاول من خلال هذا المطلب إلقاء الضوء بمزيد من التحليل حول هذا الموضوع، وأيضاً استعراض عدد من نماذج الاستثمار المتميزة التي ظهرت بين صناديق الثروة السيادية. وللحديث حول هذا الموضوع تم تقسيم هذا المطلب على النحو التالي:

- الفرع الأول: استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية.
- الفرع الثاني: نماذج الاستثمار المتميزة لصناديق الثروة السيادية.

الفرع الأول: استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية

أثار السلوك الاستثماري لصناديق الثروة السيادية حفيظة البعض إذ اعتبروا هذه الصناديق ما هي إلا أداة سياسية في يد الدول التي تمتلكها والتي من الممكن أن تستخدم لتحقيق أغراض أخرى أو تستخدم كأداة ضغط على بعض الدول أو للسيطرة على الصناعات الهامة في الدولة ... وهكذا وهو ما سيتم استعراضه تفصيلاً إن شاء الله في المطلب الثالث من المبحث الثاني من هذا البحث تحت بند المخاطر السياسية في إدارة صناديق الثروة السيادية. وعلى الجانب الآخر وفيما يتعلق بالسلوك الاستثماري لصناديق الثروة السيادية، يذهب البعض إلى أن هناك العديد من الأدلة التي تدعم الفكرة القائلة بأن الصناديق السيادية مدفوعة أساساً بدوافع اقتصادية وليس دوافع سياسية، وذلك لأنها تتصرف ككيانات اقتصادية تعظم عوائدها المالية⁽²⁴⁾، وأن الصناديق السيادية تعمل كمستثمرين نموذجيين ومن غير المرجح أن تستثمر بشكل انتهازي⁽²⁵⁾، وقرارات الاستثمار في صندوق الثروة السيادية لا تختلف كثيراً عن قرارات مديري الأصول الآخرين مثل الصناديق المشتركة⁽²⁶⁾، وبالتالي فإن الخوف من قرارات الاستثمار ذات الدوافع السياسية التي تتخذها صناديق الثروة السيادية يبدو أنه لا أساس له من الصحة.

وبالنسبة لاستراتيجيات الاستثمار في تلك الصناديق فهي في الغالب الأعم تتسم بالغموض وعدم السير على وتيرة واحدة. فتذهب بعض الدراسات إلى أن صناديق الثروة السيادية تتسم باستثماراتها بالتنوع بعيداً عن الصناعات الرئيسية الموجودة في الداخل - أي داخل الدولة التي تمتلك هذه الصناديق - ، وفي ذات الوقت تتوجه معظم الاستثمارات نحو الشركات المقيدة مالياً في البلدان التي تشترك في نفس الثقافة وهذا يشير إلى أن

⁽²⁴⁾Bader Alhashel :“Sovereign Wealth Funds: A Literature Review”, Journal of Economics and Business, 2015, vol. 78, issue C,pp. 1-13.

⁽²⁵⁾Richard A. Epstein and Amanda M. Rose:”The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow” , The University of Chicago Law Review , Vol. 76 (2009) , pp. 111 -134.

⁽²⁶⁾Rolando Avendano and Javier Santiso : “Are Sovereign Wealth Fund Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds” , Article in SSRN Electronic Journal , Jan 2010 .

محددات صندوق الثروة السيادية في استراتيجيات الاستثمار ليست مدفوعة بالكامل بأهداف تعظيم الربح^(٢٧). وقد ذهبت بعض الدراسات إلى أن صناديق الثروة السيادية تستثمر في الغالب في الشركات الكبيرة ذات الأرباح المرتفعة والتي توجد في البلدان التي تتمتع بحماية عالية للمستثمرين وحوكمة قوية للشركات . وبعبارة أخرى فإن صناديق الثروة السيادية توجه استثماراتها في الغالب في الدول التي تتمتع بدرجة عالية من التنمية والنمو الاقتصادي، والتي يستدل عليها بعدة مؤشرات ودلائل منها وجود أسواق مالية أكبر وأكثر سيولة، ومؤسسات توفر حماية أفضل للحقوق القانونية ، وبيئة اقتصادية كلية أكثر استقراراً^(٢٨). ولكن هذا لا يعني أن كل الاستثمارات تسير في ذات المضمار إذ أن التجربة قد أثبتت أن هذه الصناديق من حين لآخر تدخل في عمليات استثمارية محفوفة بالمخاطر، أي أنها تقوم بزيادة عمليات الاستحواذ في البلدان التي تظهر فيها الأزمات وعدم الاستقرار في بعض الأحيان وأن تلك الصناديق تفضل الاستثمار في الشركات المتعثرة مالياً^(٢٩). وأثبت الواقع أن أكثر القطاعات المفضلة و التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية هي القطاعات المالية والعقارية بسبب السيولة الكبيرة، وقطاع الطاقة لأهميته الاستراتيجية.

وما تجدر الإشارة إليه أن معظم الاستثمارات التي تقوم بها صناديق الثروة السيادية لا تهدف إلى خلق حصص مسيطرة داخل الشركات المستثمر بها وإنما فقط القيام بنشاط المراقبة، أي المراقبة النشطة للشركة المستهدفة و منع حدوث الخسائر الناجمة عن سوء الإدارة، وليس البحث عن طرق لفرض تغييرات في نشاط الشركة أو إدارتها تؤدي إلى خلق القيمة وزيادة الأرباح ، وهذا يفسر سبب ترحيب معظم المديرين في الشركات ومجالس الإدارة باستثمارات صناديق الثروة السيادية لأنها تميل إلى أن تكون طويلة الأجل وغير مؤثرة في إدارة الشركة ولا هيكلتها. على عكس صناديق التحوط أو الاتحادات العمالية، نادراً ما تسعى صناديق الثروة السيادية إلى التأثير على الحوكمة^(٣٠). ولذا يصف البعض نشاط صناديق الثروة السيادية بأنه نشاط دفاعي (defensive activism)^(٣١). ونتيجة لهذا الأمر ذهبت بعض الدراسات إلى أن أداء استثمارات الأسهم في صناديق الثروة السيادية على المدى الطويل يميل إلى أن يكون ضعيفاً بسبب التنوع غير الكامل للمحفظة وسوء إدارة وحوكمة الشركات^(٣٢)، و أن العوائد غير الطبيعية لفترة الإعلان لاستثمارات أسهم صناديق الثروة السيادية في الشركات المتداولة علناً كانت إيجابية، لكن رد الفعل أضعف من مشتريات الأسهم المماثلة من قبل المستثمرين من القطاع الخاص^(٣٣).

(27) Vidhi Chhaochharia and Luc Laeven : " The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds " , SSRN Electronic Journal , July 2009

(28) Nuno Fernandes: 'Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World', Working Paper, International Institute for Management Development 2009 , .

(29) Jason Kotter and Ugur Lel : "Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets", International Finance Discussion Papers , Number 940, Board of Governors of the Federal Reserve System . Available at : <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2008/940/ifdp940.pdf>

(30) Paul Rose : 'Sovereign Wealth Funds: Active or Passive Investors?', Yale Law Journal , Op.Cit , PP 104-108.

(31) Hao Liang and Luc Renneboog: " The global sustainability footprint of sovereign wealth funds", Oxford Review of Economic Policy, OP.Cit, p 386.

(32) Vidhi Chhaochharia and Luc Laeven : " The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds " , Op.Cit , p.p 11-33.

(33) Bernardo Bortolotti , Veljko Fotak and William L. Megginson: "The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments", The Review of Financial Studies, Vol 28, No.11 , July 2015, p.p 2993-3032.

وتعمل الصناديق السيادية كمستثمرين على المدى الطويل بهدف ترك إرث وحماية الثروة الوطنية للأجيال القادمة، ولذلك نجد أن السياسة الاستثمارية للصناديق السيادية تكون في الغالب موجهة نحو المزيد من الشركات المسؤولة التي لديها سياسات تهدف إلى الاستدامة. ونظرًا لحجمها وقوتها السوقية الكبيرة، تمتلك صناديق الثروة السيادية القدرة على تحفيز التغيير فيما يتعلق بالقضاء على التلوث، وتحسين ظروف العمل، والسعي لتحقيق المساواة بين الجنسين، والحد من الفساد⁽³⁴⁾. بالإضافة إلى ذلك، أصبح الاستثمار المسؤول والمستدام جزءًا من التفضيلات المجتمعية، ومن خلال استثمار أصول الدولة، تحتاج صناديق الثروة السيادية إلى التجاوب مع الطلب المجتمعي الذي يسعى إلى حماية حقوق الأجيال القادمة وهذا هو جوهر التنمية المستدامة.

وقد كشفت إحدى الدراسات الاقتصادية التي أجريت على أكبر ٢٦ صندوقًا من صناديق الثروة السيادية في العالم خلال عام ٢٠١٧، أن ١٥٪ من الصناديق السيادية تخضع لقيود تمنع الصندوق من الاستثمار غير الأخلاقي؛ ٨ ٪ يأخذون في الاعتبار الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية في سياستهم الاستثمارية؛ و ١٥ في المائة يواجهون قيود متعلقة بالتصرف في الأصول أو اكتسابها. بالإضافة إلى ذلك، أفصح ٥٨ ٪ من هذه الصناديق عن مدونة قواعد السلوك لضمان إجراء الاستثمارات وفقًا لسياسات الصندوق وأي لوائح أخرى ذات صلة⁽³⁵⁾.

و تكشف العديد من الصناديق عن المعايير التي يجب على مسؤولي الصندوق الالتزام بها في قراراتهم الاستثمارية وإدارة الأصول، وتستخدم العديد من الصناديق معيار «المستثمر الحكيم أو الحريص» (prudent investor) وخاصة في الدول التي تتبنى النظام القانوني القائم على التفرقة بين القانون العام والقانون الخاص، والذي يتطلب عادة أن يقوم الشخص بأداء واجباته بالرعاية والمهارة والاجتهاد التي يتصرف بها الشخص الحكيم، والتي تعني بعبارة بسيطة أن يمارس الصندوق عمله ملتزمًا بتحقيق الغاية والهدف بيقظة وتبصر وذلك وفقًا للظروف المحيطة والخبرة المكتسبة وكذلك التوقعات. وتتبع صناديق الحماية الاجتماعية وصناديق الثروة السيادية في كل من كندا، وأيرلندا، ونيوزيلندا، وهونغ كونغ، وماليزيا، وسنغافورة، وألاسكا شكلًا من أشكال معيار المستثمر الحريص. وحتى بعض الصناديق الأخرى في الدول ذات النظام القانوني المختلف، تتبع أيضًا قاعدة المستثمر الحريص ومنها مؤسسة الاستثمار الصينية، ومؤسسة كوريا للاستثمار، وخدمة المعاشات التقاعدية الوطنية في كوريا الجنوبية. وتكشف الصناديق الأخرى عن معايير مختلفة لا تشكل صراحة شكلًا من أشكال قاعدة «المستثمر الحريص»، ولكنها مع ذلك تتطلب الولاء أو المساءلة من مسؤولي الصندوق⁽³⁶⁾.

ويمكن القول أن استراتيجيات الاستثمار الخاصة بصناديق الثروة السيادية تختلف بحسب الأهداف والغرض الذي أنشأ من أجله الصندوق. فمثلًا صندوق الثروة السيادي في جنوب أفريقيا يهدف بحسب الأصل إلى تدعيم البعد التنموي للدولة مع وجود استثمارات في قطاعات الطاقة والنقل والخدمات اللوجستية وتهدف جميع الاستثمارات إلى إثراء البنية التحتية لاقتصاد جنوب إفريقيا مع وجود تقييم مستمر للعوائد المالية والعوائد الاجتماعية لهذه الاستثمارات بما فيها خلق فرص العمل. وفي المقابل فإن الصناديق السيادية المنشأة في دول

⁽³⁴⁾Hao Liang and Luc Renneboog: "The global sustainability footprint of sovereign wealth funds", Oxford Review of Economic Policy, OP.Cit, p 387.

⁽³⁵⁾Kelsey Mullen and Paul Rose: "Public Funds Investment Policies: 2017 Survey", The Ohio State University, Moritz College of Law, Program on Law, Finance and Governance, pp 1-13.

⁽³⁶⁾Ibid, P 9.

الخليج هدفها الأساسي تحقيق التنوع الاقتصادي، فهذه الدول لديها وفرة في الموارد الطبيعية (الغاز والنفط) وهذه الموارد عرضة للنضوب على المدى الطويل ولذا تستغل هذه العوائد الحالية بترجمة عائدات الصادرات إلى الاستثمار في مشروعات تحقق تنمية مستدامة مثل السياحة ورأس المال الفكري والاستثمار في الأصول الرئيسية كالبنية التحتية أو النقل أو المرافق ذات الصلة. و تميل هذه الصناديق إلى أخذ حصص كبيرة في مثل هذه المشاريع سواء كانت هذه المشروعات للقطاع العام أو بالمشاركة مع القطاع الخاص^(٣٧).

وقد توصلت إحدى الدراسات الاقتصادية إلى أن صناديق الثروة السيادية غير متجانسة تمامًا فيما يتعلق بحجمها، وهيكلها التنظيمي، ومصادر التمويل، والوضع القانوني، والاستثمار، والسياسات، وعدد الاستثمارات في الأسهم، وحجم متوسط الاستثمار في حقوق الملكية. وأن معظم صناديق الثروة السيادية تفتقر إلى الشفافية ولا تكاد تكشف عن أي معلومات فيما يتعلق بعملياتها وسياسات الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية^(٣٨).

الفرع الثاني: نماذج الاستثمار المتميزة لصناديق الثروة السيادية

يوجد عدد من نماذج الاستثمار المتميزة التي ظهرت بين صناديق الثروة السيادية ويمكن أن نقسمها على النحو الآتي^(٣٩):

النموذج الأول: استراتيجية صندوق الثروة السيادية النزويجي للاستثمار والتي تعتمد بشكل أساسي على الاستثمار في الأصول التقليدية الموجودة في سوق الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات لتحقيق دخل ثابت. و لذا يتم الاعتماد بشكل أساسي على المنظمين الداخليين في إدارة الصندوق مع إستعانة أقل بفكرة المديرين الخارجيين.

النموذج الثاني: يعتمد على إضافة مخاطر إلى المحفظة من خلال الاستثمار في فئات أصول السوق طويلة الأجل مثل الأسهم الخاصة والعقارات والبنية التحتية وصناديق التحوط من خلال مديرين خارجيين. وتكون مسئولية اختيار تلك الاستثمارات طويلة الأجل على عاتق المديرين الخارجيين. و يعتبر هذا النموذج أكثر تكلفة -بسبب الرسوم المرتفعة لشركات إدارة الأصول - وقد استند إلى الحصول على أولوية الوصول إلى المديرين الخارجيين ذوي الأداء الجيد.

النموذج الثالث هو النموذج الكندي، الذي يستخدمه مستثمرو صناديق التقاعد الكبيرة المتطورة في كندا، ويتم تمييزه من خلال الاستثمار المباشر المدعوم إلى حد كبير مع تخصيص أعلى من معظم فئات الأصول البديلة في السوق الخاص. القوة الدافعة وراء النموذج الكندي هي القدرة على تعيين موظفين داخليين خبراء لتنفيذ برنامج الاستثمار على أساس أكثر فعالية من حيث التكلفة من استخدام خارجي.

النموذج الرابع: النموذج التعاوني ومن خلاله يتم التعاون بين أكثر من صندوق سيادي من أجل القيام باستثمارات طويلة الأجل تسهم وبفعالية في عملية التنمية المستدامة ولكنها عالية المخاطر وتحتاج تركيز لرأس المال وبالتالي تتعاون هذه الصناديق لجعل هذه الاستثمارات أكثر فعالية وكفاءة وتوزيع للمخاطر بين

⁽³⁷⁾Peter B. Clark and Ashby H.B. Monk: «Sovereign Development Funds: Designing High-Performance, Strategic Investment Institutions», September 30, 2015, P7. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2667974>

⁽³⁸⁾Hao Liang and Luc Renneboog: "The global sustainability footprint of sovereign wealth funds", Oxford Review of Economic Policy, OP.Cit, p 419.

⁽³⁹⁾Rajiv Sharma : "SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS", Op.Cit, pp.7-8.

