

صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي، هيكل ملكية الشركات
المستثمر فيها وتحويل التكنولوجيا
GCC Sovereign Wealth Funds, Corporate Ownership Structure and Technology Transfer

عمر قيرة*¹

¹ جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل (الجزائر) ، guira_amor@univ-jijel.dz

تاريخ النشر: 2023/06/09

تاريخ القبول: 2023/06/08

تاريخ الإرسال: 2023/02/20

ملخص: هدفت هذه الورقة البحثية إلى عرض إستثمارات صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي وطبيعة هيكل ملكية الشركات التي تستثمر فيها هذه الصناديق، وأثر ذلك على تحويل التكنولوجيا إلى هذه البلدان. ولقد تم إستخدام المنهج الوصفي من أجل وصف وتحليل ظواهر الصناديق السيادية، هيكل ملكية الشركات و تحويل التكنولوجيا، كما تم الإستعانة بالمنهج التاريخي من أجل تتبع المسارات التي عرفتها هذه الظواهر كُلاً على حدا، وكيف ساهمت إستثمارات صناديق الثروة السيادية في تحويل التكنولوجيا عبر قناة السيطرة على هيكل ملكية الشركات..

وتوصلت هذه الورقة البحثية إلى أن مساهمة صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي في تحويل التكنولوجيا نحو بلدانها الأصلية لا يتم فقط عبر قناة السيطرة على هيكل الملكية وإنما عبر قنوات أخرى، لاسيما الدخول في التحالفات و إبرام عقود الشراكة مع الشركات المستهدفة.

الكلمات المفتاحية: صناديق الثروة السيادية ، هيكل ملكية الشركات ، تحويل التكنولوجيا ،مجلس التعاون الخليجي.

تصنيف JEL: F15، F21

Abstract : This paper aims to shed light (Amar, Carpentier, & Lecourt, GCC Sovereign Wealth Funds: Why do they Take Control?, 2018)th investments of the G C C countries Sovereign Wealth Funds and the ownership structure of the companies nature in which these funds invest, and its impact on the transfer of technology to these countries. The descriptive approach was used to describe and analyze the phenomena of SWFs, the companies ownership structure and technology transfer, we also used the historical approach, in order to understand the paths known by these phenomena separately, and how the investments of S W F s contributed to the transfer of technology through the channel of control over corporate ownership structure.

This paper concluded that the contribution of the sovereign wealth funds of the Gulf Cooperation Council countries in transferring technology towards their countries of origin is not only through the channel of controlling the ownership structure, but also through other channels, especially entering into alliances and concluding partnership contracts with the target companies.

Keywords(5 words): SWFs; Corporate ownership structure; technology transfer; GCC.

Jel Classification Codes : F15, F21

مقدمة:

لقد أثبتت الأزمة المالية العالمية التي ضربت الاقتصاد العالمي بداية من خريف 2008، أن صناديق الثروة السيادية يمكن أن تلعب دور المنقذ للشركات المتضررة من الأزمة، فضلاً عن الدور الذي تلعبه كعامل استقرار في الأسواق المالية. ويعود هذا لطبيعة الميول الاستثمارية لهذه الصناديق والتي تمتاز بكونها تركز على المدى الطويل، تستثمر في الصكوك التقليدية، تركز على الشركات التي تنشط في القطاعات الإستراتيجية وتستحوذ على حصص معتبرة بحيث لا تتبع إستراتيجيات التنوع وإدارة المخاطر التي تتسم بها الصناديق التقليدية الأخرى ذات التوجه المالي المحض (Blanchesron & Jegourel, 2009) (Bernstein, Lerner, & Schoar, 2013)

هذه المزايا التي تتمتع بها صناديق الثروة السيادية أهلتها لكي تصبح واحد من المساهمين المرجعيين في الشركات (البنوك، المؤسسات المالية والمؤسسات الصناعية)، لاسيما في ظل ما تتميز به الشركات المعاصرة من انفصال الإدارة عن الملكية و تشتت المساهمين، حيث يصبح دور كبار المساهمين - ومنهم صناديق الثروة السيادية - في وضع إستراتيجية الشركة، دوراً محدداً وذلك على أساس أن هذه الأخيرة ليست سوى انعكاس لتوزيع القوة (حقوق التصويت) في الجمعية العامة للمساهمين (Quiry, P; Le Fur, Y, (2011).

وعلى هذا الأساس يمكن أن يشكل استثمار صناديق الثروة السيادية لبعض البلدان الناشئة في رأسمال شركات الدول المتقدمة- لاسيما في أوقات الأزمات المالية- مقارنة مجدية للسيطرة على هذه الشركات من خلال التواجد الدائم في هيكل ملكيتها ومن تم التحكم في القرار فيها، وذلك بغية دفعها إلى الاستثمار في البلدان الأصلية المالكة لهذه الصناديق ومن تم نقل التكنولوجيا والمهارات إليها أو انتقال الشركة في حد ذاتها إذا أمكن ذلك. و في هذا الصدد، يشير تاريخ عمليات استحواذ صناديق الثروة السيادية المملوكة للصين، الهند وروسيا على حصص في الشركات التي تنشط في القطاعات الإستراتيجية في كل من الولايات المتحدة والإتحاد الأوروبي، إلى أن هذه الدول تسعى من وراء عمليات أدائها الاستثمارية إلى التأثير على إستراتيجيات الشركات التي تستثمر فيها والحصول على التكنولوجيا المتقدمة التي تمتلكها، وهذا بغية تحقيق أهداف اقتصادية وسياسية بعيدة المدى مرتبطة بالتوسع والسيطرة.

هذا ويكتسي هذا الموضوع أهمية قصوى سواء كظاهرة سائدة في بلدان مجلس التعاون الخليجي التي بدأت في السنوات الأخيرة تتخلى عن إستراتيجية الاستثمار السلبية المهادفة إلى تحقيق الربحية في المدى الطويل، وأصبحت توجه مقدراتها نحو الاستثمار في الشركات التي تنشط في القطاعات الإستراتيجية (مثلاً: شراء الهيئة القطرية للاستثمار حصص في EADS و Volkswagen). أو كأحد الحقول البحثية الأكثر إثارة للاهتمام، لاسيما بعد الأزمة المالية لسنة 2008.

ضمن هذا الإطار تهدف هذه الورقة البحثية إلى تسليط الضوء على العلاقة بين استثمارات صناديق الثروة السيادية المملوكة لدول مجلس التعاون الخليجي، هيكل ملكية الشركات المستثمر فيها وتحويل التكنولوجيا والمهارات إلى هذه البلدان. وذلك من خلال معالجة إشكالية كيفية استخدام دول مجلس التعاون الخليجي للمساهمات التي تمتلكها صناديق ثروتها السيادية في رأسمال الشركات في التحكم في إستراتيجياتها وتوجيهها نحو تحويل التكنولوجيا إليها.

وسوف تعتمد هذه الورقة البحثية على كل من المنهج الوصفي التحليلي والمنهج التاريخي لفهم العلاقة بين المتغيرات الثلاث المتضمنة في موضوع هذا البحث. وذلك بما يسمح بتقلم مجموعة الاقتراحات التي تتضمن حزمة من المعايير والخطوط الإرشادية، المستلهمة من الدراسات والتجارب السابقة، التي يمكن أن تساعد القائمين على إدارة صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي على رفع كفاءتها وزيادة فاعليتها.

1. حالة اقتصاديات بلدان مجلس التعاون الخليجي:

إن المتصفح لواقع اقتصاديات بلدان مجلس التعاون الخليجي يدرك من الوهلة الأولى أن هذه الاقتصاديات ضعيفة التنوع وتعتمد بشكل كبير على قطاع النفط، حيث يشكل هذا القطاع الشجرة التي تحفي الغابة. وواقع الحال أن اقتصاديات هذه الدول تشوبها العديد من التشوهات الجوهرية، فعلى الرغم من أن القطاع النفطي مثل سنة 2017 مانسبته 49% من الناتج الإجمالي الخليجي، 68% من إجمالي الصادرات و 62% من إيرادات الميزانية (المركز الإحصائي لدول مجلس التعاون الخليجي، ص ص 30-47)، تبقى مساهمته في خلق فرص العمل ضعيفة جداً، ففرص العمل التي يوفرها لا تتعدى 01% من القوى العاملة في سن العمل. إن الدور الأساسي الذي يلعبه النفط في هذه

الاقتصاديات جعلها تنسم بمشاشة كبيرة تجاه الدورات الاقتصادية وحساسية مفرطة تجاه التغيرات في أسعار النفط في الأسواق العالمية، إذ يتميز نموها الحقيقي بدرجة مرتفعة من التدبذب والإرتباط بأسعار النفط (شلغوم، ص ص 87-98).