الأطراف. ومن الأمثلة على النموذج التعاوني بين صناديق الثروة السيادية هيئة أبوظبي للاستثمار ، وصندوق التوفير النيوزيلندي وشركة ألبرتا لإدارة الاستثمار ، مما شكل تحالفاً استثمارياً للاستثمار في الابتكار في وادي السيليكون. وأيضاً الشراكة التي تمت بين جهاز أبوظبي للاستثمار والصندوق الوطني للاستثمار والبنية التحتية وذلك للاستثمار في مجال البنية التحتية في الهند.

ونخلص من خلال هذا المطلب إلى أن استثمارات الصناديق السيادية لا تسير على وتيرة واحدة وأنها تختلف تبعاً للهدف أو الغرض الذي أنشأ من أجله الصندوق ، وأن هناك عدة نماذج للاستثمار يمكن لكل صندوق أن يتبنى واحدة أو أكثر منها.

المبحث الثاني: صناديق الثروة السيادية وتحقيق التنمية المستدامة

تعد الفوائد النقدية التي تديرها الصناديق السيادية والأصول التي تمتلكها نقطة انطلاق للقيام بالعديد من الاستثمارات التي من شأنها الإسهام في تحقيق أهداف التنمية المستدامة. ولذا فالتساؤل الأساسي الذي يطرح حول تلك الاستثمارات هل أنها بالفعل تسهم في تحقيق التنمية المستدامة؟! أم أن السعي وراء الربح وتنويع المحفظة الاستثمارية عادة ما يكون هو المحرك لهذه الصناديق؟! خاصة إذا أضفنا أن تحقيق التنمية بصفة عامة يعتمد على الاستثمار طويل الأجل والذي عادة ما يكون محفوف بدرجة من المخاطرة فكيف الحال إذاً والتنمية المستدامة تتطلب علاوة على ذلك المحافظة على البيئة والحفاظ على حقوق الأجيال القادمة.

ولذا نحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على تعريف التنمية المستدامة وأهدافها والصعوبات التي تواجه قياس تحقيق هذه الأهداف من خلال الاستثمارات ثم نتطرق إلى المبادئ التي لا بد أن تراعيها الصناديق عند القيام باستثماراتها وعلى رأسها مبادئ سانتياجو . وأخيراً نستعرض الأحكام المنظمة لصندوق مصر السيادي والملاحظات عليها.

وعلى هدي ما تقدم جاءت خطة البحث على النحو التالي:

- **المطلب الأول:** مفهوم التنمية المستدامة وأهدافها .
- **المطلب الثاني:** صناديق الثروة السيادية والتنمية المستدامة.
- **المطلب الثالث:** المبادئ الحاكمة لعمل صناديق الثروة السيادية (مبادئ سانتياجو) .
- **المطلب الرابع:** صندوق الثروة السيادي المصري.

المطلب الأول: مفهوم التنمية المستدامة وأهدافها

تعد التنمية الاقتصادية من أهم الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها كل دول العالم. وقد حققت معظم الدول تطورات كبيرة في كل من الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر التنمية البشرية. ولكن الجهود التنموية التي تمت على الصعيد العالمي واجهت عدة انتقادات منها⁽⁴⁰⁾:

- عدم التوزيع العادل لثمار التنمية، مع استمرار عدم المساواة في الدخل بل وتزايدها بمرور الوقت في بعض الأحيان. حيث ظلت الأعداد العالمية للأشخاص الذين يعانون من الفقر المدقع وسوء التغذية مرتفعة، وازدادت في بعض المناطق ، حتى مع تحقيق الطبقة الوسطى العالمية ثراء نسبي.

⁽⁴⁰⁾Jonathan M. Harris : “Basic Principles of Sustainable Development” , Working Paper No. 00-04, June 2000 ,Global Development and Environment Institute, Tufts University , USA , P 4.

• وجود العديد من الآثار السلبية على البيئة وعلى الهياكل الاجتماعية القائمة: حيث تم القضاء على العديد من المجتمعات التقليدية بسبب تنمية الغابات وأنظمة المياه ومصائد الأسماك، وأيضاً تعاني العديد من المناطق في الدول النامية من التلوث الشديد وعدم كفاية البنية التحتية للنقل والمياه والصرف الصحي. وقد يؤدي الضرر البيئي، إذا لم يتم مواجهته، إلى تقويض إنجازات التنمية.

ولذا بدأت العديد من الدراسات الاقتصادية إلى الاتجاه نحو تبني مفهوم جديد للتنمية على النحو الذي يتفادى السلبيات السابق ذكرها. وقد اكتسبت مفاهيم الاستدامة والتنمية المستدامة أهمية كبيرة في البحث العلمي حول القضايا البيئية والسياسات المرتبطة بالإدارة البيئية والإنتاج الصناعي والزراعي.

ويعود مصطلح التنمية المستدامة إلى التقرير الذي نشرته اللجنة العالمية للبيئة والتنمية التابعة للأمم المتحدة والذي يعرف بإسم تقرير لجنة برونتلاند عام ١٩٨٧ بعنوان (مستقبلنا المشترك) ^(٤١)، في محاولة لربط قضايا التنمية الاقتصادية والاستقرار البيئي. و قدم هذا التقرير التعريف الذي كثيراً ما يُستشهد به للتنمية المستدامة على أنها (تنمية تلبى احتياجات الحاضر دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على تلبية احتياجاتها الخاصة). ويحتوي هذا التعريف في داخله على مفهومين رئيسيين:

الأول: مفهوم الاحتياجات ولا سيما الاحتياجات الأساسية لفقراء العالم والتي يجب أن تعطى لها الأولوية والأهمية القصوى.

الثاني: فكرة القيود التي تفرضها الدولة والتنظيم الاجتماعي على قدرة البيئة على تلبية الاحتياجات الحالية والمستقبلية.

ويهدف مفهوم التنمية المستدامة إلى الحفاظ على التقدم الاقتصادي والتقدم مع حماية القيمة طويلة الأجل للبيئة مما يوفر إطار عمل لتكامل السياسات البيئية واستراتيجيات التنمية.

ومن خلال التعريف السابق يمكن القول أن هناك ثلاثة جوانب للتنمية المستدامة ^(٤٢):

أولاً الجانب الاقتصادي: وهو أن يكون النظام المستدام اقتصادياً قادراً على إنتاج السلع والخدمات على أساس مستمر، والحفاظ على مستويات آمنة يمكن إدارتها من الدين الحكومي والخارجي، وتجنب الاختلالات القطاعية الشديدة التي تضر بالإنتاج الزراعي أو الصناعي.

ثانياً الجانب البيئي: ويكون عن طريق أن يحافظ النظام المستدام بيئياً على قاعدة موارد مستقرة، وتجنب الاستغلال المفرط للموارد المتجددة، واستنفاد الموارد غير المتجددة إلى الحد الذي يتم فيه الاستثمار في بدائل مناسبة. وهذا يشمل صيانة التنوع البيولوجي واستقرار الغلاف الجوي ووظائف النظام البيئي الأخرى التي لا تُصنف عادةً على أنها موارد اقتصادية.

ثالثاً الجانب الاجتماعي: وهو أن يحقق النظام المستدام اجتماعياً العدالة في التوزيع والتوفير الكافي للخدمات الاجتماعية بما في ذلك الصحة والتعليم والمساواة بين الجنسين والمساءلة والمشاركة السياسية.

⁽⁴¹⁾Report of the World Commission on Environment and Development: «Our Common Future», Chapter 2: Towards Sustainable Development, United Nations 1987.

⁽⁴²⁾Jonathan M. Harris: «Basic Principles of Sustainable Development», Working Paper, Op.Cit, PP5-6.

ويضيف البعض بعدين آخرين للتنمية المستدامة هما البعد التكنولوجي والبعد المؤسسي. وقد تضمنت رؤية التنمية المستدامة لعام ٢٠٣٠ سبعة عشر هدفاً أساسياً للتنمية المستدامة يمكن ذكرها على النحو التالي^(٤٣):

١. القضاء على الفقر بكافة أشكاله.
٢. القضاء على الجوع وتحقيق الأمن الغذائي.
٣. توفير التعليم الجيد وإتاحة فرص التعلم للجميع.
٤. تحسين المعيشة وتحقيق الرفاهية.
٥. المساواة بين الجنسين.
٦. توفير المياه وإدارتها في إطار الاستدامة.
٧. العمل على تقليل تكلفة استخدام الطاقة النظيفة.
٨. تحقيق النمو الاقتصادي الشامل والمستدام.
٩. تطوير البنية التحتية وتطوير الصناعة وتشجيع الابتكار.
١٠. الحد من التفاوت بين الدول وتقليل فجوة التنمية.
١١. إنشاء مدن وتجمعات آمنة ومستدامة.
١٢. استحداث أممات إنتاج واستهلاك أكثر استدامة.
١٣. التعامل مع ظاهرة تغير المناخ وآثارها.
١٤. حماية البيئة البحرية على نحو مستدام.
١٥. حماية البيئة البرية على نحو مستدام.
١٦. العمل على تحقيق السلام والعدل.
١٧. دعم أوجه التعاون الدولي.

ونتيجة لهذا الأمر ظهرت عدة مصطلحات جديدة ومبادرات تهدف إلى ترسيخ مفهوم التنمية المستدامة لدى مختلف الأجيال ومنها مصطلح التربية البيئية (Environmental Education) ويقصد به أنه عملية اكتساب المعرفة بالمشكلات البيئية وأسباب حدوثها وأهميتها وإمكانيات حلها. وبهذه الطريقة، يجب أن يساهم في تكوين الوعي البيئي وتطوير الثقافة البيئية كمكونات أساسية لمفهوم البيئة^(٤٤).

وما تجدر الإشارة إليه أن التعريف السابق والجوانب الثلاثة المنبثقة عنه من شأنه أن يحدث العديد من الصعوبات والاختلافات في وجهات النظر نظراً لاختلاف الدول فيما بينها في النظم الاقتصادية المتبعة هذا من

^(٤٣) د. عبير محمد علي عبدالخالق: «تحليل مقومات التنمية الاقتصادية في الدول العربية في ضوء الأهداف الإنمائية للألفية الثالثة»، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الاسكندرية، المجلد ٧، العدد ١٣، يناير ٢٠٢٢، ص ٤٦، ٤٧.

^(٤٤) Olga Borisova, Victoria Frolova and Larisa Artamonova: «The Educational and Globalization Components of Sustainable Development, and Their Factors», E3S Web of Conferences 105, 04047 (2019), IVth International Innovative Mining Symposium, P 1. Available at: https://www.e3sconferences.org/articles/e3sconf/pdf/2019/31/e3sconf_iims18_04047.pdf

ناحية ، ومن ناحية أخرى تختلف هذه الدول في مجموعة القيم التي تتبناها والتي تتدخل فيها عدة عوامل منها الثقافية والاجتماعية والسياسية. ولذا اقترح البعض ضرورة تبني معيار الحد الأدنى الآمن الذي يحقق العدالة بين الأجيال وقيود استخدام الموارد. ويفترض معيار الحد الأدنى الآمن خطأً فاصلاً بين الضرورات الأخلاقية للحفاظ على أنظمة الموارد الطبيعية وتعزيزها و بين التشغيل الحر للموارد، وقد يستبعد المجتمع الإجراءات التي يمكن أن تؤدي إلى تأثيرات طبيعية تتجاوز حدًا معينًا للتكلفة. ويعتبر دور اتخاذ القرار العام وتشكيل منهجية معايير الحد الأدنى من الأمور المركزية التي تحددها الحكومات ووفقاً للرؤى التي يتم التوصل إليها من قبل علماء البيئة والاقتصاديين. حيث أن هناك مجال كبير للعمل متعدد التخصصات لمعالجة بعض القضايا المتعلقة بالاستدامة ، بما في ذلك تحديد الأهداف وتحديد القيود وحل الخلافات ذات الصلة. و يمكن للاقتصاديين الاستفادة بشكل أكبر من المعلومات البيئية والآثار المترتبة على حدود الموارد المادية في تحليل قيم الموارد، ويمكن لعلماء الاجتماع المساهمة في فهم كيفية تقدير الأجيال القادمة للسمات المختلفة للبيئات الطبيعية. يجب على علماء البيئة تقديم المعلومات البيئية بالطريقة التي يمكن استخدامها في التقييم الاقتصادي. كما ينبغي أن تأخذ في الاعتبار دور الحوافز الاقتصادية في تحليل الأثر البيئي^(٤٥).

وقد تعرض مفهوم التنمية المستدامة لانتقادات شديدة بسبب عدم دقة تعريفه ومحاولة ترسيخه في مجالات معرفية معينة ، وظهور بدائل جديدة للتنمية المستدامة مثل مصطلح تراجع النمو Degrowth ومصطلح Buen vivir وهو مصطلح أسباني يعني العيش الكريم^(٤٦).

ويعني تراجع النمو تحويل المجتمعات لضمان العدالة البيئية والحياة الكريمة للجميع داخل حدود الكوكب. ويشير مصطلح تراجع النمو إلى حركة فكرية تنتقد النظام الرأسمالي العالمي الذي يسعى إلى النمو بأي ثمن، مما يتسبب في الاستغلال البشري وتدمير البيئة. و تدافع هذه الحركة عن المجتمعات التي تعطي الأولوية للرفاهية الاجتماعية والبيئية بدلاً من أرباح الشركات والإفراط في الإنتاج والاستهلاك الزائد. وهذا يتطلب إعادة توزيع جذرية، وتقليص الحجم المادي للاقتصاد العالمي، وتحول في القيم المشتركة نحو الرعاية والتضامن والاستقلالية^(٤٧).

ويشمل مصطلح Buen vivir مجموعة من الأفكار التي تشكك في منطق التنمية السائد حالياً وفي كيفية تفسيرنا وتقديرنا للطبيعة. وهو يبتعد عن النظرة البشرية التقليدية للعالم ويدعو إلى إمكانية بناء نظام بديل يعتمد على التعايش بين البشر باختلاف أطيافهم وفي انسجام مع الطبيعة من خلال مكافحة تغير المناخ وتعزيز المساواة والتماسك الاجتماعي^(٤٨).

وقد ذهبت بعض الدراسات الاقتصادية الحديثة^(٤٩) إلى أنه يجب الاعتراف باستحالة تحقيق التنمية المستدامة في كافة المجالات لأن هناك عدة عوامل لا بد من أخذها في الاعتبار ومن أهمها أن تنمية جانب معين من شأنه أن يؤثر على جوانب أخرى. فمثلاً يتم إنتاج نحو ٦٥٪ من الطاقة الكهربائية في العالم باستخدام الفحم والغاز

⁽⁴⁵⁾ See : - Michael A. Toman: "The Difficulty in Defining Sustainability", Chapter in Book "The RFF Reader in Environmental and Resource Policy ' 2nd Edition, 2006, Routledge.

⁽⁴⁶⁾ Carlos Alberto Ruggerio : "Sustainability and sustainable development: A review of principles and definitions", Science of The Total Environment , VOL786 , 2021.

⁽⁴⁷⁾ <https://degrowth.info/degrowth>

⁽⁴⁸⁾ <https://www.greeneuropeanjournal.eu/buen-vivir-a-concept-on-the-rise-in-europe/>

⁽⁴⁹⁾ Janusz Grabara : "Sustainable Development - Never Fulfilled Dream", Quality - Access to Success Journal , Supplement 1, Vol. 20,2019, Romanian Association for Quality Assurance(SRAC) , PP565-570.

الطبيعي والبترو، وإذا كانت الكهرباء من الطاقة النظيفة وتشجع عليها التنمية المستدامة فلا يمكن بأي حال من الأحوال تجاهل المواد المستخدمة في إنتاجها والتي لا تعد صديقة للبيئة في أغلب الأحوال. ويوجد أيضاً في هولندا والنرويج منذ عام ٢٠١٥ حظر بيع للسيارات الجديدة إلا التي تعمل بالكهرباء، وهو ذات الوضع الذي تسعى المملكة المتحدة لتطبيقه في عام ٢٠٢٥ ووفقاً للمعلومات المتاحة فإنه لن يكون هناك طاقة كافية لتزويد السيارات الكهربائية وباقي مستهلكي الكهرباء.

والخلاصة من خلال هذا المطلب هو أن الجهود التنموية تقتضي تضافر كافة الجهود من الأطراف المعنية وأن العبرة ليست فقط في تحقيق معدلات نمو مرتفعة ولكن أيضاً أن ينعكس ذلك على معيشة الأفراد. وأن أرقام النمو مهما بلغت مالم يصاحبها تحسن في جودة الحياة ستظل مجرد أرقام لا تعبر عن الواقع .

المطلب الثاني: صناديق الثروة السيادية والتنمية المستدامة

تمهيد وتقسيم

تقوم فكرة التنمية المستدامة بحسب الأصل على الاهتمام بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تعمل على تحقيق الأهداف سابق الإشارة إليها في المطلب السابق. ولذا فإن معظم مشكلات الدول في تحقيق التنمية هو عدم وجود رؤية واضحة لديها للاستثمارات طويلة الأجل من أجل تحقيق أهداف التنمية المستدامة.

وتعتبر صناديق الثروة السيادية ، على مستوى العالم ، مصدرًا رئيسيًا لرأس المال المستثمر طويل الأجل الذي لديه القدرة على القيام باستثمارات طويلة الأجل في القطاعات التي هي في أمس الحاجة إليها. ولكن في حين يتم تصنيف صناديق الثروة السيادية كمجموعة كمستثمرين كبار على المدى الطويل، فإن الوظيفة المحددة لكل منها، قد لا تمكنها من الاستثمار بحرية في الاستثمارات طويلة الأجل، كما قد لا تدمج العوامل البيئية والاجتماعية والمؤسسية في عملية الاستثمار الخاصة بهم. وعادة تتمتع صناديق الثروة السيادية برغبة أكثر تحفظاً في المخاطرة، وبالتالي فهي مقيدة عادة بالدخول في استثمارات منخفضة المخاطر. مثل هذا النهج مدفوع بهيكل المطلوبات من هذه الصناديق ، حيث قد تكون هناك حاجة لتوفير سيولة في غضون مهلة قصيرة بناءً على طلب الحكومة التي تمتلك هذا الصندوق ، ولذلك لن يكون من المرغوب فيه الاستثمار في الأصول غير السائلة طويلة الأجل⁽⁵⁰⁾.

وتلعب الحكومات الدور الأكبر في ربط استثمارات صناديق الثروة السيادية بفكرة التنمية المستدامة ولذا فتوجيه تلك الاستثمارات إلى قطاعات معينة يعد من الأهمية بمكان. وعلى سبيل المثال فتوجيه الاستثمارات إلى قطاعات البنى التحتية والعقارات والزراعة ورأس المال الاستثماري له العديد من الفوائد الاقتصادية والاجتماعية التي تعود على المجتمع عند القيام بالاستثمار فيها.

وما تجدر الإشارة إليه أن ترك هذه المجالات للاستثمار من خلال القطاع الخاص كان يواجه بتحفظ شديد من قبل الحكومات، بالإضافة إلى المعرفة التقنية المطلوبة لهذه الاستثمارات. وأيضاً أصبحت الإصلاحات السياسية والهيكلية داخل الحكومات مطلوبة للمساعدة في ضمان الاستثمار الذي تشدد الحاجة إليه في القطاعات التي توفر الخدمات الأساسية للمجتمع. وهناك مجال كبير لصناديق الثروة السيادية للاستثمار في المجالات التي تساهم في تحقيق أهداف التنمية المستدامة . ويوجد بالفعل قدر كبير من الاستثمار الذي تم إجراؤه في

⁽⁵⁰⁾Rajiv Sharma : “SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS” , Op.Cit , p.2.

قطاعات متعلقة بالتنمية المستدامة كما هو الحال في كل من الهند وأستراليا وكندا على الرغم من أن هذا الاستثمار يتم في المقام الأول على أساس ثانوي. ولذا على الحكومات دور كبير من أجل توفير الفرص للمستثمرين في قطاعات قابلة للتطوير وعالية التأثير وأيضاً مكافأة المستثمرين الذين أظهروا التزاماً حقيقياً بأهداف التنمية المستدامة، من خلال الشراكة معهم في الاستثمارات الكبرى التي يمكن أن تحقق نطاقاً وتأثيراً كبيراً مثل مشاريع البنية التحتية الكبيرة في الاقتصادات الناشئة^(٥١).

وللحديث بمزيد من التفصيل حول هذا الموضوع تم تقسيم هذا المطلب على النحو التالي:

- الفرع الأول: معوقات الاستثمار طويل الأجل لصناديق الثروة السيادية.
- الفرع الثاني: أنماط واتجاهات الاستثمار في مجالات التنمية المستدامة في صناديق الثروة السيادية.
- الفرع الثالث: الاستثمار النشط لصناديق الثروة السيادية .
- الفرع الرابع: أهداف التنمية المستدامة واستثمارات صناديق الثروة السيادية.

الفرع الأول: معوقات الاستثمار طويل الأجل لصناديق الثروة السيادية

ومن نافلة القول أن الطرق المختلفة التي يتم بها إنشاء الصناديق السيادية وخصائصها الفريدة تؤثر على الطريقة التي تستثمر بها أصولها. وهذا متعلق بشكل مباشر بمسألة الاستثمار طويل الأجل في قطاعات التنمية المستدامة. وإذا كانت أكثر الاستثمارات تأثيراً - و التي ستدعم أهداف التنمية المستدامة - هي الاستثمارات طويلة الأجل التي تتم في فئات أصول السوق الخاصة البديلة مثل البنية التحتية والإسكان والطاقة النظيفة والزراعة ورأس المال الاستثماري وأسهم الشركات الخاصة ... وهكذا ، فإن هناك عدد من القيود الهيكلية التي قد تمنع تدفق رأس المال إلى هذه القطاعات المهمة . ويمكن استعراض هذه القيود على النحو التالي^(٥٢):

أولاً طبيعة الصندوق وأهدافه

تعتبر طبيعة الصندوق وأهدافه التي نشأ من أجل تحقيقها أول القيود التي قد تؤثر على المدى الزمني للاستثمارات التي يقوم بها صندوق الثروة السيادية . فالصناديق التي أنشئت من أجل تحقيق إيرادات على المدى القريب قد لا تكون قادرة على الاستثمار في الاستثمارات طويلة الأجل ذات الأصول غير السائلة والتي تحتاج فترات طويلة لتصفية هذه الأصول وتسييلها وهو ما قد يفقدها جزء من قيمتها ويعرض تلك الصناديق للخسارة.

ثانياً عدم قدرة هذه الصناديق على تحمل التقلبات قصيرة الأجل

وهذا الأمر قد يمثل قيداً على استثمارات هذه الصناديق ، والتي تمنعها من الاحتفاظ بأصول على المدى الطويل في مواجهة التقلبات. حيث تتمتع صناديق الثروة السيادية بخصوم أقل على المدى القصير مقارنة بالمستثمرين المؤسسين الآخرين مثل صناديق التقاعد والهبات.

⁽⁵¹⁾Rajiv Sharma : "SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS" , Op.Cit, p.3.

⁽⁵²⁾Rajiv Sharma: "SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS" , Op.Cit, p.56 - .

ثالثاً الاحتياج إلى السحب من الاحتياطيات في بعض الأحيان

و يتمثل هذا القيد في أن هذه الصناديق قد تحتاج إلى السحب من احتياطياتها في وقت قصير مما قد يؤثر على عملية اتخاذ القرار الاستثماري و قد يتردد المستثمر الذي يقر بأنه قد يُجبر على بيع أصل من الأصول في وقت قصير في اتخاذ قرار متعلق باستثمارات طويلة الأجل ، خاصة في الأصول غير السائلة التي لا يمكنه الخروج منها بسهولة .

رابعاً المخاطرة

ومن أهم القيود التي قد تواجه الصندوق في توجيه استثماراته هي فكرة الرغبة في المخاطرة وهي التي ستحدد ما إذا كان سيتم استخدام استراتيجية استثمار طويلة الأجل ومنها قبول مستويات معتدلة من المخاطر والتقلبات قصيرة الأجل وخسارة رأس المال المحتملة وعدم التخلص من الاستثمارات طويلة الأجل في مواجهة ضغوط السوق. ومع ذلك فإن صناديق الثروة السيادية التي تخضع لإشراف حكومي شبه مباشر قد تؤثر هذه الرقابة الحكومية على ملفات تعريف المخاطر الخاصة بها وكيفية التعامل مع الأصول الخطرة في حساباتها.

خامساً الانتهازية الإدارية والربح السريع

تشير بعض الدراسات إلى أن فكرة الانتهازية الإدارية والرغبة في تحقيق ربح سريع وعلى المدى القصير - بما يتماشى مع المكافآت وغيرها من المدفوعات - وبناء السمعة وتجنب المخاطر قد تكون سبباً في عدول الصناديق عن الاستثمارات طويلة الأجل و غالباً ما يتم تحفيز مديري الاستثمار لتحقيق أقصى قدر من الأداء على المدى القصير⁽⁵³⁾.

سادساً البيروقراطية الإدارية

ويضاف إلى معوقات الاستثمار طويل الأجل لصناديق الثروة السيادية أن وجود سلسلة طويلة من الإجراءات من أجل اتخاذ القرار المتعلق بالاستثمار من شأنه أن يعزز فكرة الاستثمار قصير الأجل حيث يعتمد الوكلاء المفوضون بالإدارة في الصناديق إلى تلبية رغبات أصحاب رأس المال في جني الأرباح بسرعة وعلى المدى القصير حيث يلعب مديرو الأصول عادةً دوراً رئيسياً في ممارسة سمات ملكية الأسهم أكثر من غيرها ذات الصلة باتخاذ قرارات الشركة مثل الحق في التصويت والحق في شراء أو بيع سهم معين . ويجب على مديري الشركات ومديري الأصول ومالكي الأصول تبني بيانات الممارسات الجيدة التي تعزز الإشراف واتخاذ القرارات على المدى الطويل ، وأيضاً يجب على المنظمين والمجموعات الصناعية اتخاذ خطوات لمواءمة المعايير والتوجيهات وقواعد الممارسة الحالية مع بيانات الممارسة الجيدة للمراجعة. ولذا فطول هذه السلسلة من الإجراءات تخلق العديد من الاختلالات⁽⁵⁴⁾.

سابعاً الموازنة بين التدفقات والنفقات

هناك اعتبار آخر يضاف هنا من ضمن المعوقات وهو ما إذا كان صندوق الثروة السيادية يواجه صافي التدفقات الداخلة أو صافي التدفقات الخارجة منه أو بعبارة أخرى إيرادات الصندوق أعلى من مصروفاته أم

⁽⁵³⁾ Neal Stoughton, Youchang Wu and Josef Zechner: "Intermediated Investment Management", The Journal of Finance , VOL. LXVI, NO. 3 , JUNE 2011 , pp. 947-980.

⁽⁵⁴⁾ "The Kay review of UK equity markets and long-term decision making", Final Report , The UK Crown, July 2014 , pp. 10 -48.

لا وخاصة في الأجل القصير ، ولاشك أن المستثمرين سيكونوا أكثر ثقة بأنهم لن يوضعوا في موقف الحاجة إلى البيع في الأسواق الضعيفة إذا كانوا واثقين من أنهم سيستمرون في جذب التدفقات الداخلة. وقد أكدت إحدى الدراسات الاقتصادية التي تمت باستخدام بيانات من ١٥٢ صندوق تقاعد كبير في أستراليا خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٠) (على أن تدفقات الأموال من المستثمرين المؤسسيين تؤثر على التوزيع الموجود في الأصول غير السائلة. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الصناديق الكبيرة ذات التدفقات المالية الإيجابية الأكبر لها ترجيح أكبر للأصول غير السائلة أي تفضل الاستثمارات طويلة الأجل^(٥٥).

ونخلص من ذلك إلى ضرورة تبني فكرة الحوكمة الرشيدة لآداء صناديق الثروة السيادية وتحديد مجالات للاستثمار على المدى الطويل، ويرتبط بهذا دور الحكومة ، التي تسعى إلى تعزيز دور صندوق الثروة السيادية مع ضرورة إنشاء استقلال واضح بين الحكومة كمسجع للاستثمارات وكمالك للصندوق السيادي من أجل تجنب التدخل السياسي الذي قد يؤدي إلى تآكل قدرة الصندوق على تحقيق أهدافه المالية والاقتصادية بشكل فعال . وهذا الأمر ضروري لبناء القدرات لصندوق الثروة السيادية للعمل كمستثمر محترف وخبير يمكنه بشكل مستقل تقييم فرص الاستثمار المحتملة.

الفرع الثاني: أنماط واتجاهات الاستثمار في مجالات التنمية المستدامة في صناديق الثروة السيادية

توجد استثمارات تناسب نوعية معينة من المستثمرين أكثر من غيرها بناءً على فكرة مدى تحمل المخاطر والمدى الزمني والعائد المتوقع. صناديق الثروة السيادية ذات الأفق الزمني الأقصر سيكون لها تخصيص أكبر للإستثمارات قصيرة الأجل والأعلى سيولة مثل السندات - وخاصة السندات الحكومية - وبعض الأسهم في الشركات عالية الربحية. بينما صناديق الاستثمار ذات الاستراتيجيات الممتدة أو طويلة الأجل سوف تميل للاستثمار في الأصول طويلة الأجل مع وجود مخصصات أكبر لفئات الأصول غير السائلة.

ويمكن للمستثمرين على المدى الطويل مثل صناديق الثروة السيادية تقديم مساهمة مهمة في النمو بطرق مختلفة ومنها تمويل المشاريع طويلة الأجل مثل مشروعات البنية التحتية والتكنولوجيا النظيفة والعقارات والزراعة . وتعد مشروعات البنية التحتية على وجه الخصوص من أهم الموضوعات التي تثار عند الحديث عن الاستثمار طويل الأجل ، حيث تعمل معظم الدول جاهدة لمعالجة العجز في الاستثمار في البنية التحتية. حيث يسهم الاستثمار في مشروعات البنية التحتية في تحقيق فوائد كبيرة من خلال المساهمة في النمو الاقتصادي^(٥٦).

وتشمل خدمات البنية التحتية كل المرافق التي توفر الحاجات الأساسية لأفراد لمجتمع ، ويمكن التمييز بين البنية التحتية الاجتماعية (مثل الصحة والتعليم) عن البنية التحتية الاقتصادية ، حيث تتعلق البنية التحتية الاقتصادية بالقنوات والأنابيب والأجهزة التي توفر الطاقة والمياه ، وتوفر الحماية من الفيضانات وتزويد النفايات، كذلك تشمل الطرق والسكك الحديدية والمطارات والموانئ التي تسمح بالحركة الآمنة للأشخاص والبضائع بين المجتمعات. تدعم هذه الخدمات بشكل مباشر رفاهية الأسر وكذلك الإنتاج أنشطة المؤسسات في نقاط مختلفة من سلسلة القيمة ، وبالتالي فهي ذات صلة مباشرة بالقدرة التنافسية للشركات والتنمية الاقتصادية^(٥٧).

⁽⁵⁵⁾James R. Cummings and Katrina Ellis : "Risk and Return of Illiquid Investments: A Trade-Off for Superannuation Funds Offering Transferable Accounts" , Economic Record , Dec2015 , Vol. 91, Issue 295, pp. 463-476.

⁽⁵⁶⁾Balázs Égert , Tomasz Kozluk and Douglas Sutherland : "Infrastructure and Growth: Empirical Evidence" , OECD Economics Department Working Paper No. 685, 13-Mar-2009.

⁽⁵⁷⁾Andrew W. Morley : "The Economic Benefits of Infrastructure Projects Procured with Private Finance" , FIG XXII International Congress Washington, D.C. USA, April 19-26 2002 , pp. 3- 8.

وأيضاً تشكل صناعة الطاقة التي تتألف من التوليد والنقل والتوزيع جزءاً لا يتجزأ من الاقتصاد الدولي المعاصر و بدون استثمارات كافية وإمدادات موثوقة من الطاقة لا يمكن للاقتصاد أن يعمل بكفاءة . فمثلاً من الصعب تحقيق أهداف النمو الاقتصادي بسبب الانقطاعات المتكررة للتيار الكهربائي. تتيح البنية التحتية المتكاملة للنقل التي تشمل الطرق والسكك الحديدية والمطارات والموانئ إمكانية ربط الأجزاء المختلفة من بلد ما والمناطق بالاقتصاد العالمي. تسمح الاستثمارات في البنية التحتية في مجال الطرق والكباري والجسور والموانئ بنقل السلع والخدمات بسرعة أكبر وبتكاليف أقل ، مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار بالنسبة للمستهلكين وزيادة الربحية للشركات. تتعلق البنية التحتية للمياه بإيصال المياه ومعالجتها وتوريدها وتوزيعها على مستخدميها وكذلك إزالة ومعالجة والتخلص من مياه الصرف الصحي . الاستثمار في البنية التحتية للمياه أمر بالغ الأهمية لاستدامة الدور الهام الذي تلعبه في المجتمعات البشرية مع حماية النظم البيئية المائية التي تعتبر بالغة الأهمية للبيئة⁽⁵⁸⁾.