لقد سعى القائمين على اقتصاديات بلدان مجلس التعاون الخليجي إلى تغيير هذا الواقع ومحاولة تنويع اقتصاديات هذه الدول، حيث بدلت مجهودات حثيثة منذ سبعينيات القرن الماضي من أجل فك إرتباط هذه الاقتصاديات مع العوائد النفطية ووقف ارتهاؤها لتقلبات أسعاره في الأسواق العالمية. وأعمدت في ذلك على العائدات الهائلة التي حصلتها من وراء الثروات النفطية التي تزخر بها، حيث استخدمت هذه العائدات في توفير البيئة الداعمة لمسار تنويع الاقتصاد وذلك من خلال تحسين بيئة الأعمال، تحرير التجارة وإستقطاب الإستثمار الأجنبي المباشر.

وعلى الرغم من أن سياسات التي تبنتها بلدان مجلس التعاون الخليجي قد حققت نتائج إيجابية في تحسين معدلات النمو الإقتصادي، وتطوير البنية التحتية المادية، وتحسين مستويات التنمية البشرية، ودعم مكانة القطاع الخاص وتحسين الجوانب التنظيمية والمؤسسية، تبقى أسعار النفط محددًا مهمًا لتطور العديد التوازنات الكلية الداخلية والخارجية. وتبقى هذه السياسات مبتورة لأنها سياسات قائمة على القطاع النفطي والعوائد المتأتية منه. فهذه السياسات مموله بشكل شبه كامل بالعوائد المتأتية من قطاع النفط، و بالتالي فمصيورها مرتبط بتطور بأسعاره في الأسواق العالمية، وهو ما يفقد هذه السياسات خاصية الإستدامة ويدخل هذه الإقتصاديات في حلقة مفرغة (إستعمال عائدات النفط في الخروج من التبعية للنفط).

وعلى صعيد تنويع الإقتصاد لم تتمكن دول مجلس التعاون الخليجي من فك الارتباط بين معدلات النمو الحقيقية فيها وأسعار النفط، وهو ما يدل على محدودية نجاح السياسات التنموية الهادفة إلى تنويع الإقتصاد ومصادر الدخل، فعلى الرغم من أنه تم تسجيل إنخفاض في مستويات التركيز القطاعي وتقليل مساهمة قطاعي النفط والخدمات العامة _ الممولة من عوائد النفط _ في توليد الدخل، وذلك لمصلحة القطاعات التحويلية والخدمات، إلا أن هذه التحول يعود في الكثير من المراحل إلى إنخفاض أسعار النفط وليس إلى إنتعاش القطاعات غير النفطية. يضاف إلى ذلك أن النمو في القطاعات الأخرى شديد الإعتماد على النفط والغاز والعوائد المتأتية منهما. حيث يستمر قطاع الصناعة مثلاً، بالرغم من الزيادة الملحوظة لمساهمته في خلق القيمة المضافة، في الاعتماد على شركات حكومية تنشط في صناعات ثقيلة شديدة الارتباط بالنفط كالكبريتوكيمياويات والبلاستيك، وتستفيد من التكاليف المنخفضة للمدخلات المتأتية من النفط والغاز (كهرباء، غاز) وذلك في إطار الإستراتيجية عمودية للتطوير الصناعي وهي إستراتيجية تهدف إلى تطوير قطاع ما من منبعه إلى مصبه، وليست إستراتيجية أفقية هادفة إلى التنويع، الإبتكار وخلق سلسلة قيمة.

وبالنسبة لقطاع الخدمات الذي أصبح يلعب دوراً مهماً في إقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي. وعلى الرغم من كونه إحدى المالدات الرئيسية للقطاع الخاص في هذه الدول، إلا أنه يعاني من إختلالات جوهرية تقلل من مساهمته في التنويع الإقتصادي. ونفس الشيء بالنسبة لقطاع البناء الصغير الذي مازال يراوح مكانه بمساهمة ضعيفة في توليد الدخل (باستثناء الإمارات العربية المتحدة). في حين يعاني قطاع الخدمات الذي تطور نوعاً من معضلة إعماده شبه الكامل على نفقات الدولة المتأتية من عوائد النفط. كما أن ضعف تنويع الاقتصاد أنعكس بدوره على تركيبة الصادرات، التي تسيطر عليها المواد النفطية بصورة شبه كلية إذ تتراوح نسبة الوقود المعدني والمواد الخام ضمن صادرات دول المجلس، سنة 2018، بين 89,1 و 100% (شلغوم، 2018).

نظراً لهذه الحالة من تقدم المرض الهولندي في جسد إقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، أصبح من الضروري وعلى وجه السرعة تفعيل جميع الآليات الممكنة لتنويع هذه الاقتصاديات وتخفيف حدة إرتباط مصيرها مع أسعار النفط التي تتقلب في الأسواق نتيجة عوامل جيوسياسية لا تتحكم فيها الدول المنتجة والمصدرة له. ونعني بجميع الآليات الممكنة كل من الإستثمار المحلي، الأجنبي المباشر، صناديق الثروة السيادية، مناطق التجارة والحرة، المناطق الإستثمارية الخاصة...إلخ.

ويمكن أن تلعب آلية صناديق الثروة السيادية دوراً مهماً ضمن جهود تنويع اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، إذ أن هذه الدول لها تجربة كبيرة في تأسيس وإدارة هذه الصناديق منذ منتصف القرن الماضي. فبا ترى ماهي الخصائص التي تجعل من هذه الصناديق رافعة مهمة في إطار جهود تنويع إقتصاديات هذه الدول وتوسيع قاعدتها الإنتاجية.

2. صناديق الثروة السيادية:

تعتبر صناديق الثروة السيادية بحق إحدى أكثر الظواهر التي شغلت بال الاقتصاديين، السياسيين وصناع القرار في الدول الأصلية والمستقبلية، على حد سواء. كما شكل موضوعها مادة دسمة ليس فقط للباحثين والأكاديميين وإنما للصحافيين ورجال الإعلام. ويعود الاهتمام البالغ الذي حظيت به صناديق الثروة السيادية إلى الزيادة المتسارعة في عددها و حجم الأصول التي تديرها، الخصوصيات التي تتمتع بها والسياق العالمي الذي نشطت فيه. إذ يشير النمو المتسارع في عدد الصناديق وحجم الأصول التي تديرها إلى تصاعد دور فئة جديدة من المستثمرين المؤسساتيين تختلف نوعاً ما في سلوكها الاستثماري عن باقي المستثمرين المؤسساتيين، حيث وصل معدل نموها السنوي إلى 24% (Behrendt, 2008). و تزايدت أعدادها في السنوات الأخيرة بمعدلات مضطربة ليصل عددها اليوم إلى أكثر من 89 صندوق على المستوى العالمي، تدير أكثر من 8 تريليون دولار أمريكي (https://www.swfinstitute.org, 2020).

كما يؤشر كونها مستثمر مؤسسي مملوك، على غير العادة، للدول والحكومات وليس للخواص، ويطبق نفس إستراتيجيات إدارة الأصول التي تتبعها الكيانات الخاصة التي تستثمر في الأسواق المالية من أجل تعظيم عوائدها، على تصاعد رأسمالية جديدة تسمى رأسمالية الدولة State Capitalism. وواقع الحال أن هذه الفئة من المستثمرين لا تهدف إلى تحقيق ربح مالي فقط وإنما تسعى أيضاً إلى تحقيق أهداف أخرى غير مالية بصفتها أذرع استثمارية للدول المالكة لها وقد تستعملها ضمن أجنداتها الجيوسياسية والإستراتيجية (Jégourel, 2012). ويدعم هذا الاتجاه حقيقة أن أغلب هذه الصناديق مملوكة لدول ناشئة ونامية تسعى إلى منافسة الدول المتقدمة على حصتها من الناتج العالمي والتكنولوجيا العالمية من خلال هذه الصناديق. كما ينم تعاطف دور هذه الصناديق في الاقتصاد العالمي وكبر حجم الأصول التي تمتلكها على التحولات العميقة التي حدثت في مركز ثقل الاقتصاد العالمي لمصلحة دول الجنوب، لاسيما الآسيوية منها، وذلك على حساب دول الشمال، بحيث أصبحت الموازين التجارية للأولى دائنة في حين عانت الثانية من حسابات مدينة.

يضاف إلى ذلك الجدل الذي يكتنف موضوع صناديق الثروة السيادية بين من يرى فيها منقداً للأسواق المالية في أوقات الأزمات المالية وارتدادات الدورات الاقتصادية، ومن ينظر إليها على أنها خطر داهم على كل من الإقتصاديات الوطنية للدول المستقبلية لها والأسواق المالية العالمية. ولقد ساهمت التقديرات المبالغ فيها والصحخ الإعلامي الذي رافق العديد من الصفقات التي قامت بها هذه الصناديق في تغذية هذا الجدل، حيث ساهم التقرير الذي نشره بنك Morgan Stanley في إشعال هذا الجدل وتغذية المخاوف من هذه الفئة من المستثمرين، حيث قدر هذا التقرير أن حجم أصول الصناديق السيادية على المستوى العالمي سوف يبلغ 12 تريليون دولار أمريكي بحلول سنة 2015 (Jen, 2009). ومما زاد من مشاعر القلق في تجاه الصناديق السيادية، هو تركز قسط الكبير من الأصول التي تديرها في يد عدد قليل منها، إذ تشير الإحصائيات إلى أنه في سنة 2010، تمتلك الصناديق العشرة الأولى أكثر من 100 مليون دولار أمريكي لكل واحد منها، وتمثل 3/4 من إجمالي الأصول التي تديرها هذه الصناديق في العالم (Das, 2009). ويعتبر هذا التركيز خطر على كل من الإقتصاديات المستقبلية والأسواق في حالة خرجت أهداف هذه الصناديق عن الأطر المالية والتجارية البحتة.