وتتوقع بعض الدراسات الاقتصادية أنه بحلول عام ٢٠٣٠ -ومع تجاوز عدد سكان العالم ثماني مليارات نسمة - ستكون هناك زيادات كبيرة في الطلب على الغذاء ، مما يشكل ضغطاً على المحاصيل الزراعية مما يجعل الاستثمارات في الزراعة مناسبة جداً لصناديق الثروة السيادية وضرورية لتحسين إنتاجية الأراضي لتلبية الطلب العالمي. فضلاً عن أن التطوير المستمر والتصنيع وتآكل الرقعة الزراعية كل هذه العوامل تبرز أهمية الاستثمار طويل الأجل في هذا المجال⁽⁵⁹⁾.

الاستثمار غير المباشر لصناديق الثروة السيادية

الاستثمار غير المباشر أو ما يسمى أيضاً بالاستثمار في السوق الخاص هو مصطلح شامل يشمل مجموعة متنوعة من الاستثمارات غير السائلة التي لا يمكن بيعها في وقت قصير أي بعبارة أخرى استثمار طويل الأجل يتم من خلال شراء الأسهم في البورصات للشركات التي تقوم بنوعية معينة من الاستثمارات طويلة الأجل. وتشمل هذه الأنواع من الاستثمارات البنية التحتية والطاقة المتجددة والزراعة والموارد الطبيعية والعقارات ورأس المال الاستثماري والأسهم الخاصة . ولكن طبيعة الاستثمار في أصول السوق الخاصة وعدم تناسق المعلومات المختلفة تعني اعتماد عدد كبير من الصناديق السيادية على الوسطاء في عملية الاستثمار مثل شركات الوساطة المالية ومديري الاستثمار⁽⁶⁰⁾. و هذا على عكس الاستثمار المباشر أو الاستثمار المشترك حيث يتم دخول رأس المال مباشرة في الأصل أو الشركة مع وجود عقود توضح طبيعة الاستثمار وعلاقات الأطراف والإدارة. وعادة لا تخضع الشركات أو الأصول الخاصة للوائح الكشف عن المعلومات التي يجب أن تلتزم بها الشركات المدرجة بشكل عام ، مما يمنح مديري الاستثمار الفرصة للوصول إلى المعلومات غير المتاحة في المجال العام والتصرف بناءً عليها. حيث غالباً ما تتطلب الاستثمارات في الأسواق الخاصة أيضاً إدارة الأصول بنشاط ، ولعب دور مادي في تنمية الأصول وإضافة قيمة كبيرة خلال فترة الاستثمار. تمتلك شركات إدارة الاستثمار متخصصين في الاستثمار دورهم وضع الرؤى والاستراتيجيات للاستفادة من عدم التناسق المعلوماتي في الأسواق الخاصة ولديهم مجموعة المهارات اللازمة للحصول على الأصول طويلة الأجل وتحليلها وتنفيذها وإدارتها ، ولهذه الأسباب فإن العديد

⁽⁵⁸⁾United Nations :“ World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge”, New York, July 2008.

⁽⁵⁹⁾TIAA-CREF :” Investing in Agriculture. TIAA-CREF Private Markets Asset Management” , 2012

⁽⁶⁰⁾Rajiv Sharma : “SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS” , Op.Cit, p9.

من الصناديق السيادية التي ليس لديها قدرة كافية على الإدارة والموارد ، قد استفادت من خدمات مديري الاستثمار والاستشاريين للقيام بالاستثمارات في الأسواق الخاصة والتي عادة ما تكون العوائد المتوقعة منها أعلى بكثير من الاستثمارات الأخرى^(٦١).

وتشير إحدى الدراسات الاقتصادية إلى أن صناديق الاستثمار السيادية في الاقتصادات المتقدمة قد زادت من مخصصاتها للأصول البديلة - بما فيها صناديق التحوط- من ٨٪ في عام ١٩٩٠ إلى أكثر من ١٥٪ في عام ٢٠١١. وأن الصناديق السيادية قامت عن طريق المستثمرين المؤسسيين بتنوع استثماراتها في الأسهم العامة دولياً ، واستثمار نسبة مئوية أعلى من إجمالي أصولهم في فئات أصول متعددة الأنشطة في نفس الوقت . وقد نمت الأصول التي تديرها صناديق الثروة السيادية بنحو ٤٠٠ مليار دولار - ٥٠٠ مليار دولار في السنة ، و للحفاظ على أوزانها الحالية ، سيتعين على هذه الصناديق تخصيص حوالي ١٥٠ مليار دولار إلى ٢٠٠ مليار دولار سنوياً للاستثمارات البديلة^(٦٢).

وتشير بعض الدراسات إلى أن صناديق الثروة السيادية تستثمر في الغالب في الشركات الكبيرة المربحة والتي تقع عادة في الدول التي تتسم بوجود أنظمة وقوانين توفر حماية عالية للمستثمرين وحوكمة قوية للشركات ، وأن صناديق الثروة السيادية تستثمر أكثر في الدول التي تتمتع بدرجة عالية من التنمية الاقتصادية ، وأسواق مالية أكبر وأكثر سيولة ، ومؤسسات تقدم حماية أفضل للحقوق القانونية ، وبيئة اقتصادية كلية أكثر استقراراً ، بالإضافة إلى ذلك ، فإنهم يميلون إلى عدم الاستثمار بكثافة في الشركات في صناعات التكنولوجيا الفائقة أو تلك التي تعمل في مجالات تتطلب بحثاً وتطويراً مكثفاً^(٦٣).

ولكن في المقابل ذهبت دراسة أخرى إلى أن صناديق الثروة السيادية تعتمد في كثير من الأحيان إلى الدخول في سلوك استثماري معاكس، أي زيادة عمليات الاستحواذ في الدول التي توجد فيها الأزمات وكذلك الشركات التي تواجه صعوبات مالية^(٦٤).

ووجدت دراسة أخرى أجريت على نحو ٩٤٠٠ استثماراً تم بواسطة ٣٢ صندوقاً استثمارياً خلال الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٣ أن أكثر القطاعات التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية هي القطاعات المالية والعقارية بسبب السيولة الكبيرة ، وقطاع الطاقة لأهميته الاستراتيجية^(٦٥).

ونخلص مما سبق إلى أن استثمارات صناديق الثروة السيادية على مستوى العالم غير متجانسة وبينها تباين كبير وأن هذا الأمر يرجع في رأينا إلى اختلاف الأهداف التي أنشأ من أجلها كل صندوق ، فضلاً عن اختلاف القواعد التنظيمية لكل منها وطرق الإدارة .

⁽⁶¹⁾See for example: - Georg Inderst "Pension Fund Investment in Infrastructure", OECD Working Papers, No. 32, January 2009 , pp. 3-45. - ROBERT S. HARRIS,TIM JENKINSON,STEVEN N. KAPLAN : "Private Equity Performance: What Do We Know?", The Journal of Finance , VOL 69 , Issue 5 , October 2014 , pp. 1851-1882.

⁽⁶²⁾Rajiv Sharma : "SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS" , Op.Cit, p10.

⁽⁶³⁾Nuno Fernandes : "Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World", Working Paper, August 2009, International Institute for Management Development , PP 1-30.

⁽⁶⁴⁾Jason Kotter and Ugur Lel : " Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets", International Finance Discussion Papers, No. 940, August 2008 , Board of Governors of the Federal Reserve System, PP1-31.

⁽⁶⁵⁾Amin Mohseni Cheraghlou : "Patterns and Trends in Sovereign Wealth Fund Investments: A Post-Crisis Descriptive Analysis" , Iranian Economic Review, VOL21, 2017 , PP725 – 760.

الفرع الثالث: الاستثمار النشط لصناديق الثروة السيادية

دأبت معظم الدراسات الاقتصادية على وصف غالبية استثمارات صناديق الثروة السيادية بأنها استثمارات سلبية وليست نشطة ، وذلك لأنها تستثمر على المدى الطويل وتتبنى استراتيجية الشراء والاحتفاظ . وكما هو معلوم في الاستثمار السلبي يحد المستثمرون من كمية الشراء والبيع داخل محافظهم ، مما يجعل هذه طريقة فعالة من حيث التكلفة للاستثمار. ونطاق تحقيق أهداف التنمية المستدامة التي يمكن الوصول إليها عبر الأسواق العامة ضيق نسبيًا ، والتأثيرات التي يمكن أن تحدثها الصناديق السيادية من خلال هذا النموذج من الاستثمار منخفضة ولن تكون على النحو المطلوب.

و الاستثمار النشط أو المباشر هو الإستراتيجية الأكثر استخداماً لموارد الصندوق وأيضاً ذات التأثير الأكبر للوصول إلى أهداف التنمية المستدامة من قبل صناديق الثروة السيادية. ولذا فقد كان اللجوء إلى استخدام هذه الاستراتيجية محدوداً باعتبار أن آثارها وجني ثمارها سيأخذ وقتاً طويلاً ، و غالباً ما تنطوي الاستثمارات المباشرة أو النشطة أيضاً على مخاطر إضافية لأن القدرة على التنوع أقل بكثير من خلال الاستثمار المباشر. ويتطلب الاستثمار النشط ملكية حصة كبيرة أو حصة مسيطرة من شركة أو أصل مستهدف أو ملكية كاملة من أجل التأثير أو توجيهه تبني ممارسات أو مبادرات جديدة من شأنها تعزيز هدف معين من أهداف التنمية المستدامة .

ولذا يعبر البعض^(٦٦) عن هذا الاستثمار باستخدام مصطلح «الاستثمار التمكيني» “Enabling Investment” لوصف شكل من أشكال الاستثمار الذي يمكن أن يعزز بعض أهداف التنمية المستدامة و يُسلط الضوء على إمكانية قيام صناديق الثروة السيادية بالشراكة مع مؤسسات أو حكومات في تمويل البرامج أو المبادرات التي تمكن من تعزيز أهداف التنمية المستدامة. مثل دعم عمليات الانتقال إلى التصنيع باستخدام الطاقة النظيفة أو تقليل التأثيرات البيئية ولذا تدخل هذه الاستثمارات للصناديق ضمن الفئة الفرعية من الاستثمار النشط.

وما تجدر الإشارة إليه هنا أن معرفة كيفية تحقيق أهداف التنمية المستدامة من خلال استثمارات صناديق الثروة السيادية هو أمر بالغ الصعوبة ومختلف في الوسيلة التي يمكن من خلالها قياس ذلك . ولذا فقد دأبت معظم الصناديق على وضع عدة مؤشرات أو مقاييس يمكن من خلالها التوصل إلى معرفة مدى تحقيق الاستثمارات لأهداف التنمية المستدامة . ونحاول من خلال السطور التالية التعرض لتلك المؤشرات بالشرح والتحليل^(٦٧) :

١- تتبّع المحفظة الاستثمارية للصندوق:

يعد تتبع المحفظة الاستثمارية للصندوق الطريقة الأكثر شيوعاً التي تتبعها الصناديق السيادية أو مديري الصناديق للتعريف بمدى تحقيقهم للأهداف في الأسواق العامة. وبمقتضى هذه الطريقة تقوم صناديق الثروة السيادية ومديرو الصناديق بفهرسة كل استثمار من استثماراتهم ومدى تحقيقه لأهداف التنمية المستدامة ، ثم يقدمون محاسبة شاملة لكل هدف من أهداف التنمية المستدامة ووزنه في محافظتهم. يتم اعتبار الاستثمارات أنها تعزز أهداف التنمية المستدامة ، مع وصول بعض الاستثمارات إلى العديد من أهداف التنمية المستدامة اعتماداً على طبيعة الشركة أو الأصل. و يتم أيضاً استخدام وضع علامات على الاستثمارات في قطاعات صناعية معينة على أنها تؤثر على تحقيق أهداف التنمية المستدامة بشكل إيجابي أو سلبي.

⁽⁶⁶⁾Rajiv Sharma: “SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS”, Op.Cit, PP12-13.

⁽⁶⁷⁾Ibid , P13.

ولاشك أن استخدام هذه الطريقة يتسم بالسهولة فضلاً عن فائدته الواضحة في تقييم أداء استثمارات الصندوق ومدى إسهامها في تعزيز أهداف التنمية المستدامة ، ولكنها في ذات الوقت لا يمكن استخدامها في قياس كل أهداف التنمية المستدامة ، فضلاً عن أن عملية وضع علامات على الاستثمارات تتضمن بعض الفروق الدقيقة الذاتية من جانب موظفي هذه الصناديق . و بالإضافة إلى ذلك ، تؤثر العديد من المؤسسات العاملة على العديد من أهداف التنمية المستدامة لا يتم تمثيلها بسهولة من خلال مقياس بسيط لوضع العلامات.

٢- نشر نتائج الاستثمارات الفعلية

تتجه بعض صناديق الثروة السيادية إلى قياس تأثير محافظها الاستثمارية بشكل مباشر على تعزيز أهداف التنمية المستدامة من خلال نشر نتائج التشغيل الفعلية. وتعتبر هذه الطريقة من الطرق الحديثة المستخدمة والتي تختلف بشكل كبير بين صناديق الاستثمار. وغالباً ما تتطلب هذه الطريقة المزيد من البيانات التي تساعد في تكوين صورة مجمعة لطبيعة الاستثمارات وآثارها. على الرغم من عدم وجود معيار مقبول عالمياً لقياس جميع أهداف التنمية المستدامة بشكل إجمالي ، فقد تم استخدام العديد من المبادرات لتجميع المعلومات المتعلقة ببعض أهداف التنمية المستدامة المحددة مثل البيانات المتعلقة بتوفر البنية التحتية، و تمكّن هذه الأداة أيضاً صناديق الاستثمار المختلفة من مقارنة الممارسات مع غيرهم من المؤسسات الاستثمارية الأخرى.

يمكن أن تعطي هذه التقييمات التشغيلية الأكثر دقة للمستثمرين صورة أوضح عن تعرضهم لأهداف محددة من أهداف التنمية المستدامة ، لكنها بطبيعتها الحال أكثر توافقاً مع نفس أهداف التنمية المستدامة التي يكون فيها الاستثمار والقياس أسهل. فمثلاً قياسات التأثير على الصناعة والنمو الاقتصادي والطاقة النظيفة و المناخ تعد البيانات بالنسبة لها متاحة بسهولة ، بينما تفتقر أهداف التنمية المستدامة الأخرى مثل السلام والعدالة إلى نظام قياس متاح بسهولة يمكن تطبيقه على الشركات أو الأصول. ويؤخذ أيضاً على هذا المؤشر أنه وإن كان يمكن تصنيف أهداف التنمية المستدامة الأخرى مثل الحد من الفقر أو الصحة والرفاهية بسهولة على استثمار معين إلا أنه من الصعب قياس الآثار التشغيلية لهذا الاستثمار على أهداف التنمية المستدامة تلك بشكل واضح.

الفرع الخامس: أهداف التنمية المستدامة واستثمارات صناديق الثروة السيادية

لما كانت استثمارات الصناديق السيادية متعددة ومتنوعة وغير متجانسة إلى حد كبير فإن تتبع مدى إمكانية ترجمة أهداف التنمية المستدامة إلى استثمارات يعد من الأهمية بمكان . ونحاول من خلال السطور القادمة استعراض أهم أهداف التنمية المستدامة ومدى إمكانية تحويلها إلى استثمارات تسهم في تحقيقها ، وذلك على النحو التالي^(٦٨) :

١- أهداف التنمية المستدامة للاقتصاد الحقيقي

أهداف التنمية المستدامة هذه قابلة للاستثمار بسهولة من قبل صناديق الثروة السيادية ، ومن المحتمل أن يكون هدف التنمية المستدامة المتعلق بالنمو الاقتصادي مكوناً من جميع المحافظ الاستثمارية تقريباً ، ويمكن الوصول إلى أهداف التنمية المستدامة المتمثلة في الاستهلاك والإنتاج والصحة من خلال أي تخصيص تقريباً للرعاية الصحية أو التصنيع والمنتجات الاستهلاكية.

⁽⁶⁸⁾Rajiv Sharma: "SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS", Op.Cit, PP15-16.

ويمكن تصور الاستدامة في هذه الجزئية بعدة طرق : فيمكن أن تشير إلى التنمية الاقتصادية التي توفر عدداً من فرص العمل للشباب . و يمكن أن تشير أيضاً إلى نوع التنمية الذي يربط بين الاعتماد على الموارد والاستغلال الصناعي للموارد . ويمكن أن تشير أخيراً إلى التنمية الاقتصادية التي تحافظ على البيئة المحلية و حياة السكان الأصليين وهذه الاستراتيجية يتبناها الصندوق السيادي في البرازيل (بنك التنمية البرازيلي) . و بالنسبة لدول الخليج غالباً ما تنطوي التنمية الاقتصادية المستدامة على استثمار طويل الأجل في مصادر بديلة للطاقة. وفي روسيا تتم صياغة استراتيجية الاستثمار من حيث تسهيل الاستثمار الأجنبي المباشر في الموارد الروسية من خلال صفقات الاستثمار المشترك مع كبار المستثمرين العالميين. ولذا ترتبط إدارة تصميم المؤسسات الاستثمارية الاستراتيجية عالية الأداء وإدارة الصندوق ارتباطاً وثيقاً باستراتيجيته الاستثمارية وإدارة المشاريع الاستثمارية مع الشركاء الأجانب⁽⁶⁹⁾.

٢- أهداف التنمية المستدامة المناخية

من الصعب الوصول إلى أهداف التنمية المستدامة التي تركز على تغير المناخ والحفاظ على البيئة باعتبارها استثمارات يصعب قياسها ولكن نهج المحفظة - السابق الإشارة إليه - يمكن استخدامه لقياس مدى تحقيق هذه الاستثمارات لهذه الأهداف. و على سبيل المثال تؤثر الاستثمارات في شركات الزراعة المستدامة أو الطاقة النظيفة والبنية التحتية على تغير المناخ والبيئة. يُشار أيضاً إلى تأثير المحفظة الاستثمارية على أهداف التنمية المستدامة المتعلقة بالمناخ بشكل أفضل من خلال السمات المميزة للاستثمارات وليس الاستثمارات ذاتها. فمثلاً الاستثمارات العقارية للصندوق لا تعزز في حد ذاتها أهداف التنمية المستدامة للمناخ ، ولكن المحفظة التي تتطلب من جميع ممتلكاتها الحصول على شهادة منخفضة الطاقة أو التي تقدم تقارير عن ممارسات الطاقة لأصولها يمكن أن تعزز بشكل مبرر أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة بشأن المناخ.

وما تجدر الإشارة إليه أنه تم تشكيل شركة Aligned Intermediary كشركة استشارية عالمية للاستثمار للمساعدة في توجيه رأس المال طويل الأجل إلى البنية التحتية المناخية. و تتمثل الوظيفة الأساسية لهذه الشركة في الحصول على مصادر وتقنيات وشركات نظيفة وخضراء وفحصها واجتيازها وتنظيمها ومراقبتها بغرض ربطها بالمستثمرين على المدى الطويل. و تتطلب صناعة البنية التحتية المناخية تطوير منتجات مالية جديدة ونماذج أعمال وقياسات ، من أجل زيادة الاستثمارات المطلوبة على مدى السنوات القادمة ، وهذا ما بدأ الذكاء الاصطناعي في القيام به. ومع ذلك ، قد يكون إجراء استثمارات مباشرة في شركات الطاقة النظيفة أمراً صعباً للغاية بسبب المعرفة المحددة ومجموعة المهارات المتطورة المطلوبة ، والتي لا تمتلكها حتى بعض أكبر صناديق الثروة السيادية⁽⁷⁰⁾.

٣- أهداف التنمية المستدامة الاجتماعية

لا تُترجم العديد من أهداف التنمية المستدامة للتنمية الاجتماعية بسهولة إلى فرص استثمارية. ولا يمكن إنكار أن بعض الاستثمارات قد توفر فرص لتوفير تعليم منخفض التكاليف لعدد كبير من المستهدفين أو الحد من الفقر وهو ما يمكن أن يكون فرصة لإحداث تأثير اجتماعي من خلال الاستثمار. و يمكن أيضاً الوصول

⁽⁶⁹⁾Peter B. Clark and Ashby H.B. Monk»Sovereign Development Funds: Designing High-Performance, Strategic Investment Institutions« , September 30, 2015, Op.Cit , PP 7-8.

⁽⁷⁰⁾Rajiv Sharma: "SOVEREIGN WEALTH FUNDS INVESTMENT IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT SECTORS", Op.Cit, P19.

إلى أهداف التنمية المستدامة هذه بشكل عام من قبل صناديق الثروة السيادية التي لديها تفويض بالتنمية الاقتصادية في الاقتصادات الناشئة حيث تستهدف هذه الاستثمارات بشكل طبيعي الحد من الفقر وعدم المساواة والعدالة الاجتماعية وتوفير التعليم الجيد.

٤- أهداف التنمية المستدامة للبنية التحتية

تعتبر هذه المجموعة النهائية من أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة و هي الأهداف التي تسعى بعض صناديق الثروة السيادية إلى تحقيقها وإن كانت فرص الاستثمار المتاحة بسهولة نادرة ، لكن الأموال الموجهة وبرامج الاستثمار المباشر يمكن أن تجعل أهداف التنمية المستدامة هذه متاحة للصناديق السيادية.

توجد أمثلة مبتكرة لصناديق الثروة السيادية التي تنشئ برامج استثمار مباشر تستهدف التنمية المستدامة والمدن التي تعزز أهداف التنمية المستدامة للبنية التحتية المستدامة وتولد عوائد استثمارية. و هناك تداخل بين أهداف التنمية المستدامة هذه بشكل كبير مع السياسة الحكومية ، مما يخلق إمكانية لإنشاء برامج تعاونية بين صناديق الثروة السيادية والحكومات لخلق فرص الاستثمار لدعم أهداف التنمية المستدامة وتحقيق عوائد مالية من هذه الاستثمارات وفقاً لدرجة المخاطرة المرتبطة بها وقابليتها للحكومة .

وما تجدر الإشارة إليه هنا أن الأزمة المالية العالمية والتباطؤ الاقتصادي الذي أعقبها أدت إلى تقليل ثقة المستثمرين - ومنهم الصناديق السيادية- في المنتجات المالية التقليدية . وقد دفعت هذه المخاوف المستثمرين على المدى الطويل إلى التفكير في استراتيجياتهم الاستثمارية وإعادة النظر فيها .ولذا بدأ هؤلاء المستثمرون تركيز جهودهم و توجيه مؤسساتهم نحو الأسواق الخاصة والناشئة ، سواء عن طريق الاستثمار غير المباشر عبر شراء الأسهم والسندات في البورصة وإما عن طريق الاستثمار المباشر في بعض الأحيان . ومن هنا ظهر مصطلح جديد وهو صناديق التنمية السيادية Sovereign Development Funds.

و صناديق التنمية السيادية هي صناديق استثمار ترعاها وتمتلكها الدولة و تجمع بين هدف الأداء المالي وبين تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية بما فيها تحقيق التنمية المستدامة . و يتم إنشاء معظم صناديق التنمية السيادية في الدول التي لديها مستهدفات تنمية اقتصادية أوسع ، وذلك على عكس الكثير من الدول الغربية المتقدمة حيث يكون دور الحكومة محدوداً ، ودور هذه الصناديق أقرب إلى تنفيذ تدابير قصيرة الأجل تتفق مع المفاهيم الاقتصادية الليبرالية.

والذي يميز صناديق التنمية السيادية على الأنواع الأخرى من المؤسسات المالية هي أنها يمكن أن تكون لديها معرفة بالفرص المحلية للاستثمار ، ولديها القدرة على الوصول إلى العديد من الفرص والعلاقات مع المستثمرين الآخرين .

وصناديق التنمية السيادية أصبحت الآن منشئة للثروة بدلاً من كونها فقط مجمعات للثروة . ويمكن أن ندلل على ذلك مثلاً بصندوق التنمية السيادي في سنغافورة Temasek والذي يجمع بين الالتزام بتكوين الثروة بدلاً من الحفاظ على الثروة مع الهدف الواضح المتمثل في تعميق الميزة التنافسية لسنغافورة في الاقتصاد الدولي ، وهو ما يؤدي إلى تحقيق أهداف الحكومة المتمثلة في الحفاظ على نمو الدخل الحقيقي لسكان الدولة. وأيضاً صندوق الاستثمار المباشر الروسي ، والذي يؤكد على تعظيم معدل العائد مع تحديث الاقتصاد الروسي.

وهذا يعني أن هذه الصناديق من المرجح أن تساعد في تحفيز المؤسسات أو المشاريع الجديدة وتشجيعها على تبني فكرة التنمية المستدامة وهذا يعني أيضاً تمتعها بمزيد من المرونة في الأداء والتنفيذ فضلاً عن تبنيها استراتيجيات مبتكرة ومربحة . ومع ذلك ، يجب أن تفتقر هذه المرونة بحوكمة وإدارة قوية^(٧١).

ونخلص من خلال هذا المطلب إلى أن الاستثمارات التي تقوم بها الصناديق السيادية منها ما يكون طويل الأجل ويخدم أهداف التنمية المستدامة ومنها غير ذلك وأن الأمر يرجع إلى وجود عدة قيود تواجه الاستثمارات طويلة الأجل . فضلاً عن أن قياس أهداف التنمية المستدامة أو إمكانية ترجمتها إلى استثمارات هو أمر تكتفه عدة صعوبات - مثل الأهداف المتعلقة بالقضاء على الفقر والجوع والحد من التفاوت وتحقيق الرفاهية والمساواة وتحقيق السلام - الأمر الذي يقتضي مزيداً من الجهد لتبسيط هذه الأهداف ووضع مؤشرات ومقاييس يمكن استخدامها لمعرفة مدى تحقيق وتقديم الاستثمارات فيها .

المطلب الثالث: المبادئ الحاكمة لعمل صناديق الثروة السيادية (مبادئ سانتياجو)

تمهيد وتقسيم

مبادئ سانتياجو هي عبارة عن إجراءات ومعايير موحدة تتعلق بطبيعة عمل وأهداف صناديق الثروة السيادية ، وتحدد إطار ومتطلبات الشفافية والمساءلة والحوكمة والإفصاح وإدارة المخاطر المتعلقة بعمل هذه الصناديق.

وسميت بمبادئ سانتياجو نسبة إلى المدينة التي عقدت فيها الاجتماعات في دولة تشيلي برعاية صندوق النقد الدولي والتي انبثقت عنها هذه المبادئ . وشملت هذه المبادئ ثلاثة مجالات هي :

- الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسة الاقتصادية الكلية.
- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة .
- الاستثمار وإدارة المخاطر .

أهداف مبادئ سانتياغو:^(٧٢)

- المساعدة في الحفاظ على نظام مالي عالمي مستقر وحرية حركة رأس المال والاستثمار.
- الامتثال لجميع المتطلبات التنظيمية والمتطلبات الإفصاحية المعمول بها في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية.
- التأكد من أن صناديق الثروة السيادية تستثمر على أساس المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد.
- التأكد من أن صناديق الثروة السيادية قد وضعت هيكل حوكمة شفاف وسليم يضمن الضوابط التشغيلية وإدارة المخاطر والمساءلة الكافية.

والهدف الأساسي من صياغة هذه المبادئ هو التأكيد على أن عمل هذه الصناديق قائم على الاعتبارات التجارية والمالية دون تدخل من الاعتبارات السياسية في نطاق عملها. ولاستعراض هذا الموضوع بالتفصيل

⁽⁷¹⁾Peter B. Clark and Ashby H.B. Monk «Sovereign Development Funds: Designing High-Performance, Strategic Investment Institutions» , September 30, 2015, Op.Cit , PP 2-8.

⁽⁷²⁾<https://www.ithmar.gov.ma/ar/%D9%85%D8%A8%D8%A7%D8%AF%D8%A6-%D8%B3%D8%A7%D9%86%D8%AA%D9%8A%D8%A7%D8%BA%D9%88/>

المناسب تم تقسيم هذا المطلب على النحو التالي:

- الفرع الأول: المخاطر السياسية في إدارة صناديق الثروة السيادية.
- الفرع الثاني: محددات الشفافية والحوكمة في عمل صناديق الثروة السيادية وفقاً لمبادئ سانتياجو .

الفرع الأول: المخاطر السياسية في إدارة صناديق الثروة السيادية

يذهب البعض إلى القول بأنه من خلال استعراض بعض التجارب الدولية نجد أن بعض الدول قد فشلت في إدارة الفوائض النقدية التي تكونت لديها نتيجة الطفرة التي طرأت على أسعار الموارد الطبيعية التي تمتلكها هذه الدول . ومن هذه الدول النرويج مثلاً إذ تكونت لديها ثروات طائلة نتيجة الطفرة التي حدثت في أسعار البترول خلال السبعينات والثمانينات من القرن الماضي حيث تم استخدام معظم هذه الفوائض في الإنفاق الفوري سواء على المرافق والبنى التحتية كالطرق والكباري والجسور وأيضاً في إقرار حد أدنى للأجور مرتفع للغاية وكذلك تدعيم بعض الصناعات التي كانت في طريقها للاحتضار كصناعة السفن مما أضر من احتضارها ولكنه لم يقض عليه^(٧٣).

ولكن هذا الرأي مشوب بالغلو لأن النرويج تعد من أكبر الدول حالياً التي تمتلك صناديق سيادية ذات أصول مرتفعة ، فضلاً عن أن الاستثمار في البنى التحتية والتعليم هو في حد ذاته استثمار طويل الأجل وانعكس بالفعل على معيشة السكان وتحقيق الرفاهية وهذا هو هدف أي نظام اقتصادي .

وقد أثرت العديد من الانتقادات جراء شراء صناديق الثروة السيادية الروسية لخطوط الأنابيب والبنية التحتية للطاقة في أوروبا ، واندفاع المناقشات بشأن صناديق الثروة السيادية في الكونجرس الأمريكي. وتضمنت الانتقادات والتخوفات مايلي^(٧٤):

- إمكانية استخدام هذه الصناديق لتحقيق أغراض السياسية والحصول على حصص في الصناعات الاستراتيجية .
- احتمالية انخفاض في الطلب على سندات الخزنة .
- مخاطر زيادة تقلبات الأسواق المالية.
- احتمالية أن تكون صناديق الثروة السيادية لها تأثير ضار على حوكمة الشركات بسبب الدوافع السياسية أو الافتقار إلى التطور .
- خطر ظهور شكل جديد من الحماية المالية كرد فعل على صناديق الثروة السيادية.
- نقص الشفافية من قبل صناديق الثروة السيادية .
- أموال هذه الصناديق كأموال مملوكة للدولة ستجعل القائمين على تلك الصناديق لا يتصرفوا كمستثمرين ذوي عقلية تجارية بحتة ، باحثين فقط أعلى عائد مالي ممكن ، ولكن سيتم إجبارهم بدلاً من ذلك على الاستثمار بشكل استراتيجي من قبل البلد الأم و الحكومات التي تسعى إلى التأثير السياسي أو الوصول إلى التكنولوجيا الأجنبية.

⁽⁷³⁾Shai Bernstein, Josh Lerner, and Antoinette Schoar : “The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds” , Journal of Economic Perspectives, Op.Cit,P 222.

⁽⁷⁴⁾Bernardo Bortolotti , Veljko Fotak and William L. Megginson : “ The rise of sovereign wealth funds....” , OP.CIT , P9.

و نظراً لأن صناديق الثروة السيادية هي كيانات كبيرة مملوكة للدولة تستثمر بنشاط في الأصول العالمية ، فإنها تخلق احتكاكاً بين رأسمالية السوق ورأسمالية الدولة، وذلك لأن رأسمالية السوق تهتم بتعظيم عوائد الاستثمار بينما تركز رأسمالية الدولة على تعظيم قيمة اقتصاد الدولة ككل^(٧٥). و تثير سياسات الاستثمار التوسعية والافتقار إلى الشفافية شكوكاً حول الدوافع الكامنة وراء استثماراتها ومساهماتها المحتملة في الاضطراب الاقتصادي أو المالي أو السياسي ، ولذا تم اقتراح وضع معايير يمكن من خلالها معرفة مدى الشفافية والحوكمة في أداء تلك الصناديق وتعتمد هذه المعايير على ٣٣ عنصراً من أربع فئات وهي : الهيكل ، والحوكمة ، والمساءلة والشفافية ، وسلوك الصندوق ، وأن أنشطة الاستثمار الدولية للحكومات قد توسعت بشكل كبير ، و هناك حاجة إلى معيار متفق عليه دولياً لتوجيه إدارة الحكومات لاستثماراتها عبر الحدود^(٧٦).