لكن الرأسمال السيادي الذي تديره هذه الصناديق يمتاز بخصائص لم تعد متوفرة في الرأسمال الخاص في أيامنا هذه، فهو رأسمال صبور Patient Capital ودو أفق استثماري طويل الأمد، مما يجعل منه عامل إستقرار لكل من الأسواق المالية، الشركات التي يدخل فيها والدول المستضيفة له. وهذه الخصائص أصبحت نادرة في عالم اليوم الذي تسيطر عليه الأموال الساخنة التي تبحث عن جني العوائد القصيرة الأجل ومن تم تخرج تاركة الشركات والدول على حافة الإفلاس، فضلاً عن الدعر الذي تتسبب فيه في الأسواق.

3. موقع صناديق الثروة السيادية الخليجية ضمن الخارطة العالمية لصناديق الثروة السيادية:

تعتبر منطقة الخليج العربي بحق موطناً لنشأة وتطور صناديق الثروة السيادية، ففيها رأى النور أول صندوق سيادي في العالم وهو هيئة الاستثمار الكويتية KIA التي تأسست سنة 1953، وإلى غاية زمن ليس ببعيد عنا كانت موطن أكبر صندوق سيادي في العالم مثلاً في هيئة الاستثمار لإمارة أبوظبي ADIA (Behrendt, 2008), p. 04). وفي يومنا هذا تحتل صناديق الثروة السيادية الخليجية مراكز متقدمة في الترتيب العالمي لصناديق الثروة السيادية، إذ تحتل هيئة استثمار ابوظبي ADIA المركز الثالث عالمياً والأول عربياً بحوالي 579 مليار دولار، متبوعة بهيئة الاستثمار الكويتية KIA في المرتبة الرابعة عالمياً والثانية عربياً بحوالي 533 مليار. كما تحتل صناديق شركة دبي للإستثمار ICD، الهيئة القطرية للإستثمار QIA، وصندوق مبادلة التابع لإمارة أبوظبي، المراكز من 10 إلى 12 على الترتيب ضمن الترتيب العالمي

وذلك بحجم أصول يقدر 305، 295 و 232 مليار دولار أمريكي على الترتيب. في حين جاءت كل من عُمان في المرتبة 31 عالمياً بحوالي 34 مليار دولار، والبحرين 36 عالمياً بأكثر من 18 مليار دولار (https://www.swfinstitute.org, 2020). وعلى صعيد حجم الأصول التي تديرها، أشارت البيانات التي أصدرها معهد صناديق الثروة السيادية (SWFI) الصادرة في سنة 2017، أن حجم الأموال التي تديرها صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي تقدر بـ 2960 مليار دولار أمريكي، وهي تمثل 40% من إجمالي الأصول التي تديرها صناديق الثروة السيادية عبر العالم (Amar, Carpentier, & Lecourt, 2021)، وذلك بعدما كانت تستحوذ سنة 2009 على حوالي 35% من إجمالي الأصول التي تديرها صناديق الثروة السيادية على المستوى العالمي (Das, 2009, p. 26) والتي كانت تقدر آنذاك بأكثر من 8 تريليون دولار أمريكي.

ويلاحظ أن الإمارات العربية المتحدة والسعودية وقطر و الكويت تتقدم بأشواط كبيرة على باقي دول مجلس التعاون الخليجي. ويعزى ذلك إلى فقر دولتي البحرين وسلطنة عمان من حيث النفط والغاز ومحدودية حصة إنتاجهما عالمياً.

و من بين المؤشرات الدالة على الدور الكبير الذي تلعبه صناديق الثروة السيادية الخليجية، هو تصنيف هيئة الإستثمار القطرية وصندوق مبادلة الإماراتي ضمن قائمة الخمس صناديق الأكثر نشاطاً في العالم إلى جانب GIC و Temasek السنغافوريين وصندوق المستقبل لأستراليا AFF

هذا وتتماثل صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي على مستوى العديد من الأصعدة. فمن حيث مصادر تمويلها، فهي تمول عن طريق عائدات تصدير النفط والغاز، باستثناء صندوق واحد تابع لإمارة دبي تُقدَّر قيمة أصوله بحوالي 196 مليار دولار، ومُمول عن طريق فائض العملات الأجنبية لدى الإمارة، الفقيرة من حيث الموارد البترولية، والغنية بموارد أخرى قادمة من قطاعات السياحة والأعمال والتجارة (Investment Corporation of Dubai (ICD, 2019). وهذا ما يجعل هذه الصناديق تصنف ضمن صناديق الثروة السيادية ذات الأصل المعدني Large commodity-based sovereign wealth funds. أما من حيث طريقة إدارتها، فهي تدار من طرف هيئات استثمارية مستقلة في شكل صناديق (Funds) لها هيئاتها الإدارية المستقلة، باستثناء الصندوق السعودي الذي يتبع البنك المركزي السعودي المعروف بمؤسسة النقد العربي السعودي القابضة الخارجية-ساما (SAMA).

4. الإستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية الخليجية:

تتراوح الإستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية لمجلس التعاون الخليجي بين تلك التي تقترب من إستراتيجيات البنوك المركزية في الإدارة السلبية للنقد والسيولة وصولاً إلى الإستراتيجيات الهجومية المبنية على الإمتلاك المباشر للأصول. وهذه الإستراتيجيات متناسقة مع السياق الإقتصادي والإجتماعي للبلد المنشأ للصندوق (Balding & Shakeel, 2013). كما تشهد الممارسات الإستثمارية لهذه الصناديق على إختلاف مستويات تورطها في تحقيق أهداف التنوع الإقتصادي والتوسع في القاعدة الإنتاجية للبلدان التي تمولها. وعلى الرغم من التحولات التي عرفتها الصناديق السيادية العربية، لاسيما بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة، من إعادة الصياغة لإستراتيجياتها الإستثمارية على صعيد التنوع الجغرافي، التوجه نحو الإستثمار في فئات أصول جديدة والتحول أكثر نحو الأصول الخطرة، يوضح الجدول أسفله بعض الفروق الجوهرية بين هذه الصناديق، على مستوى الإستراتيجيات الإستثمارية.

جدول رقم (01) : الإستراتيجيات الاستثمارية لكبريات الصناديق السيادية الخليجية

الصندوق	الإستراتيجية	ملاحظات
مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA	محافظة	اقرب ماتكون إلى بنك مركزي يعتمد إستراتيجية إدارة السيولة.
هيئة الإستثمار الكويتية KIA	متزنة	الحفاظ على الثروة الوطنية من خلال إستثمارات متنوعة.
هيئة أبو ضبي للإستثمار ADIA	متزنة	إدارة والحفاظ على ثروات مواطني الإمارة من خلال الإستثمار في أصول غير خطرة.
هيئة قطر للإستثمار QIA	جريفة	المحافظة والتوسع في الثروة الوطنية من خلال الإستثمار في أصول خطرة في صناعات ودول مستهدفة.

المصدر: Balding & Shakeel, 2013, p 55

ومما يلاحظ في هذا الصدد على الصناديق السيادية الخليجية أن الصناديق الصغيرة - غير المذكورة في الجدول - مثل مبادلة Mubadala، استثمار Istitmar، مؤسسة قطر Qatar foundation، عادة ما تكون هي الأدرع الإستثمارية الجريئة لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث أن صغر حجمها وتطور إستراتيجياتها الإستثمارية يسمحان لها بذلك.

وبالنظر للإرتباط القوي بين حالة إقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي وتطورات أسعار النفط والغاز في الأسواق العالمية، من الطبيعي أن تسعى الصناديق السيادية لهذه الدول إلى محاولة التخفيف من حدة ذلك الإرتباط من خلال تنوع مصادر الدخل وتوسيع القاعدة الإنتاجية. ومن المفروض أن ينعكس هذا المسعى - في حالة تبنيه - في صياغة الإستراتيجية الإستثمارية للصناديق. الجدول رقم 02 يوضح الأهداف التي تسعى إليها كبريات صناديق الثروة السيادية.

جدول رقم (02) : الأهداف التنموية لكبريات الصناديق السيادية الخليجية.