وقد أثرت العديد من المخاوف حول إمكانية استخدام صناديق الاستثمار المملوكة للدولة كأدوات سياسية تضمن تحقيق مصالح الدولة مثل تمويل السياسات الصناعية و التجارية أو المساعدة في الوصول إلى الموارد الطبيعية والبنية التحتية الحيوية وذلك على عكس المستثمر العادي والمقيد عادة بدافع الربح^(٧٧). ولذا لم يُنظر إلى الصناديق السيادية على أنها مؤسسات مالية تسعى إلى تحقيق أهداف تجارية بحتة وعائدات مالية بل تم النظر إليها من منظور مختلف تماماً عند مقارنتها بالمؤسسات الأخرى مثل صناديق التقاعد العامة^(٧٨) على الرغم من أن ملكيتها ترجع للدولة .

وقد اعتبر البعض صناديق الثروة السيادية تهديداً لرأسمالية السوق الحرة الليبرالية مع إمكانية تقويض الكفاءة الوظيفية للأسواق حيث إن الوجود المتزايد لصناديق الثروة السيادية - الذي تزامن على وجه الخصوص مع صعود الصين إلى مكانة بارزة في الاقتصاد العالمي والقلق العام الذي خلقه هذا للقوى الغربية - كان بالتالي مسألة تتعلق بالأمن القومي^(٧٩).

ويمكن أن نضرب مثلاً لما حدث مع شركة موانئ دبي العالمية -والمملوكة لحكومة الإمارات العربية المتحدة وتعد الذراع الاستثمارية لحكومة إمارة دبي - في عام ٢٠٠٦ ، اشترت موانئ دبي العالمية شركة Peninsular and Oriental Steam Navigation ومقرها المملكة المتحدة ، والتي لديها عقود لتشغيل عدد من الموانئ الأمريكية ، لكنها لم تمتلك الموانئ نفسها . وقد أثار العديد من أعضاء الكونجرس الأمريكي مخاوف بشأن تداعيات الصفقة على الأمن القومي لأن موانئ دبي العالمية كانت شركة مملوكة لدولة من دول الشرق الأوسط . وبعبارة أخرى يمكن القول إن موانئ دبي العالمية وقعت ضحية الخطاب السياسي «للحرب على الإرهاب» وانعدام الثقة القائم على كراهية الأجانب. ونتيجة لهذا الأمر تخلت موانئ دبي عن اتمام الصفقة^(٨٠).

⁽⁷⁵⁾Ronald J. Gilson, and Curtis J. Milhaupt 'Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism', Stanford Law Review , VOL 60 , p 1346.

⁽⁷⁶⁾Edwin M. Truman : "Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability Explored", Wake Forest Law Review , 2017 Spring Symposium: "The Future of Sovereign Wealth Funds".

⁽⁷⁷⁾Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt:" Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism", STANFORD LAW REVIEW ,Vol. 60:1345,2008 ,PP 1361-1362.

⁽⁷⁸⁾Larry Catá Backer : "Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience", Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009 , PP24-33.

⁽⁷⁹⁾Edwin M. Truman : "Sovereign Wealth Funds: Threats or Salvation?", Peterson Institute for International Economics , Washington, DC , 2010 , PP 40-45.

⁽⁸⁰⁾Adam D. Dixon : "Enhancing the Transparency Dialogue in the "Santiago Principles" for Sovereign Wealth Funds", Seattle University Law Review , Vol. 37 , 2014 , P582.

وقد أدت الأزمة المالية العالمية إلى قيام الحكومات الغربية بالترحيب باستثمارات صناديق الثروة السيادية كطريقة لمحاولة انقاذ الأسواق المنهارة ولتوفير مجموعة من المبادئ الطوعية التي من شأنها أن تضمن التزام صناديق الثروة السيادية في الاستثمارات التي تقوم بها .

وهذا لا يعني أن الصناديق السيادية لا تُستخدم لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية التي تهدف إلى تحقيق مصلحة الدولة والاقتصاد الوطني. فمثلاً يتم استخدام العديد من صناديق الثروة السيادية من دول الخليج بشكل نشط لتعزيز التنمية الصناعية لاقتصاداتها بما يحقق فكرة التنوع الاقتصادي وعدم الاعتماد فقط على استخراج الموارد الطبيعية (النفط والغاز الطبيعي) . ولكن لا تزال أنشطة بعض الدول ، وبصفة خاصة الصين ، مصدر قلق في الدول الغربية .

والقلق الناتج هنا ليس من تصرفات مؤسسة الاستثمار الصينية أو صناديقها السيادية الأخرى ، بل التوسع الدولي للمؤسسات المملوكة للدولة هو ما يثير الشكوك على الرغم من أن معظم الدراسات الاقتصادية التي تمت أكدت أن الاستثمارات التي تقوم بها الشركات الصينية والمملوكة في الغالب للحكومة تسعى وراء الفرص التجارية في مختلف الدول الغنية بالمصادر بنفس الطريقة التي فعلت بها الشركات الغربية متعددة الجنسيات في الخارج وما زالت تفعل ذلك . و تتجلى الدوافع التجارية من خلال استثمارات رأس المال المملوكة للدولة لتأمين إمدادات مستقرة وعالية الجودة من الموارد الطبيعية ، وعمليات الدمج والاستحواذ لاكتساب علامات تجارية وتكنولوجيا جديدة ، والوصول إلى أسواق جديدة وتصدير العلامات التجارية الصينية. علاوة على ذلك ، تشارك أطراف خارجية متعددة في الشركات المملوكة للدولة الصينية اتخاذ قرارات الاستثمار في الخارج ، بما في ذلك الاستشاريين المحليين ، وشركاء الشركات ، والممولين بحيث لا يمكن اتخاذ القرارات من قبل جهة حكومية بصورة منفردة . و تشير الإحصاءات إلى أن المستثمرين الصينيين يعتمدون بشكل كبير على المواهب المحلية لإدارة الشركات المستحوذ عليها . مما يعني أن معظم هذه الشكوك عادة ما تكون نتيجة الشحن السياسي والجشع^(٨١) .

وما تجدر الإشارة إليه هنا أن مؤسسة الاستثمار الصينية CIC تم تأسيسها عام ٢٠٠٧ وأصبحت شركة مسجلة تأسست بموجب قانون الشركات الصيني وتعمل في الغالب كمؤسسة تجارية وفقاً لمعايير الحوكمة الدولية ، وتقوم بإجراء استثمارات وفقاً للأهداف التجارية وتتبع مبدأ الشفافية في الغالب بشأن استثماراتها وعائداتها المالية . وقد حققت CIC مستوى شفافية مرتفع على مؤشر Linaburg-Maduell للشفافية حيث حصلت على ٨ من أصل ١٠ وهو ما يعد من بين أعلى المعدلات في العالم بالنسبة للصناديق السيادية . وتعمل أيضاً وفق المبادئ التي أقرها المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية . وقد ساهم عدد كبير من مسؤولي مؤسسة الاستثمار الصينية في كتابة مبادئ سانتياغو. وتشير الإحصائيات المتاحة أن مستوى استثمارات وقروض المؤسسات المالية الصينية في مشاريع مبادرة الحزام والطريق حوالي ١٠-٢٠ مليار دولار سنوياً . و يقع معظم الاستثمار الأجنبي المباشر المتجه إلى الخارج من مؤسسة الاستثمار الصينية CIC في البلدان الأكثر ثراءً في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية^(٨٢) .

⁽⁸¹⁾George Gilligan and Megan Bowman: "State Capital: Global and Australian Perspectives", Seattle University Law Review, Vol. 37 , 2014 , PP635-636.

⁽⁸²⁾Stephen Thomas and Ji Chen : "The Role of China's Sovereign Wealth Funds in President Xi Jinping's Ambitious Belt and Road Initiative", China's Belt and Road Initiative: Changing the Rules of Globalization , Edited by Wenxian Zhang, Ilan Alon, Christoph Lattemann , Palgrave Studies of Internationalization in Emerging Markets, , Springer International

وتذهب بعض الآراء إلى القول بضرورة تدخل التشريعات المنظمة لعملية الاستحواذ لكي تقر بأن الاستحواذات والحصص المكتسبة التي تتم عن طريق صناديق الثروة السيادية لا يكون لها حق التصويت وبالتالي لا تكون لها سيطرة كبيرة على مجريات الأمور والإدارة ولكن لها حق فقط في الأرباح وبالتالي نتفادى فكرة السيطرة على الأسواق وإمكانية استخدام تلك الصناديق كأدوات سياسية ، وأنه يجب النظر إلى هذه الاستثمارات باعتبارها مجرد وسيلة مختلفة لإعادة تدوير الفوائض التجارية من خلال سوق رأس المال، وأن هذا المصدر الجديد لاستثمارات الأسهم يوفر السيولة لأسواق الأسهم ويقلل من تكلفة حقوق الملكية للشركات الخاصة . ويضيف أصحاب هذا الرأي أنه على الرغم من اختلاف الآليات التنظيمية الداخلية ، إلا أن جميع الدول تقريباً لديها بالفعل تدابير حماية تنظيمية للوقاية من التهديدات التي تتعرض لها المصالح الوطنية والتي تتخذ شكل الاستحواذ بغرض السيطرة⁽⁸³⁾ . وإن كان هذا الرأي قوبل بمعارضة شديدة لأنه ببساطة ستقوم هذه الصناديق بسحب استثماراتها من المناطق الأكثر تقييداً إلى مناطق أخرى لا توجد بها مثل هذه القيود ، خاصة إذا أضفنا أن تلك الصناديق ساهمت بفعالية في تجاوز الأزمة المالية العالمية الأخيرة وما صاحب تلك الأزمة من تحول في إستراتيجيتهم الاستثمارية من الاستثمار في أدوات الدين العادية في المقام الأول إلى الاستثمار في الأسهم ذات المخاطر أو المكافآت الأعلى وهذا التحول في الإستراتيجية قد أثار مخاوف في الولايات المتحدة وأوروبا من أن هذه الصناديق - والتي تجد موطناً لها في الشرق الأوسط وآسيا - سوف تستخدم نفوذها الاقتصادي لتحقيق هدف سياسي وقد أدى هذا النوع من الخطابات إلى دعوة البعض إلى زيادة تنظيم صناديق الثروة السيادية . وأن الحل الأمثل في التعامل مع صناديق الثروة السيادية هي اتباع سياسة الانتظار *A policy of watchful waiting* وعدم التسرع في الأحكام المسبقة التي من شأنها التأثير سلباً على عملية الاستثمار ، وأنه حتى الآن عملت الصناديق السيادية كمستثمرين نموذجيين ، والمخاطرة التي قد تتصرف بها بشكل استراتيجي في المستقبل يتم الحد منها بشكل كبير من خلال الإجراءات الوقائية الحالية كتلك الموجودة في قوانين الأوراق المالية ومكافحة الاحتكار⁽⁸⁴⁾ .

وما تجدر الإشارة إليه هنا أنه لا يوجد إجماع عالمي على ما يشكل الشفافية فيما يتعلق بتشغيل صناديق الثروة السيادية ، وأن محاولة المنظمات الدولية أو الدول الغربية إكراه بعض الدول المالكة لهذه الصناديق على الإفصاح والشفافية قد يواجه معارضة شديدة وقد يؤدي لنتائج عكسية.

ولذا فإن وضع قواعد وإجراءات تدعم عمليات الشفافية والحوكمة في مجال عمل الصناديق السيادية من شأنه أن يبعد عنها - ولو جزئياً - شبهة استخدامها كأدور سياسية . ونحاول من خلال الفرع القادم إلقاء المزيد من الضوء حول هذا الموضوع.

الفرع الثاني: معايير الشفافية والحوكمة في عمل صناديق الثروة السيادية وفقاً لمبادئ سانتياجو

اجتهد جانب من الفقه في وضع مجموعة من المعايير أو المحددات التي يمكن من خلالها إدراك ومعرفة مدى الشفافية والحوكمة الموجودة لدى صناديق الثروة السيادية والتي أكدت عليها مبادئ سانتياجو ، ويمكن

Publishing , Switzerland 2018 , PP 292- 301.

⁽⁸³⁾Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt: "Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism", Op.Cit ,PP 1350-1352.

⁽⁸⁴⁾Richard A. Epstein and Amanda M. Rose : "The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow", The University of Chicago Law Review , VOL 76 ,2009 , PP 111- 114.

إجمالها على النحو التالي^(٨٥) :

أولاً الشفافية السياسية

ويقصد بالشفافية السياسية بيان القواعد والأهداف والتشريعات الحاكمة التي تقوم عليها عمليات الصندوق . و الطريقة الأساسية للإفصاح هي بيان المهمة ووصف الأسس التشريعية للصندوق. فمثلاً الأهداف يمكن أن يكون من هذه الأهداف الحفاظ على المدخرات القومية وحماية حقوق الأجيال القادمة ويمكن أيضاً أن تكون تحقيق التنوع الإقتصادي وعدم الاعتماد على مصدر واحد للتنمية كما هو الحال في الدول المعتمدة على الموارد الطبيعية كالنفط والغاز وبالتالي الحد من التقلبات الاقتصادية التي قد تحدث بعد نضوب هذه الموارد.

وأيضاً من عناصر الشفافية بيان الغرض المحدد من إنشاء الصندوق ، لأنه يضع الأساس لكيفية عمل الصندوق كمؤسسة استثمارية. فإن كان الغرض توفير احتياطي للدولة في حالة حدوث أزمة مالية فإن استثمارات هذا الصندوق تكون بشكل مختلف عن الصندوق المكلف بتسهيل عملية التنمية الاقتصادية أو الصندوق الذي يسعى إلى تحقيق عوائد سوقية على المدى الطويل. وبالتالي إذا ظهر أن صندوق الثروة السيادية يتعد عن الغرض والهدف المحدد ، فهذا من شأنه إثارة الشكوك حول الغرض الحقيقي للصندوق .

ومن العناصر الهامة التي تتعلق بالشفافية السياسية ضرورة توضيح العلاقة بين الصندوق والجهة المالكة. ويمكن أن تكون طريقة الإفصاح هنا وفقاً للتقارير والتمثيل الوزاري أو السياسي في مجلس الإدارة ومدى تدخل الجهة التنفيذية في عمل الصندوق أو بعبارة موجزة مدى توافر الاستقلالية للصندوق في مواجهة السلطة التنفيذية. لأن فهم هذه العلاقة مهم جداً لتحديد الغرض من صندوق الثروة السيادية. فمثلاً إذا أعلنت إحدى الدول استقلالية صندوق الثروة السيادية التي قامت بإنشائه ، ومع ذلك فإن درجات الفصل بين السلطة السياسية واتخاذ القرارات الاستثمارية اليومية تكاد تكون منعدمة ، فقد يكون لدى الطرف الخارجي المتشكك سبب للاشتباه في وجود دافع سياسي وراء انشاء هذا الصندوق يختلف عن الهدف المعلن.

وما تجدر الإشارة إليه أنه في معظم صناديق الثروة السيادية تقوم الحكومة بتعيين أعضاء مجلس الإدارة بشكل مباشر من قبل رئيس الوزراء كما في فيتنام أو من قبل رئيس الدولة مع وجود مزيج من المسؤولين الحكوميين وأعضاء مجلس الإدارة المستقلين. و لا يمكن للمديرين التنفيذيين للصندوق المطالبة بمكان في مجلس الإدارة. و تتكون المجالس بشكل روتيني من تسعة أعضاء ، تحاكي أفضل الممارسات في القطاع الخاص حول العالم . وفي بعض الحالات ، يكون مجلس الإدارة مسؤولاً أمام مكتب تدقيق حكومي كما هو الحال في البحرين ، أو يخضع لوكالة حكومية كما هو الحال مع مجلس الخدمات المالية في جنوب إفريقيا^(٨٦).

وما تجدر الإشارة إليه أن هذه الاستقلالية لا تعني أن الدولة المالكة تحجم عن وضع أهداف استثمارية أوسع أو ضمان التزام الصندوق بل إن المقصود هو أن يعمل الصندوق كأداة استثمارية بعيداً عن التدخلات والاعتبارات السياسية.

⁽⁸⁵⁾Adam D. Dixon: "Enhancing the Transparency Dialogue in the "Santiago Principles" for Sovereign Wealth Funds", Op.Cit, PP.587- 593.

⁽⁸⁶⁾Peter B. Clark and Ashby H.B. Monk «:Sovereign Development Funds: Designing High-Performance, Strategic Investment Institutions», OP.Cit, P5.