الصندوق	إستراتيجية التنوع الإقتصادي	ملاحظات
مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA	غير موجودة	ليس هناك علاقة مباشرة أو غير مباشرة بين إستثمارات الصندوق وأهداف التنمية الوطنية.
هيئة الإستثمار الكويتية KIA	محدودة	ليس للصندوق إستثمارات محلية ذات معنوية ولا أهداف تنموية صناعية .
هيئة أبو ضبي للإستثمار ADIA	تنوع الإقتصاد	يسعى بنشاط لتنوع الإقتصاد المحلي للإمارة مع القيام بإستثمارات معتبرة في الداخل.
هيئة قطر للإستثمار QIA	تنوع الإقتصاد	يهدف إلى تخفيف تبعية الإقتصاد الوطني للغاز وذلك من خلال سياسة صناعية نشطة وإستثمارات محلية معتبرة.

المصدر: Balding & Shakeel , 2013, p 56

هذا ويشهد مركز الإقتصاد العالمي للجيوسياسية في تقريره الصادر سنة 2013 أن النزعة نحو الاستثمارات ذات البعد الصناعي والإستراتيجي للصناديق السيادية أتت من دول الخليج وأسيا، التي توجد فيها صناديق تتبع إستراتيجيات استثمار متطورة تهدف إلى خلق قيمة صناعية مضافة لبلداتها الأم، لاسيما من خلال تطوير أقطاب صناعية رائدة في قطاعات الصناعات الفضائية، التكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال. ويشهد على هذا التوجه، الاتفاقيات التي أبرمها صندوق مبادلة لإمارة أبو ضبي مع شركات أمريكية رائدة في مجال التكنولوجيا مثل HP و GE . وكذلك مع شركات أوروبية مثل EADS ، Sener و Indra . (Santiso, 2013, p. 75).

وفي إطار إستراتيجية إعادة الانتشار الجغرافي للصناديق السيادية الخليجية نحو الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية يمكن الإشارة إلى قيام صندوق مبادلة Mubadala بشراء، سنة 2012، حصة تقدر بـ 5,6% من مجمع EBX البرازيلي وذلك بمبلغ 02 مليار دولار، وكذلك قيام هيئة الإستثمار القطرية QIA بإستثمار 2,7 مليار دولار في شراء حصة 05% من رأسمال الفرع البرازيلي لبنك Santander الإسباني (Santiso, 2013, p. 72). وهذا التوجه الإستراتيجي الجديد مدفوع بعاملين رئيسيين هما: معدلات النمو التي تمتاز بها الإقتصاديات الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية و التضيق الذي تعاني منه الإستثمارات السيادية في الدول المتقدمة، مما يصعب عليها مهمة تحقيق الأهداف التي تسعى إليها لاسيما فيما يخص التحكم في شركات التكنولوجيا. وفي الواقع هناك قيود عديدة تواجهها صناديق الثروة السيادية في البلدان الغربية في سبيل السيطرة على هيكل ملكية الشركات هناك، وذلك بسبب ترسانة من التنظيمات والحيل التي تلجأ إليها هذه الدول وشركاتها من أجل تقييد دور المستثمرين المؤسساتيين وخاصة السياديين منهم (Sherman & Sterling, p. 144).

غير أنه تجدر الإشارة في الأخير إلى التغير الجوهري الذي طرأ في العقدين الأخيرين على الإستراتيجية الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية لمجلس التعاون الخليجي، حيث أصبحت أكثر ميلاً إلى تملك حصص معتبرة في هيكل ملكية الشركات التي تستهدفها بما يسمح لها بالتحكم فيها إستراتيجياً، وهي بذلك أضحت أقل إهتماماً بالإعبارات التجارية و المالية المحضة التي كانت توجه إستثماراتها في السابق على أساسها. الجدول رقم 03 يوضح المدى الذي وصلت إليه هذه الصناديق في الإستحواذ على حصص كبيرة في هيكل ملكية الشركات المستهدفة، وذلك في الفترة من 2006-2015.

جدول رقم (03) : نسب الحصص التي اقتنتها صناديق الثروة السيادية الخليجية (2006_2015).

الإقتناءات	الإقتناءات 10_ %	الإقتناءات 10+ %	الإقتناءات 50+ %	الصندوق السيادي/ الدولة
19	06	07	06	أبوظبي إنترناشيونال بترولوم إنفستمنت كومباني
11	08	01	02	ADIA
11	02	05	04	مبادلة
20	06	06	08	إنفستمنت كوربوريشن أوف دبي
06	03	02	01	هيئة الإستثمار الكويتية (KIA)
02	01	00	01	صندوق عمان الإستثماري
50	21	18	11	هيئة الإستثمار القطرية (QIA)
119	47	39	33	المجموع
%(100)	%(40)	%(33)	%(27)	

المصدر: (Amar, Carpentier, & Lecourt, 2021, p. 12)

5. هيكل ملكية الشركة والرهانات المرتبطة به:

لقد أصبحت المسائل المرتبطة بهيكل ملكية الشركة، جغرافية رأسمالها وحوكمتها، تكتسي أهمية كبيرة في السنوات الأخيرة. إذ ساهم توفر الإطار النظري لإثراء هذه المواضيع، ممثلاً في نظرية الوكالة، من جهة. وموجة الإفلاسات المالية والفضائح المحاسبية التي ضربت العديد من كبريات الشركات في الاقتصاديات الليبرالية، والتي تعزى في جانب كبير منها إلى تشتت هيكل ملكية هذه الشركات وغياب مساهمين مرجعيين فيها يضطلعون بدور حوكمتها والسهر على حماية حقوق المساهمين فيها.

هذا وتكمن أهمية طبيعة هيكل الملكية (مشتتة/مركزة) في الشركة وهوية المساهمين فيها (عائليين، مؤسستيين، حكوميين (عموميين)، صناعيين، أجراء، صناعيين... إلخ) في كون أن المساهمين، ومن خلال جمعياتهم العامة (العادية والاستثنائية)، هم الوحيدون المخولون بوضع إستراتيجيتها وصياغة توجهاتها طويلة المدى. ومن تم يصبح من الضروري معرفة من يسيطر على الشركة (المساهمين أم المدراء، الوطنيين أم الأجانب... إلخ) وماهي أهدافهم من وراء التواجد في هيكل ملكيتها (تحقيق العائد، السيطرة، الحفاظ على مناصب العمل، إكتساب المهارات وتحويل التكنولوجيا، بناء شبكة من العلاقات والتقرب من مستويات القرار السياسي... إلخ). كما أن هيكل الملكية والتغيرات التي قد تطرأ عليه هي التي تتحكم في هيكل القوة، الحوافز ومستوى مشاكل الوكالة في الشركة (Quiry, P; Le Fur, Y, (2011, p. 924).

وعادة ما يسعى المساهمين المرجعيين في الشركات للتحكم في هيكل ملكيتها وذلك بغية السيطرة على مقدراتها وجعلها في خدمتهم ولو على حساب أقلية المساهمين، وذلك من خلال إستخدام مجموعة من الإستراتيجيات ذات طبيعة متعددة. ومسألة التحكم في هيكل ملكية الشركة هي مسألة نسبية، لا ترتبط فقط بنسبة ملكية المساهم في رأسمالها وإنما ترتبط أيضاً بنسبة ملكية باقي المساهمين وتوجهاتهم في يخص المشاركة في صنع القرار فيها، حوكمتها وصياغة إستراتيجيتها. وعلى سبيل المثال يمكن أن يعتبر مساهم ما يملك 05% في هيكل ملكية شركة ما، متحكماً فيها، إذا كانت باقي الأسهم موزعة على كبير من المساهمين بحيث لم يملك أي مساهم منهم ما يعادل 05% من الأسهم. وهناك مسألة أخرى تتعلق بعدد حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم، ففي ظل التوجه السائد نحو إستعمال حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم في إطار إستراتيجيات السيطرة على الشركات، لاسيما من خلال الأسهم بحقوق التصويت المتعددة والأسهم بدون حقوق تصويت، تصبح مسألة التحكم في هيكل ملكية الشركات أكثر تعقيداً. فالمساهم (أو مجموعة المساهمين) الذي يمتلك 33% من الأسهم ذات حق التصويت المضاعف في حين باقي الأسهم موزعة على عدد كبير من المساهمين، يمكن له التحكم في الشركة أفضل من مساهم يمتلك 45% من الأسهم ذات حق تصويت وحيد مع وجود مساهمين مرجعيين آخرين يمتلكان 25% و 30% من الأسهم ذات حق تصويت وحيد.

ومن الأمور التي تزيد من تعقيد مسألة التحكم في هيكل ملكية الشركات نجد الانتشار الكبير للصكوك الهجينة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، من قبيل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات القابلة للإستبدال بالأسهم، خيارات شراء الأسهم، وصولات الإكتتاب في الأسهم، السندات بوصول إكتتاب الأسهم... إلخ. و من هنا يصبح على المساهم (أو مجموعة المساهمين) الذي يريد التحكم في هيكل ملكية

شركة ما ملزماً الأخذ بعين الإعتبار عدد الأسهم التي يمكن أن تصدرها الشركة المستهدفة نتيجة لتحويل حاملي هذه الصكوك المهجينة إلى أسهم عادية، وهو أمر يجعل عملية السيطرة أكثر صعوبة وأعلى تكلفة.