ثانياً الشفافية الإجرائية:

تشير الشفافية الإجرائية إلى كيفية اتخاذ القرارات داخل الصندوق و توضيح هيكل الحوكمة وعملية صنع القرار الاستثماري و كيفية اختيار أعضاء مجلس الإدارة و فترة العضوية ، وكيفية تفويض السلطة داخل الصندوق وخارجه ، اختيار المديرين الخارجيين ، تعيين الموظفين الداخليين.... وهكذا . إن فهم كيفية اختيار قيادة الصندوق وكيفية تفويض السلطة وكيفية اتخاذ القرارات يوفر رؤية واضحة عن السلوك الاستثماري للصندوق ومدى تدخل الاعتبارات السياسية فيه. فمثلاً إذا كان اختيار أعضاء مجلس الإدارة يقوم على أساس العلاقات السياسية والانتماء الحزبي أو القبلي وليس الخبرة الخاصة بالمجال فهنا من الصعب القول بالاستقلالية في عمل الصندوق ، حتى لو كان التدخل الحكومي غير موجود أو تم النص على الاستقلالية في التشريعات الحاكمة لعمل هذا الصندوق.

فمثلاً في بعض الحالات يكون العضو المنتدب هو مسؤول الصندوق المكلف بالإشراف على أنشطة كبار مسؤولي الصندوق الآخرين وتوجيهها ، بما في ذلك مديري الاستثمار وموظفي العمليات. ومن الأمثلة على ذلك صندوق التنمية السيادي الماليزي (Malaysia's Khazanah) حيث يشغل العضو المنتدب للصندوق مكاناً في مجلس الإدارة وهو مسؤول عن ١٨ مديراً تنفيذياً في مجموعة واسعة من المسؤوليات. ويقدم العضو المنتدب تقاريره مباشرة إلى مجلس الإدارة. وفي أغلب الحالات يرأس العضو المنتدب لجنة تنفيذية صغيرة للإدارة ، تكون مسؤولة عن الأنشطة اليومية للصندوق ، بما في ذلك صياغة وتنفيذ استراتيجية الاستثمار ، وإدارة فريق الاستثمار وفريقه. الشركاء الخارجيين ، واستدامة الخدمات التشغيلية للصندوق بما يتوافق مع أهدافه. ولذلك فإن الوضوح فيما يتعلق بمسؤوليات المجالس فيما يتعلق بكبار المديرين والسلطات المفوضة أمر ضروري للإدارة الجيدة للصندوق^(٨٧).

وهذا لا يعني أنه لا يمكن لممثلي الدولة أن يكونوا أعضاء في مجلس الإدارة بشرط وجود خبرة ووجود أعضاء خارجيين من ذوي الاختصاص . ولكن إذا كان مجلس الإدارة يفتقر إلى أعضاء يتمتعون بسلطة مستقلة وخبرة خاصة بمجال عمل الصندوق ، فقد يكون هذا الأمر مدعاة للقول بأن الصندوق لديه نوايا سياسية.

ثالثاً الشفافية التشغيلية

ويقصد بالشفافية التشغيلية الطريقة التي يتم بها تنفيذ استراتيجية الاستثمار . والهدف هنا هو وصف الطرق التي يسعى الصندوق من خلالها إلى وضع السياسات موضع التنفيذ ، مثل كيف يخطط الصندوق للوصول إلى الأسواق المالية ، وبعض الصناعات ، والمناطق الجغرافية. وبعبارة أخرى تتعلق الشفافية التشغيلية بتوضيح ما يفعله صندوق الثروة السيادية بالفعل.

والطريقة الأكثر شفافية للإفصاح هنا هي تقديم معلومات منتظمة ومفصلة ودورية عن تخصيص الأصول ، والاستثمارات التي قام بها الصندوق ، وفترات الحيازة للأوراق المالية وهكذا ..

وتجدر الإشارة إلى أنه بالنسبة لبعض صناديق الثروة السيادية ، قد لا يكون توفير مثل هذه التفاصيل في وقت قريب. وبالنسبة لبعض الصناديق الأخرى قد يكون وشيئاً ولكن ليس على أساس منتظم خوفاً من تفويض استراتيجية الاستثمار الخاصة بها . فمثلاً إذا أشار صندوق الثروة السيادية إلى فترة الاحتفاظ المقصودة

⁽⁸⁷⁾Peter B. Clark and Ashby H.B. Monk «Sovereign Development Funds: Designing High-Performance, Strategic Investment Institutions» , OP.Cit, P5.

لاستثمارات محددة ، فقد يتداول مستثمرون آخرون في السوق بناءً على هذه المعلومات ، وبالتالي يقوضون عائدات صندوق الثروة السيادية المتوقعة من الاستثمار . وقد تلجأ بعض الصناديق السيادية بدلاً من ذلك إلى تقديم معلومات مفصلة عن المديرين الذين تم اختيارهم ، ونطاق تفويضاتهم الاستثمارية ، والمراقبة المستمرة لعلاقات الاستثمار، أو قد توفر معلومات حول كيفية تكوين الفرق الداخلية.

رابعاً شفافية الأداء

تشير شفافية الأداء إلى نتائج الاستثمار التي حققها الصندوق . والهدف من هذا الشكل من الشفافية هو تسليط الضوء على ما إذا كان أداء الصندوق يسير وفق ما تم تصميمه أم لا و ما إذا كان يتماشى مع مهمته والأهداف التي أنشأ لتحقيقها. والأداء الضعيف قد يشير إلى منظمة غير فعالة وقليلة الخبرة وقليلة الموارد ، وقد يشير أيضاً إلى أن الاستثمارات التي تتم تخضع لأغراض سياسية أو نتيجة لتدخل سياسي في أعمالها . ومع ذلك ، فإن صندوق الثروة السيادية الذي يكشف عن هيكل الحوكمة الخاص به والممارسات التي تتم وإجراءات مراقبة علاقات الاستثمار ، وكيفية المحافظة على فريق العمل لديه وتحفيزه ، فإنه يمكن أن يبرر بسهولة الإخفاقات التي قد يتعرض لها وأنها قد تكون لظروف خارجة عنه مثل ظروف السوق أو وجود أزمة عالمية تسببت في هذا الإخفاق.

وعلى الرغم من السلوك الاستثماري العادي لمعظم لصناديق الثروة السيادية ، فإن مبادئ سانتياغو يمكن القول بأنها لم تؤدي إلى زيادة الشفافية حيث كان الامتثال لمبادئ سانتياغو بطيئاً وغير كامل. وهذا يؤكد الطبيعة السياسية المتأصلة في صناديق الثروة السيادية ، كما أنها تعكس معايير واتفاقيات الجهات الراعية فيما يتعلق بالشفافية^(٨٨).

ونخلص من هذا المطلب إلى أن مبادئ سانتياغو تشكل الإطار العام الذي يحكم استثمارات صناديق الثروة السيادية وأن الامتثال لها ووجود معايير واضحة للحوكمة من شأنه إعطاء انطباع بالشفافية في تلك الاستثمارات وعدم استخدامها لأغراض سياسية . وإن كان الواقع يؤكد أن بعض الصناديق السيادية لديها تحفظ على فكرة الشفافية أو نشر المعلومات المرتبطة بنشاط الصندوق أو حوكمته.

المطلب الرابع: صندوق الثروة السيادي المصري

انضمت مصر لركب الدول التي قامت بإنشاء صناديق سيادية وقامت بإنشاء صندوق مصر السيادي بموجب القانون رقم ١٧٧ لسنة ٢٠١٨ والمعدل بالقانون ١٩٧ لسنة ٢٠٢٠^(٨٩) . والهدف الأساسي من إنشاء هذا الصندوق جذب الاستثمارات الخاصة إلى مصر وتشجيع الاستثمار المشترك في الأصول المملوكة للدولة من أجل زيادة قيمتها وفعاليتها للاقتصاد المصري^(٩٠) .

أهداف الصندوق

يهدف الصندوق إلى المساهمة في التنمية الاقتصادية المستدامة وذلك من خلال إدارة أمواله وأصوله أو أموال وأصول الجهات والكيانات والشركات المملوكة للدولة أو التابعة لها أو التي تساهم فيها التي يعهد إلى

⁽⁸⁸⁾Adam D. Dixon : “Enhancing the Transparency Dialogue in the “Santiago Principles” for Sovereign Wealth Funds”, Op.Cit , P584.

⁽⁸⁹⁾الجريدة الرسمية ، العدد (٣٩) مكرر (ب) في ٢٧ سبتمبر ٢٠٢٠.

⁽⁹⁰⁾الموقع الرسمي لصندوق مصر السيادي ، متاح على الرابط التالي: <https://ar.com.tsfe/>

الصندوق بإدارتها وفقاً للضوابط المنصوص عليها في النظام الأساسي، وتحقيق الاستغلال الأمثل لتلك الأموال والأصول وفقاً لأفضل المعايير والقواعد الدولية، وذلك لتعزيز قيمتها من أجل الأجيال القادمة، وللصندوق في سبيل التعاون والمشاركة مع الصناديق العربية والأجنبية النظيرة والمؤسسات المالية المختلفة^(٩١).

رأس مال الصندوق

قرر القانون أن يكون رأسمال الصندوق المرخص به مائتي مليار جنيه مصري، ورأسماله المصدر خمسة مليارات جنيه مصري، يسدده منه مليار جنيه من الخزينة العامة للدولة عند التأسيس، ويسدده الباقي وفقاً لخطط فرص الاستثمار المقدمة من الصندوق خلال ثلاث سنوات من تاريخ التأسيس. ويجوز زيادة رأسمال الصندوق نقداً أو عيناً وفقاً للضوابط والإجراءات الواردة بالنظام الأساسي. وتعد أموال الصندوق من الأموال المملوكة للدولة ملكية خاصة.^(٩٢)

وقد أجاز القانون لرئيس الجمهورية، بناء على عرض رئيس مجلس الوزراء والوزير المختص نقل ملكية أي من الأصول غير المستغلة المملوكة ملكية خاصة للدولة أو لأي من الجهات التابعة لها إلى الصندوق أو أي من الصناديق التي يؤسسها والمملوكة له بالكامل. وبالنسبة للأصول المستغلة، فيكون العرض من رئيس مجلس الوزراء والوزير المختص بالاتفاق مع وزير المالية وبالتنسيق مع الوزير المعني. ويتم قيد الأصول في دفاتر الصندوق بالقيمة السوقية وفقاً لقواعد وإجراءات التقييم التي يحددها النظام الأساسي، وبما لا يتعارض مع الآليات والأحكام المنصوص عليها في المادة (٨) من هذا القانون^(٩٣).

وبالرجوع لأحكام المادة الثامنة^(٩٤) نجدتها قررت أن يكون التصرف في الأصول المملوكة للصندوق أو الصناديق المملوكة له بالكامل بإحدى الصور الآتية:

البيع، أو التأجير المنتهي بالتملك، أو الترخيص بالانتفاع، أو المشاركة كحصة عينية، وذلك وفقاً للقيمة السوقية وبما لا يقل عن التقييم الذي يتم على أساس متوسط القيمة المحددة بموجب ثلاثة تقارير من مقيمين ماليين معتمدين من الهيئة العامة للرقابة المالية والبنك المركزي المصري، ولمجلس إدارة الصندوق أن يعهد بإجراءات التقييم إلى واحد أو أكثر من بيوت الخبرة العالمية، المصرية أو الأجنبية، وذلك كله وفقاً للضوابط التي يضعها مجلس الإدارة

موارد الصندوق

تتكون موارد الصندوق مما يأتي^(٩٥):

١. رأسمال الصندوق.
٢. الأصول التي تنتقل ملكيتها للصندوق وفقاً لأحكام هذا القانون.
٣. العائد من استثمار أمواله واستغلال أصوله.
٤. القروض والتسهيلات التي يحصل عليها، وحصيلة إصدار السندات والأدوات المالية الأخرى.

^(٩١) المادة (٣) من القانون وفقاً للتعديل الأخير بالقانون ١٩٧ لسنة ٢٠٢٠.

^(٩٢) المادة (٥) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

^(٩٣) المادة (٦) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

^(٩٤) وفقاً للتعديل الأخير بالقانون ١٩٧ لسنة ٢٠٢٠.

^(٩٥) المادة (٩) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

٥. الموارد الأخرى التي يقرها مجلس الإدارة، ويصدر بقبولها قرار من رئيس مجلس الوزراء.

مجالات عمل الصندوق

أجاز القانون للصندوق في سبيل تحقيق أهدافه القيام بجميع الأنشطة الاقتصادية والاستثمارية بما في ذلك^(٩٦):

- المساهمة بمفرده أو مع الغير في تأسيس الشركات أو في زيادة رؤوس أموالها.
 - الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة بأسواق الأوراق المالية وغير المقيدة بها وأدوات الدين وغيرها من الأوراق المالية داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها.
 - الاقتراض والحصول على التسهيلات الائتمانية وإصدار السندات وصكوك التمويل وغيرها من أدوات الدين.
 - شراء وبيع وتأجير واستئجار واستغلال الأصول الثابتة والمنقولة والانتفاع بها.
 - إقراض أو ضمان صناديق الاستثمار والشركات التابعة التي يملكها أو يساهم فيها مع الغير.
- ويحدد مجلس الإدارة صلاحيات الاستثمار والتعاقد والإقراض والاقتراض والإنفاق في ضوء الضوابط والحدود الواردة بالنظام الأساسي، بما يحقق أغراض الصندوق.

موازنة الصندوق وحساباته

قرر القانون أن يكون للصندوق موازنة مستقلة، يتبع في وضعها وإعداد القوائم المالية لها معايير المحاسبة المصرية. وتبدأ السنة المالية للصندوق وتنتهي في الموعد المقرر بنظامه الأساسي، ويعد الصندوق قوائم مالية سنوية وربع سنوية على أن يتم ترحيل الفائض من عام إلى آخر^(٩٧).

وقرر القانون أن يتولى مراجعة حسابات الصندوق مراقبا حسابات، أحدهما من الجهاز المركزي للمحاسبات والآخر من المراقبين المقيدين لدى البنك المركزي المصري أو الهيئة العامة للرقابة المالية وفق معايير المراجعة المصرية. ويقوم مراقبا الحسابات بمراجعة القوائم المالية السنوية وربع السنوية، وتعرض القوائم المالية السنوية وتقرير مراقب الحسابات وتقرير سنوي تفصيلي عن نشاط الصندوق وخطته للعام التالي على الجمعية العمومية للصندوق تمهيدا لعرضها على رئيس الجمهورية خلال ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية. ويجب أن يتضمن التقرير السنوي للصندوق وخطته للعام التالي الموضوعات والبيانات التي ينص عليها نظامه الأساسي. ويتم إرسال نسخة من القوائم المالية السنوية للصندوق إلى رئيس مجلس النواب خلال ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية^(٩٨).

إدارة أموال الصندوق

قرر القانون أن للصندوق إدارة أمواله وأصوله بذاته، كما له أن يعهد بإدارتها أو بعضها إلى شركات ومؤسسات متخصصة في إدارة الأصول وفقا للضوابط المنصوص عليها في نظامه الأساسي وبناء على قرار مجلس الإدارة^(٩٩).

^(٩٦) المادة (٧) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

^(٩٧) المادة (١٠) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

^(٩٨) المادة (١١) من القانون وفقا للتعديل الأخير بالقانون ١٩٧ لسنة ٢٠٢٠.

^(٩٩) المادة (١٢) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

وقرر أيضاً أن للصندوق تأسيس صناديق فرعية بمفرده أو بمشاركة مع الصناديق المصرية والعربية والأجنبية النظرية والمصارف والمؤسسات المالية والشركات المصرية والأجنبية، أو أي منها. ويحدد النظام الأساسي للصندوق الإجراءات والضوابط اللازمة لتأسيس الصناديق الفرعية، ونظم إدارتها والرقابة عليها من جانب الصندوق، ومجالات وضوابط استثمار أموالها وتقييمها وتوزيع العائد منها، ومراجعة حسابات الصندوق وتصفيته وغير ذلك من ضوابط النشاط والرقابة، وذلك دون التقييد بالقواعد المنصوص عليها في أي تشريع آخر. وللصندوق أن يعهد بإدارة الصناديق الفرعية التي يؤسسها بمفرده أو يساهم فيها إلى الشركات والمؤسسات المتخصصة في هذا المجال وفقاً للقواعد والأحكام المنصوص عليها في نظامه الأساسي دون التقييد بالقواعد والنظم الحكومية^(١٠٠).