كما تجدر الإشارة إلى أن التحكم في هيكل ملكية الشركات يختلف بحسب تسعيرها في البورصات من عدمه، حيث أنه على المساهم (أو مجموعة المساهمين) الذي يريد التحكم في هيكل ملكية شركة غير مسعرة في البورصة، أن يأخذ علماً بالعهدود بين المساهمين المبرمة بين مختلف المساهمين والتي تحكم الحياة الإجتماعية في الشركة.

6. هيكل ملكية الشركات التي تستثمر فيها الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي:

تعتبر العديد من الصناديق السيادية الخليجية مستثمرين نشطين، مثلما هو الحال بالنسبة لكل من الهيئة القطرية للإستثمار QIA، صندوق Dubai's Istimar المملوك لإمارة دبي و صندوق مبادلة Mubadala التابع لإمارة أبوظبي. ويعني هذا أن هذه الصناديق تسعى للعب دوراً إيجابياً في حوكمة الشركات التي تستثمر في رأسمالها، لاسيما من خلال الحصول على مقعد في مجلس إدارتها (Das, 2009, p. 08). وعلى العموم، ترتبط قدرة مساهم ما على لعب دور إيجابي في حوكمة شركة ما بعاملين رئيسيين هما: نسبة حقوق التصويت التي يتحكم فيها وطبيعة هيكل ملكية الشركة.

بيد أن هذين العاملين لا يخضعان لسيطرة المساهم وتحكمها مجموعة من الاعتبارات، منها ما هو مرتبط باللوائح المنظمة للشركات والأسواق المالية في البلدان المستضيفة ومنها ما هو نتاج واقع الشركة المستهدفة والقدرة المالية للمساهم. إذ أن اللوائح في الكثير من الدول والقوانين الأساسية للشركات تسقف عدد حقوق التصويت التي يمكن أن يتحكم فيها مساهم ما. وعادة ما يتم تخفيض وتشديد هذه السقف إذا كان المساهم (المستثمر) أجنبي فما بالك إذا كان أجنبي ومملوك للقطاع العام (صندوق سيادي مثلاً).

وفيما يخص طبيعة هيكل ملكية الشركة والتي يستدل عليها من خلال مؤشرين رئيسيين هما: هوية كبار المساهمين و كيفية توزيع الأسهم وحقوق التصويت (مشتتة/مركزة). فمن جهتها هوية كبار المساهمين (مرجعيين/ عابرين، وطنيين/أجانب، مؤسساتيين/أفراد، عموميين/خواص) ومالهدف الذي يسعون وراءه من الإستثمار في رأسمال الشركة (التحكم، العائد، حماية الإقتصاد الوطني، توفير مناصب الشغل... إلخ) تعطي للمساهم (المستثمر) فكرة أولية عن مدى إمكانية السيطرة على الشركة، حوكمتها وتوجيهها إستراتيجياً، وفي العادة يمكن السيطرة بسهولة على الشركات التي يمتلك أسهمها مستثمرين مؤسساتيين (صناديق تحوط، صناديق معاشات، شركات تأمين...)، إذ أن هذه الفئة من المساهمين تبحث عن تعظيم مكاسبها المادية من وراء شراء أسهم الشركات وإعادة التنازل عنها بحثاً عن فوائض القيمة (Brabet, 2002, pp. 203-224)، وفي الكثير من الحالات يعبرون من تدمرهم من إدارة الشركة من خلال عرض أسهمهم للبيع بأسعار منخفضة (Albouy & Schatt, 2009, pp. 297 – 315)، وهو ما يمكن أن يشكل فرصة للمساهمين ذوي الأفق طويل المدى من قبيل صناديق الثروة السيادية .

أما فيما يتعلق بكيفية توزيع الأسهم وحقوق التصويت في الشركات المستهدفة، فعادة ما يفضل المستثمرين الراغبين في السيطرة، تلك الشركات التي تتسم بتشتت هيكل ملكيتها وتوزيعه على عدد غير محدود من الأشخاص الطبيعيين والإعتباريين، مما يسهل عليهم جمع القدر الكافي من الأسهم وحقوق التصويت التي تسمح لهم بحوكمتها، من جهة. والسيطرة على الشركة المستهدفة بأقل قدر من حقوق التصويت، من جهة أخرى.

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن صناديق الثروة السيادية، وبصفتها مستثمر مؤسسي مملوك للدولة، مما يجعلها هدفاً مفضلاً لسياسات منع المستثمرين الأجانب من السيطرة على هيكل ملكية الشركات الوطنية في الدول المستضيفة، بداعي إعتبارات الأمن الوطني وحماية الصناعات والأصول الإستراتيجية. مدعوة أكثر من غيرها من المستثمرين إلى الأخذ بعين الإعتبار هيكل ملكية الشركات التي تود الاستثمار في رأسمالها. وفيمايلي سوف نحاول عرض وتحليل هيكل ملكية شركة Volkswagen التي يمتلك فيها صندوق قطر القابضة حصة تقدر ب 17%. يوضح الجدول رقم (03) توزيع هيكل ملكية الشركة.

جدول رقم (04) : توزيع هيكل ملكية شركة Volkswagen

المساهم	نسبة الملكية
بورش أوتوموبيل القابضة (شركة مملوكة لعائلة Porsche)	53,3%
مقاطعة سكسونيا السفلى	20%
شركة قطر القابضة	17%
مساهمين آخرين	9,70%

المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير الشركة.

يتضح من الجدول أعلاه أنه وعلى الرغم من إمتلاك الصندوق القطري لنسبة معتبرة في هيكل ملكية شركة Volkswagen، إلا أنه لا يمكن لهذا الصندوق التحكم في القرار فيها. ويرجع ذلك إلى هوية كبار المساهمين في الشركة وتركز ملكيتها في يد عدد قليل من المساهمين المرجعيين، حيث أن أكبر مساهم في الشركة هو شركة ألمانية تمتلكها عائلة ألمانية. ومن المعروف أن المساهم العائلي هو مساهم مرجعي و ذو أفق طويل الأمد، وعادة ما يمتلك حصص معتبرة في الشركات التي يستثمر فيها بما يسمح له بالتحكم فيها، وفي حالة شركة Volkswagen يمتلك المساهم العائلي نسبة 53,3% التي تسمح له بالتمتع بالأغلبية البسيطة وحده ودون التحالف مع أي مساهم آخر. كما أن ثاني أكبر مساهم في الشركة عبارة عن مساهم حكومي يمتلك حصة معتبرة تقدر بـ 20% ومن المفروض أن يكون له دور محوري أيضاً في حوكمة الشركة و إتخاذ القرار فيها. وتشير هذه المعطيات أن أي تحالف أو تفاهم بين هذين المساهمين المرجعيين في الشركة يمكن أن يجيد المساهم القطري ويجرمه من أي دور في حوكمة الشركة ووضع إستراتيجيتها.

ولكن هذا لا يعني أن استثمار الصندوق السيادي القطري " قطر القابضة" في شركة Volkswagen بلا مغزى، حيث لا تعد السيطرة على هيكل ملكية الشركة هي الطريقة الوحيدة للاستفادة من تكنولوجيتها، بل هناك طرق عديدة تستعمل في دفع شركة إلى الاستثمار في بلد أجنبي من قبيل إبرام الشركات، الدخول في التحالفات وتمويل صناديق الأسهم الخاصة وصناديق المخاطرة. كما أن تنوع علاقات (الشراء، التوريد، التمويل، القرض... إلخ) مع الشركات المستهدفة يساهم أياً مساهمة في دفعها إلى تحويل بعض أو كل أنشطتها إلى البلدان التي توجد فيها الشركات التي تقيم معها هذه العلاقات، وتعتبر الصين من البلدان التي استخدمت هذه المقاربة في استمالة الشركات الغربية للاستثمار فيها.

7. صناديق الثروة السيادية الخليجية وتنوع الاقتصاد:

سعت دول مجلس التعاون الخليجي في العقود الأخيرة إلى تنوع مصادر دخلها وتوسيع قاعدتها الإنتاجية، وذلك بما يسمح لها بتقليل الاعتماد بشكل أساسي على النفط كمحرك لعملية التنمية الاقتصادية فيها. وقد بدلت في ذلك جهودات حثيثة من أجل توفير البيئة الملائمة لإحداث الوثبة التنموية المرجوة وحلق أفضل الظروف لدفع عجلة الاستثمار خارج القطاعات النفطية) محمود(17-94, pp. 2016, . وقد ارتكزت مقاربات تنوع الاقتصاد في هذه البلدان على جلب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى جانب تحفيز القطاع الخاص المحلي. وفي هذا الإطار شكل جلب الاستثمارات الأجنبية، لاسيما المباشرة منها، محوراً مهماً ضمن خطط التنمية والتنوع الاقتصادي التي تبنتها دول مجلس التعاون الخليجي منذ أكثر من 35 سنة، حيث ركزت دائماً على ترقية مناخ الأعمال في هذه الدول وتحسين ترتيبها ضمن المؤشرات العالمية التي يوليها المستثمرون الأجانب أهمية كبرى عند إتخاذ قرار الاستثمار في الخارج . ويعكس هذا المعطى إيمان القائمين على اقتصاديات هذه الدول بأن الاستثمارات الأجنبية يجب أن تلعب دوراً رائداً في خطط تنوع الاقتصاديات وتوسيع قاعدتها الإنتاجية، وذلك لما يتميز به هذا النوع من الاستثمارات الأجنبية من تحويل التكنولوجيا والخبرات إلى الدول المضيفة.

هذا ويقع هدف تنوع الاقتصاد على رأس قائمة الأهداف التي حملت دول مجلس التعاون الخليجي على إنشاء صناديق الثروة السيادية والريادة فيها، وذلك لكي تشكل إحدى الروافع المهمة في مساعي التنوع هذه، حيث توصلت العديد من الدراسات التي أجريت في هذا الصدد إلى صناديق الثروة السيادية الخليجية لا تحتم كثيراً بالمؤشرات المالية للشركات التي تستهدفها وإنما تضع نصب أعينها الشركات التي تنشط في القطاعات الإستراتيجية (Amar, Carpentier, & Lecourt, 2018) . وساعد في ذلك أن صناديق الثروة السيادية - بطبيعتها- تستثمر في صناعات غير تلك الصناعات الرائدة في بلدانها الأصلية، مما يؤهلها للعب دور محوري في مسار تنوع اقتصاديات الدول

المالكة لها عبر بوابة تحويل التكنولوجيا والخبرات (Chhaochharia & Laeven, pp. 59-69). وواقع الحال أن العديد من صناديق الثروة السيادية الخليجية هي صناديق إستراتيجية لا تهدف فقط خلق القيمة للمساهمين (Shareholder Value) في شكل عائد مالي، بل تسعى كذلك إلى خلق القيمة للبلد ككل (National Shareholder Value) من خلال خدمة مصالحه الإقتصادية (Haberly, 2011, pp. 1833-1852)، ومن هذا المنطلق أوكلت إلى هذه الصناديق مهمة تنوع مصادر الدخل لهذه الدول في الوهلة الأولى وتوسيع القاعدة الإنتاجية في المرحلة الثانية. كما أن التحول الجوهرى الذي عرفته صناديق الثروة السيادية لبلدان مجلس التعاون الخليجي - مثلما أشار Haberly سنة 2011- من صناديق تهدف للبحث عن العوائد المالية إلى صناديق إستراتيجية تهدف إلى ترقية بعض الصناعات الإستراتيجية في بلدانها الأصلية، يعد إستجابة لمعطين أساسيين هما: إستمرار إرتباط إقتصاديات هذه الدول بأسعار النفط في الأسواق العالمية وضرورة تنوع هذه الإقتصاديات (Haberly, 2011, pp. 1833-1852).

هذا و تجدر الإشارة إلى أن مضاعفة قيمة الصندوق السيادي السعودي 04 مرات، لتصل قيمته إلى أكثر من 2000 مليار دولار في سنة 2020 بدل من 595 في وقت الإعلان، تدرج في إطار خطة تنوع الإقتصاد السعودي 2030. ونفس الشيء تقع إستثمارات الصناديق السيادية لإمارة أبوظبي في قلب رؤية أبوظبي (Schna, 2013, p. 81).

8. الاستثمار في رأسمال الشركات الغربية وتحويل التكنولوجيا:

إن من بين الأهداف التي رسمت لصناديق الثروة السيادية في بلدان مجلس التعاون الخليجي، هو تنوع إقتصاديات هذه البلدان، لاسيما خلال جلب التكنولوجيا الرائدة في العديد من المجالات التي تعتبر حيوية بالنسبة لهذه الإقتصاديات. وفي الغالب تعتبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة أفضل وسيلة لتحويل التكنولوجيا من البلدان الأصلية إلى البلدان المستقبلية. وعلى العموم تنتقل هذه الاستثمارات بحثاً عن الفرص الإستثمارية والحصص السوقية، ولكن قد يدفعها للانتقال إلى بلد إستقبال دون آخر ملكية أحد الكيانات المملوكة لذلك البلد لحصة معتبرة في هيكل ملكية الشركة صاحبة الإستثمار المباشر و/أو وجود شراكة إستراتيجية بين صندوق إستثمار من البلد المضيف والشركة المستثمرة. وذلك على أساس أن إستراتيجية الشركة هي مجرد إنعكاس لهيكل ملكيتها وموازين القوى داخله في إطار ما يعرف بجغرافية رأسمال الشركة (Quiry, P; Le Fur, Y, 2011). وفي هذا الصدد تكال التهم لصناديق الثروة السيادية - من لدن المسؤولين في الدول الغربية - بأنها تتبع أهدافاً جيوسياسية وإستراتيجية قد تنطوي على دعم شركائها الرائدة من خلال إستخلاص تكنولوجيا الشركات الغربية وتحويلها إليها (Hemphil, 2016, pp. 551-566).

ولقد سعت صناديق الثروة السيادية لبلدان مجلس التعاون الخليجي ليس فقط إلى تملك حصص معتبرة في هيكل ملكية العديد من الكيانات بل إلى بناء مجموعة من التحالفات والشراكات مع العديد من الكيانات الصناعية والمالية في الدول المتقدمة، وذلك بهدف تشكيل شبكة من العلاقات (ممول، مشتري، مورد)، بما يسمح لها من التأثير في إستراتيجياتها طويلة المدى وجعلها تقوم بتوجيه بعض إستثماراتها نحو البلدان المالكة لهذه الصناديق. وواقع الحال أن الصناديق السيادية لكل من الإمارات العربية المتحدة وقطر قد أستخدمت كأدوات إستراتيجية من أجل تطوير صناعة الطيران مثلما أستخدمت الصين صندوقها السيادي CIC في إطار سياستها لتوفير المواد الأولية لإقتصادها النامي (Haberly, 2011, pp. 1833-1852).

هذا ويمكن القول أن إستثمارات صناديق الثروة السيادية لكل من قطر والإمارات العربية المتحدة في رأسمال مجمع EADS وعناقيد الشركات النشطة في مجال تكنولوجيا صناعة الطائرات، هو جزء من خطة مدروسة من طرف حكومات هذه الدول لإدارة إندماج شركاتها العاملة في مجال صناعة الطيران ضمن شبكة الإنتاج الشاملة التي يملكها هذا المجمع بصفته واحداً من رواد قطاع صناعة الطيران على المستوى العالمي (Braundtein, 2018).

ومن أفضل الأمثلة على هذه الإستراتيجية ماقام به الصندوق السيادي مبادلة Mubadalat التابع لإمارة أبو ضبي، و يهدف هذا الصندوق من وراء شراء حصص في هيكل ملكية شركات غربية إلى جعلها تقوم ب جلب إستثماراتها إلى إمارة أبو ضبي، حيث قام هذا الصندوق بشراء 05% من رأسمال شركة فيراري لسباقات الفورمولا 1 وهو الأمر الذي مكن من نقل أحد سباقات الجائزة الكبرى إلى الإمارة، وكذلك ظهور شعار صندوق مبادلة على سيارات فيراري. كذلك وفي إطار نفس الإستراتيجية قام صندوق مبادلة بالدخول في عقد شراكة قيمته 08

مليار دولار مع شركة جنيرال إلكتريك (GE) بما يسمح له بأن يصبح مساهم مرجعي طويل الأمد في رأسمال شركة جنيرال إلكتريك (GE)، ويدفعها نحو القيام بجلب التكنولوجيات المتطورة التي تتحكم فيها في مجالات الطاقات النظيفة، الطيران والمالية، إلى الإمارة بما يساهم في تنوع اقتصادها (Hemphil, 2016, p. 02).

9. إستثمارات صناديق الثروة السيادية الخليجية والحصول على تكنولوجيا الطاقات المتجددة:

لقد أظهرت صناديق الثروة السيادية للدول المصدرة للهيدروكربونات، لاسيما الخليجية منها، إهتماماً واضحاً بقطاع الطاقات المتجددة. وذلك في إطار تنوع إقتصادياتها وجرها بعيداً عن تأثيرات تقلبات أسعار النفط. ومن أهم المبادرات في هذا الاتجاه محاولة دولة الإمارات العربية المتحدة تأسيس مركز إمتياز للطاقات المتجددة في سنة 2006، وهو مؤسسة مملوكة للدولة تابعة لصندوق مبادلة، تتمثل مهمته في العمل على تنوع اقتصاد الإمارة في إطار رؤية 2030 (Schna, 2013, p. 80). كما يمتلك هذا الصندوق السيادي حصص معتبرة في العديد من الكيانات التي نشط في قطاع الطاقات المتجددة والجدول رقم 04 يوضح ذلك.

جدول رقم (05) : الحصة الرئيسية التي يمتلكها صندوق مبادلة في كيانات الطاقات المتجددة.