مجلس إدارة الصندوق

يشكل مجلس إدارة الصندوق بقرار من رئيس الجمهورية، بناء على عرض رئيس مجلس الوزراء ويتكون من^(١٠١):

- الوزير المختص - وهو وزير التخطيط - (رئيساً لمجلس الإدارة غير تنفيذي).
 - خمسة أعضاء مستقلين من ذوي الخبرة.
 - ممثل عن كل وزارة من الوزارات المعنية بشئون التخطيط والمالية والاستثمار.
- وتكون مدة عضوية المجلس للأعضاء المستقلين من ذوي الخبرة أربع سنوات قابلة للتجديد لمدة مماثلة. ويكون للصندوق مدير تنفيذي متفرغ لإدارته، يمثل الصندوق في صلاته مع الغير وأمام القضاء، ويصدر بتعيينه وتحديد اختصاصاته ومعاملته المالية قرار من مجلس الإدارة.
- و يجتمع مجلس الإدارة مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل أو كلما دعت الحاجة إلى انعقاده بناء على دعوة من رئيسه أو طلب كتابي من ثلث أعضائه أو من أحد مراقبي الحسابات، ولا يكون انعقاده صحيحاً إلا بحضور ثلثي أعضائه إلا إذا كانت الدعوة من أحد مراقبي الحسابات فيكون انعقاده صحيحاً بحضور ثلث الأعضاء. وتصدر قرارات مجلس الإدارة بأغلبية أصوات الحاضرين، وفي حالة تساوي الأصوات يرجح الجانب الذي منه رئيس المجلس^(١٠٢).

و يختص مجلس الإدارة^(١٠٣) بوضع السياسات العامة للصندوق والإشراف على إدارته على النحو الذي يكفل تحقيق أهدافه، وتكون له جميع الصلاحيات المطلوبة للقيام بذلك والتي يحددها نظامه الأساسي، وعلى الأخص:

١. وضع الرؤية الإستراتيجية والسياسة الاستثمارية العامة للصندوق بما يتوافق مع أهدافه المنصوص عليها في هذا القانون تمهيدا لعرضهما على جمعيته العمومية.
٢. متابعة الأداء العام للصندوق وفقاً لمؤشرات الأداء التي يضعها مجلس الإدارة.
٣. الإشراف على إجراء تقييم منتظم لأداء المحافظ الاستثمارية للصندوق واستثماراته.
٤. الموافقة على الموازنة السنوية للصندوق والتصديق على قوائمه المالية ومقترح توزيع الأرباح وذلك تمهيدا لعرضها على الجمعية العمومية.

^(١٠٠) المادة (١٣) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

^(١٠١) المادة (١٥) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

^(١٠٢) المادة (١٦) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

^(١٠٣) المادة (١٧) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

٥. تشكيل اللجان المنصوص عليها في النظام الأساسي للصندوق وتحديد اختصاصاتها على أن يكون من بينها لجان للاستثمار، والحوكمة، والمراجعة الداخلية، والمخاطر، والاستحقاقات.
٦. مناقشة واعتماد الخطة الاستثمارية للصندوق المقترحة من المدير التنفيذي بعد موافقة لجنة الاستثمار عليها ومراقبة تنفيذها.
٧. إقرار ضوابط الحوكمة للصندوق وقواعد عدم تعارض المصالح للعاملين به وأعضاء مجلس إدارته ومستشاريه.
٨. وضع اللوائح المالية والإدارية والفنية للصندوق ولوائح شئون العاملين والتعاقدات والمشتريات، وذلك دون التقييد بالقواعد والنظم الحكومية.
٩. إقرار التعيينات في المناصب العليا للصندوق على النحو الذي يحدده نظامه الأساسي.
١٠. اقتراح تعيين أو تغيير مراقب الحسابات من المقيدة أسماؤهم بالبنك المركزي المصري أو الهيئة العامة للرقابة المالية وتحديد أتعابه، وذلك تمهيداً للعرض على الجمعية العمومية.

الجمعية العمومية للصندوق

قرر القانون^(١٠٤) أن يكون للصندوق جمعية عمومية، تشكل بقرار من رئيس الجمهورية برئاسة رئيس مجلس الوزراء وعضوية الوزير المختص، والوزيرين المعنيين بالشئون المالية والاستثمار، وأحد نائبي محافظ البنك المركزي، بالإضافة إلى سبعة أعضاء من ذوي الخبرة في المجالات المالية والاقتصادية والقانونية وفي إدارة الصناديق النظيرة والشركات الاستثمارية العالمية يرشحهم رئيس مجلس الوزراء.

وتكون مدة عضوية الجمعية العمومية لذوي الخبرة أربع سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة. وتجتمع الجمعية العمومية للصندوق مرة على الأقل كل سنة بناء على دعوة من رئيسها أو من ثلثي أعضائها أو من أحد مراقبي حسابات الصندوق. ويكون اجتماع الجمعية العمومية صحيحاً إذا حضره أغلبية أعضائها. ويكون للجمعية العمومية للصندوق الاختصاصات التي يحددها نظامه الأساسي بما في ذلك:

١. مناقشة واعتماد القوائم المالية السنوية والموازنة التقديرية ومقترح توزيع الأرباح وتقرير مجلس الإدارة ومراقبي الحسابات.
٢. إبراء ذمة أعضاء مجلس الإدارة عن السنة المالية المنتهية.
٣. إقرار تعيين أو تغيير مراقب حسابات الصندوق من بين المقيدين بالبنك المركزي المصري أو الهيئة العامة للرقابة المالية، وتحديد أتعابه ومدة تعيينه، وأتعاب الجهاز المركزي للمحاسبات.
٤. متابعة وتقييم أداء الصندوق، ومدى تحقيقه لأغراضه.
٥. تصدر قرارات الجمعية العمومية بأغلبية أصوات الحاضرين، وفي حالة تساوي الأصوات يرجح الجانب الذي منه الرئيس.

^(١٠٤) المادة (١٨) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

المزايا الضريبية الممنوحة للصندوق

قرر القانون^(١٠٥) بأن تعفى المعاملات البيئية للصندوق والكيانات المملوكة له بالكامل من جميع الضرائب والرسوم وما في حكمهما، ولا تسري هذه الإعفاءات على توزيعات الأرباح، ويحدد النظام الأساسي للصندوق ضوابط تطبيق ذلك. ولا تسري الإعفاءات المشار إليها في الفقرة الأولى على الصناديق الفرعية والشركات التي يساهم فيها الصندوق. وترد الضريبة على القيمة المضافة التي تسدد من الصناديق الفرعية أو الشركات التي يساهم فيها الصندوق بنسبة تزيد على خمسين في المائة من رأسمالها، في حدود نسبة مشاركته فيها في أي من تلك الصناديق أو الشركات. وذلك كله دون الإخلال بأي إعفاءات منصوص عليها في أي قانون آخر.

ملاحظات ختامية حول القانون

بعد استعراض الأحكام الخاصة بالقانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨ والمعدل بالقانون ١٩٧ لسنة ٢٠٢٠ والخاص بصندوق مصر السيادي يمكن إبداء الملاحظات التالية :

أولاً: أقر القانون صراحة بأن الهدف الأساسي من إنشاء الصندوق هو دعم جهود التنمية المستدامة والمشاركة فيها وهو ما حاول البحث تسليط الضوء عليه وأن الفرص المتاحة للصناديق السيادية للقيام بمشروعات تنموية قلما تتوافر لغيره من الصناديق الخاصة الأخرى ، خاصة وأن تلك المشروعات تعتمد على استراتيجية الاستثمار طويل المدى.

ثانياً: لا يزال رأس مال الصندوق سواء المصدر أو المرخص به متواضع للغاية ولا يتناسب مع حجم التحديات الموجودة ، ومع ذلك يحمى القانون أنه أجاز زيادة رأسمال الصندوق نقداً أو عينا وفقاً للضوابط والإجراءات الواردة بالنظام الأساسي . وهو ما يقتضي تضافر الجهود لزيادة رأس المال على النحو الذي يليق بمصر .

ثالثاً: سار القانون على غرار معظم التجارب الدولية في تشكيل مجلس الإدارة بقرار من رئيس الجمهورية من أعضاء حكوميين ومستقلين . ويبلغ عدد أعضاء مجلس الإدارة ٩ أعضاء منهم ٥ مستقلين وهو ما يعطي رسالة للمستثمرين بأن القرار لا يخضع لهيمنة الحكومة . هذا فضلاً عن وجود مدير تنفيذي للصندوق متفرغ لإدارته يمثل الصندوق في التواصل مع الغير وأمام القضاء .

رابعاً: يحمى القانون أنه أوكل لمجلس الإدارة الاختصاصات المتعلقة بإجراءات الشفافية والحوكمة ومنع تعارض المصالح . ولذا يمكن الاستعانة بالتجارب الدولية في هذا الصدد مثل تجربة الصناديق السيادية في كل من النرويج وسنغافورة .

خامساً: أجاز القانون للصندوق إنشاء صناديق فرعية وهو اتجاه محمود . وخلال الفترة الماضية تم إنشاء عدة صناديق فرعية مثل (صندوق مصر الفرعي للخدمات المالية والتحول الرقمي - صندوق مصر الفرعي للمرافق والبنية الأساسية - صندوق مصر الفرعي للخدمات الصحية والصناعات الدوائية - صندوق مصر الفرعي للسياحة والاستثمار العقاري وتطوير الآثار).

سادساً: قرر القانون أن تعرض القوائم المالية السنوية وتقرير مراقب الحسابات وتقرير سنوي تفصيلي عن نشاط الصندوق وخطته للعام التالي على الجمعية العمومية للصندوق تمهيداً لعرضها على رئيس الجمهورية خلال ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية. ويجب أن يتضمن التقرير السنوي للصندوق وخطته للعام التالي

^(١٠٥) المادة (١٩) من القانون ١٧٧ لسنة ٢٠١٨.

الموضوعات والبيانات التي ينص عليها نظامه الأساسي. ويتم إرسال نسخة من القوائم المالية السنوية للصندوق إلى رئيس مجلس النواب خلال ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية. وكان من المأمول تعزيزاً للشفافية ودعمًا للرقابة أن يتم نشر نتائج أعمال الصندوق على الرأي العام أو على أقل تقدير أمام مجلس النواب لمناقشتها لأن النص الحالي أقر فقط بإرسال نسخة من القوائم المالية لرئيس مجلس النواب.

الخاتمة

تناول البحث موضوع صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق أهداف التنمية المستدامة حيث استعرض مفهوم الصناديق السيادية والاختلافات الفقهية حولها، وبين البحث أنواع هذه الصناديق سواء من حيث الموارد أو الغرض. ثم استعرض البحث استيراجية وأمطاط واتجاهات الاستثمارات التي تقوم بها هذه الصناديق. وأفرد البحث الحديث عن مفهوم التنمية المستدامة وأهدافها ثم الربط بين هذه الأهداف وبين استثمارات صناديق الثروة السيادية ومدى تحقيقها لهذه الأهداف. وقام البحث باستعراض مبادئ سانتياجو الحاكمة لاستثمارات الصناديق السيادية ومدى التزام الصناديق بها ومحددات الشفافية. واختتم البحث بدراسة لأحكام القانون المنظم لصندوق مصر السيادي وبعض الملاحظات عليه.

والخلاصة التي يمكن الوصول إليها من العرض السابق أن الاستثمارات في أصول السوق طويلة الأجل مثل البنية التحتية والعقارات والزراعة ورأس المال الاستثماري والبشري والأسهم، هي أكثر الاستراتيجيات تأثيراً لدعم أهداف التنمية المستدامة. وأنه على الرغم من تجاوز أصول صناديق الثروة السيادية حول العالم لتريليونات الدولارات^(١٠٦)، إلا أن الجزء الموجه لدعم أهداف التنمية المستدامة لا يزال متواضعاً ويرجع ذلك لعدة عوامل وأسباب منها: عدم تطوير أدوات السوق المالية في معظم الدول، وأيضاً تمنع استراتيجيات الاستثمار في بعض الصناديق السيادية الدخول في استثمارات عالية المخاطر أو تكلفتها مرتفعة، ونضيف أيضاً أن هناك قيود تفرضها بعض الدول على الاستثمار في قطاعات معينة مما يجعل الصناديق تحجم عنها. وأخيراً تختلف أهداف التنمية المستدامة في قدرتها على توفير فرص قابلة للاستثمار، ولذا فهناك حاجة إلى مزيد من التحليل التفصيلي حول الكيفية التي يمكن بها ترجمة أهداف التنمية المستدامة إلى برنامج استثمار موثوق به طويل الأجل يمكنه معالجة القضايا المطروحة وتحقيق الأهداف بدقة.

هذا وقد توصل البحث لعدد من النتائج والتوصيات نوردتها على النحو التالي:

النتائج

- يعد إنشاء صناديق الثروة السيادية رد فعل طبيعي نتيجة الفوائض المالية التي تكونت لدى العديد من الدول، وتستخدم هذه الصناديق كأداة فعالة لإدارة هذه الفوائض وحفظ حقوق الأجيال القادمة.
- تنقسم صناديق الثروة السيادية في العالم إلى قسمين كبيرين قسم منها قائم على فوائض الموارد الطبيعية مثل الصناديق الموجودة بدول الخليج العربي وروسيا والنرويج. والقسم الثاني الصناديق القائمة على فائض الميزان التجاري مثل الموجودة في الصين وسنغافورة.
- تختلف استراتيجيات الاستثمار في الصناديق السيادية تبعاً لعدة عوامل منها الغرض من إنشاء الصندوق والقيود المفروضة وأهداف القائمين على إدارتها.

^(١٠٦) بلغت قيمة الأصول المملوكة للصناديق في إبريل ٢٠٢٢ نحو ٩,٩ تريليون دولار وفقاً لآخر الإحصائيات المتاحة لمؤسسة (SWF Institute) وحتى كتابة هذا البحث.

- الفوائض النقدية لدى الصناديق السيادية وما تمتلكه من أصول يؤهلها للقيام باستثمارات تدعم تحقيق أهداف التنمية المستدامة.
- تعد الاستثمارات طويلة الأجل مثل البنية التحتية والعقارات والزراعة ورأس المال هي أكثر المجالات تأثيراً لدعم أهداف التنمية المستدامة.
- تختلف أهداف التنمية المستدامة في قدرتها على توفير فرص قابلة للاستثمار من قبل الصناديق السيادية.
- تعد مبادئ سانتياجو الإطار الحاكم لمدى شفافية الاستثمارات التي تقوم بها الصناديق السيادية.

التوصيات

- العمل على تطوير مقاييس محددة لأهداف التنمية المستدامة بحيث تتمكن صناديق الثروة السيادية من تقييم استثماراتها عليها من خلال محفظتها الاستثمارية. و أيضاً تطوير مقاييس مؤشرات الأداء الرئيسية بحيث يمكن استخدامها من قبل صناديق الثروة السيادية ووسطائها لقياس مدى التزام الصندوق بتحقيق أهداف التنمية المستدامة الخاصة به.
- تطوير أداء صناديق التنمية السيادية على النحو الذي يجعلها شريكاً محلياً موثقاً به لصناديق الثروة السيادية الأجنبية للاستثمار المشترك في القطاعات ذات الأولوية . وذلك مثل الشراكة الحالية بين الصندوق الوطني للاستثمار والبنية التحتية في الهند و جهاز أبو ظبي للاستثمار.
- أن تعمل الدول والحكومات على تطوير طريقة إدارة الأصول وكيفية استغلالها عن طريق الشراكة بطريقة تجذب مستثمري صناديق الثروة السيادية وفي ذات الوقت تحفظ حقوق الأجيال القادمة في الاستفادة من هذه الأصول . وذلك مثل الشراكات التي قام بها الصندوق السيادي في كل من استراليا وكندا في مجالات تمويل وإدارة مشروعات البنية التحتية.
- أن تعمل صناديق الثروة السيادية -سواء الإخبارية أو الاستثمارية أو صناديق التنمية - على تبني سياسات طويلة الأجل في عملية اتخاذ قرارات الاستثمار الخاصة بها والاستفادة من فرص الميزة النسبية وذلك في إطار من الحوكمة والشفافية في الأداء.
- أن تعمل صناديق الثروة السيادية على نشر نتائج أعمالها بشفافية ووضوح على الرأي العام وتمكين الجهات الرقابية من متابعة نتائج عملياتها.