الكيان	نسبة الملكية (%)
E-ON Masdar Integrated Carbon	50
London Array	20
Torresol Energy	40
Shams	60

المصدر: Santisso, 2013

ونفس الشيء تعمل الهيئة القطرية للإستثمار QIA في إطار المهمة المنوطة بها لتنوع الإقتصاد القطري على إحتضان الطاقات المتجددة، وفي هذا الصدد تدرج إستثماراتها في Iberdrola الإسبانية و EDP البرتغالية (Schna, 2013, p. 81). ومن الطبيعي أن تتسم إستثمارات صناديق الثروة الخليجية بصفتها دول مصدرة للهيدروكربونات بالطابع الإستراتيجي، فينبغي على هذه الدول التماشي مع التطور التكنولوجي المذهل الذي يعرفه قطاع الطاقة، وذلك لضمان مستقبلها الطاقوي لاسيما في ضل بداية تحول الميزة التنافسية لمصلحة الطاقات المتجددة على حساب الطاقات التقليدية. و في الواقع لا تخضع إستثمارات الصناديق السيادية في قطاع الطاقات المتجددة للمنطق المالي فقط بل تتجاوز إلى أهداف توفير الطاقة بالنسبة لصناديق الدول المستهلكة للطاقة وتنوع الإقتصاد بالنسبة لصناديق الدول المنتجة لها. وفي هذا الصدد يقول P. J. Schna أنه من السداحة إعتبار إستثمارات صناديق الثروة السيادية في قطاع الطاقة إستثمارات تخضع فقط للإعتبارات المالية (Schna, 2013, p. 79)، بل أن هذه الصناديق تسلك سلوك المستثمرين الإستراتيجيين كصناديق أسهم خاصة أو كشركاء إستراتيجيين Strategic Co-Investor or Strategic Partner للشركات العاملة في قطاع الطاقات المتجددة.

10. صناديق الثروة السيادية الخليجية والاستثمار في التكنولوجيات الجديدة:

على العكس من الإعتقاد السائد بأن صناديق الثروة السيادية تستثمر في رأسمال الشركات التي تنشط في قطاعات الخدمات المالية والمواد المعدنية، هناك توجه جديد بدأ يتبلور منذ الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. و يتمثل هذا التوجه في ميل صناديق الثروة السيادية إلى الإستثمار في شركات قطاع التكنولوجيا والشركات التي تشتغل في قطاعات كثيفة التكنولوجياً مثل تكنولوجيا المعلومات، الصناعات الصيدلانية، الرعاية الصحية، الشركات الناشئة. وفي هذا الصدد تشير المعطيات حول صفقات صناديق الثروة السيادية أن إستثماراتها في شركات التكنولوجيا نمت في سنة 2012 بـ 90%، مما يؤشر على حدة ميل هذه الصناديق إلى الإستثمار في القطاعات الصناعية ذات القيمة المضافة المرتفعة (Dyck & Morse, 2011). ويعد قيام الصندوق السيادي الصيني CIC بالإستحواذ على حصص في رأسمال كل من الشركة الصينية الناشئة Alibaba وشركة Intel الأمريكية من بين أفضل الأمثلة على هذا التوجه.

هذا ولم تتخلف صناديق الثروة السيادية الخليجية وعلى رأسها هيئة الإستثمار القطرية QIA ومبادلة الإماراتية عن السباق المحموم لاستمالة شركات قطاع التكنولوجيا. وأستخدمت في ذلك حزمة من الإستراتيجيات منها التملك و/أو التحالفات و/أو الشراكات، ناهيك عن الإستثمار في صناديق الأسهم الخاصة Private Equity Funds وصناديق رأسمال المخاطرة Venture Capital. ويدخل ضمن هذا الإطار إستحواد هيئة الإستثمار القطرية على 3% من رأسمال عملاق التكنولوجيا الألماني Siemens والدخول في تحالف إستراتيجي معها، وقيام صندوق مبادلة الإماراتي بالإستحواد على الشركة EMI البريطانية من خلال شراكة مع Sony/ATV ومجموعة أخرى من المستثمرين، وهو ما شكل أنداك أكبر صفقة قام بها صندوق سيادي على شركة تنشط في قطاع التكنولوجيا، حيث قدرت بـ 2,2 مليار دولار. هذا و يعتبر صندوق مبادلة واحد من أنشط صناديق الثروة السيادية الإستراتيجية على المستوى العالمي، لاسيما في مجال التكنولوجيات الجديدة. وهو مؤسسة رائدة في الإستثمار في العديد من القطاعات كثيفة التكنولوجيا مثل، الرعاية الصحية التي خصص لها فرعاً تابعاً يسمى Mubadala Healthcare. كما يسعى هذا الصندوق إلى تحويل إمارة أبوظبي إلى مركز إقليمي وعالمي لعنايق تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. وفي هذا الصدد دأب هذا الصندوق على تملك حصص في شركات التكنولوجيا الرفيعة مثل AMD و GE ، Prodesa ، system ، EMI ، eCullet ، FRX Polymers... إلخ، والدخول في شراكات مع شركات التكنولوجيا مثل الشركة الأمريكية HP التي يمتلك معها بالشراكة شركة التكنولوجيا Injazat Data Systems (Santiso, p 69). الجدول رقم 05 أسفله يقدم أهم الحصص التي يمتلكها صندوق مبادلة في شركات قطاع التكنولوجيا داخل إمارة أبوظبي وخارجها.

جدول رقم (06) : أهم الحصص التي يمتلكها صندوق مبادلة في شركات قطاع التكنولوجيا

النسبة الملكية	القطاع	الكيان
100	Aerospace and Defense	Abu Dhab Aircraft Technologies LLC
19	Semiconductors	Advanced Micro Devices, Inc
10	Biotechnology	Al Wathbat Marionnet LLC
30	Information & Communications	Etisalat Nigeria
19	Semiconductors	Caxelda

المصدر: Santiso, 2013, p71

كما ساعد صندوق مبادلة في إنشاء كيان إستثماري آخر مملوك للإمارة (ATIC : Advanced Technology Investment Company) تمثلت مهمته الأساسية في تمكين الإمارة من الولوج إلى أحد الصناعات المفتاحية الكثيفة التكنولوجيا والمعرفة، ألا وهي صناعة أشباه الموصلات Semiconductor. وضمن هذا المسعى قام هذا الصندوق بتوقيع اتفاقية مع المجموعة العالمية AMD من أجل إنشاء مصنع لأشباه الموصلات، تم مافتي أن استحوذ عليه بالكامل بالإضافة إلى شراء شركة سنغافورية متخصصة في نفس المنتج. وهو ما جعل من ATIC لاعباً رئيسياً في قطاع لأشباه الموصلات لاسيما بعد قيامها بإفنتاح مصنع وصف أنه الأكثر تقدماً في هذه الصناعة في نيويورك الأمريكية سنة 2012 (Santiso, 2013, p. 71). وتجدر الإشارة إلى أن مبادلة ليست الدراع الإستثمارية الوحيدة لإمارة أبوظبي في قطاع التكنولوجيا، بل أن هيئة الإستثمار لأبو ضي ADIA تساهم أيضاً في جهود تحويل الإمارة إلى قطب إمتياز تكنولوجي، لاسيما من خلال إستثمارها في صناديق رأسمال المخاطرة. وفي هذا الإطار قام هذا الصندوق الإستثماري بالمساهمة في رأسمال صندوق رأسمال المخاطرة الأمريكي New Venture Partner's المتخصص في عمليات تفتيت شركات التكنولوجيا، وهو صندوق ذو باع طويل في هذا المجال عمل على شركات غربية عديدة، تسعى الإمارة إلى الحصول على تكنولوجياتها مثل: Intel، Boeing، Philips، BT و Telestra.

وفي دولة قطر التي تعمل أدرعها الإستثمارية الثلاث، الهيئة القطرية للإستثمار QIA وفرعها التابع قطر القابضة Qatar Holding ومؤسسة قطر Qatar Foundation، كصناديق سيادية إستراتيجية تهدف إلى تنويع الاقتصاد الوطني، شكل قطاع التكنولوجيات الجديدة، بصفته قطاع غير مرتبط مع قطاعي النفط والغاز وذو قيمة مضافة مرتفعة، مجالاً مهماً لتنويع الدخل وإكتساب تكنولوجيات جديدة، لاسيما

في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. ويعتبر قيام ومؤسسة قطر Qatar Foundation بشراء 5% من رأسمال الشركة الهندية Bharti airtel LTD مقابل 1,26 مليار دولار أمريكي، واحدة من الصفقات التي تدل على الأهمية التي توليها دولة قطر لتموقع مؤسساتها في قلب صناعة الاتصالات. فشركة Bharti airtel LTD شركة رائدة في مجال شبكات الهاتف النقال في آسيا ولها تواجد قوي في إفريقيا، مما يساعد الرأسمال السيادي القطري على إيجاد موطأ قدم في هذه الأسواق الناشئة وفي صناعة ذات قيمة مضافة عالية. ويوضح الجدول أسفله الحصص التي تمتلكها الصناديق السيادية القطرية في بعض شركات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.

جدول رقم (07) : حصص ملكية الصناديق السيادية القطرية في بعض شركات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.

الشركة	رأس المال (%)
لاجاردار Lagardère	13%
كيو تيل Qtel	50,60%
تيركيفاز Turkuvaz	25%

المصدر: Santisso, 2013, p82

ولم تقتصر الإستراتيجية القطرية الرامية إلى التوسع في قلب قطاع التكنولوجيا على قيام صناديقها السيادية بإمتلاك حصص في رأسمال الشركات الرائدة في هذا القطاع، بل تعدت إلى قيام هذه الصناديق بالإستثمار في صناديق الأسهم الخاصة وصناديق رأسمال المخاطرة التي تنشط في هذا المجال. ومن بين الصفقات ضمن هذا المسعى نجد قيام ومؤسسة قطر Qatar Foundation بإستثمار 400 مليون دولار في صندوق لتطوير التكنولوجيات الخضراء بالشركة مع المملكة المتحدة UK-Qatar Clean Technological Investment Fund)، وقيام الهيئة القطرية للإستثمار QIA بتأسيس صندوق Aventicum Capital Management بالشركة مع بنك Credit Suisse الذي تمتلك حصة 6% من رأسماله (Santiso, 2013, p. 72).

لكن تجدر الإشارة إلى أن مهمة الصناديق السيادية في تحويل التكنولوجيا مهمة من الصعوبة بما كان، إذ تكتنفها العديد من العراقيل والقيود التي تضعها في غالب الأحيان الدول الأصلية التي تنتمي إليها الشركات التي تستهدفها الصناديق السيادية.

11. التجارب الدولية الرائدة في مجال استخدام صناديق الثروة السيادية في تحويل التكنولوجيا:

على الرغم من أن بلدان مجلس التعاون الخليجي كانت السبابة إلى تأسيس صناديق الثروة السيادية وتعتبر رائدة في هذا المجال بما تملكه من رصيد ثري في إدارتها ووضع إستراتيجيتها، إلا أن هذا لا يمنع من إستفادتها من تجارب بعض الدول التي شكلت صناديق ثروة سيادية من عوائد غير معدنية مثل الصين وسنغافورة. وفي هذا الصدد، يمكن إستلهاهم بعض الدروس من تجربة صندوق CIC الصيني و Temasek السنغافوي.

1.11. الدروس المستفادة من تجربة صندوق CIC الصيني:

تعتبر الصين مثلاً يجتدا به في تطوير نموذج نموي أعتمد على إستقطاب الإستثمارات الأجنبية وما يترتب عنها من تحويل التكنولوجيا والمعارف التقنية من البلدان الصناعية إلى بلد كان مند عقود قليلة يزرع تحت وطأة التخلف، الفقر والبطالة... إلخ. ولقد ساهمت صناديق الثروة السيادية الصينية (CIC, SAFE) في هذا المسعى، لاسيما من خلال تملكها حصص معتبرة و/أو إبرام شراكات و تحالفات مع شركات رائدة تكنولوجياً خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، كندا وأستراليا، حيث لا تتبع إستراتيجية التنوع الهادفة إلى تعظيم العوائد. إذ وعلى الرغم من إدعاء الصين بأن صناديقها السيادية تهدف إلى تحقيق أهداف تجارية (مالية) محضة، إلا أن إلقاء نظرة على الحصص المباشرة التي تمتلكها هذه الصناديق يظهر نمط واضح بأن CIC و SAFE يركزان استثمارهما في قطاعات المالية، المواد الأولية، التكنولوجيا والطاقة، كما أن هذا النمط في الإستثمار أصبح أكثر وضوحاً بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، بحيث أصبحت الصين أقل تحفظاً في استخدام صناديقها السيادية لأهداف إستراتيجية (Balding & Shakeel, 2013).

وفي إطار إستعمال دولة الصين لصناديقها السيادية كرافعة أساسية ضمن خطتها التنموية الطموحة، تكفلت هذه الصناديق بضمان أمن وإستدامة إمدادات الطاقة والمواد الأولية لإقتصادها النامي بمعدلات مضطربة. وفي هذا الصدد تركزت الإستراتيجية الإستثمارية لصندوق CIC على ثلاث مرتكزات كمايلي (Haberly, 2011, pp. 1833-1852):

- امتلاك حصص معتبرة تجعل منه المساهم المرجعي في شركات غربية تنشط في قطاعات المواد الأولية والطاقة؛
- الاستثمار في رأسمال المؤسسات ذات التوجه القوي نحو السوق الصينية مما يجعل منها أكثر إهتماماً بحالة الاقتصاد الصيني؛
- التنسيق في قرارات شراء الحصص مع المؤسسات الصينية الأخرى المملوكة للدولة من أجل بناء تحالف صيني في هيكل ملكية الشركات المستثمر فيها؛

ومن بين أفضل الأمثلة على الصفقات التي تدخل ضمن هذه الإستراتيجية نجد قيام صندوق CIC بشراء حصة في شركة Fortescue الأسترالية التي تعتبر ثالث أكبر منتج لمعدن الحديد في هذا البلد وأحد الموردين الرئيسيين لقطاع صناعة الصلب في الصين. وذلك بالتنسيق مع شركة Hunan Valin الصينية التي تعتبر ثاني أكبر مساهم في Fortescue بحصة من رأسمالها تقدر بـ 17,50% وشركة أخرى صينية هي Baosteel التي قامت بالدخول في شراكة مع Fortescue.

وعلى هذا الأساس فإن صناديق الثروة السيادية الخليجية مدعوة إلى الإقتداء بما يقوم به الصندوق الصيني في قطاع الطاقة وإمتلاك من 15 إلى 20% في أسهم شركات القطاعات التي تعتمز الدول الخليجية التحكم في تكنولوجيتها مثل صناعة الطيران، وذلك بما يسمح لها بالتحكم في هيكل ملكية الشركات التي تستثمر فيها من خلال إمتلاكها لصفة أكبر مساهم (المساهم المرجعي) وبما يسمح لا من الحصول على مقعد في مجلس إدارة الشركات التي يستثمر في أسهمها (Haberly, 2011, pp. 1833-1852).

2.11. تجربة صندوق Temasek في مجال التكنولوجيات المتقدمة:

تتماشى إستراتيجية صندوق Temasek في الاستحواذ على شركات التكنولوجيا وتشكيل صناديق رأس المخاطرة التي تعنى بالاستثمار في رؤوس الأموال الخاصة للشركات التي تنشط في هذا القطاع، مع طبيعة الاقتصاد السنغافوري المبني على اقتصاد المعرفة. وضمن هذا الإطار تندرج الصفقات التي أبرمها هذا الصندوق مع كيانات التكنولوجيا داخل وخارج سنغافورة، حيث يدير هذا الصندوق مجموعة من علاقات الملكية والإستثمار في العديد من كيانات التكنولوجيا. وفيما يخص عمليات الإستحواذ، يمكن ذكر ملكية هذا الصندوق لـ 54% من رأسمال شركة الإتصالات السنغافورية SingTel، و35% في رأسمال الشركة الناشئة The Mobile Gamer، بالنسبة للصفقات المحلية. والإستحواذ على الشركة الناشئة الأمريكية Amobee.

أما فيما يخص تشكيل صناديق رأسمال المخاطرة، فقد قام هذا الصندوق في سنة 2011 بتأسيس صندوق SingTel Innov 8، والذي خصص لعمليات الإستحواذ على الشركات الناشئة في قطاع التكنولوجيا. ولقد بدأ هذا الصندوق أولى عملياته سنة 2012، حيث قام بالإستحواذ على حصص في كل من الشركة التايوانية الناشئة General Mobi وشركات السيليكون فالي Silicon Valley في الولايات المتحدة الأمريكية.

12. القيود على استثمارات صناديق الثروة السيادية:

في مطلق الأحوال ترحب الدول بالاستثمارات الأجنبية وتبذل قصارى جهودها من أجل استقطابها، وذلك نظراً للمزايا العديدة التي تقدمها، لاسيما على صعيد جلب رؤوس الأموال، تنويع الإقتصاد وتحويل التكنولوجيا. وواقع الحال أن أغلب دول العالم تقوم بوضع السياسات المساعدة على تسهيل وترقية تدفق الإستثمارات الأجنبية المباشرة إليها. لكن تسهيل وترقية تدفق الإستثمارات الأجنبية إلى الدول المستضيفة لا يعني فتح الأبواب على مصراعها أمام المستثمرين الأجانب، بل هناك إعتبارات و ضوابط عديدة تحكم هذه العملية. وفي الغالب ترتبط هذه الإعتبارات بمهية القطاعات التي ينشطون فيها، نسبة تملكهم، الدول التي أتو منها ومدى تأثير تواجدهم على درجة المنافسة في إقتصاديات البلدان المستضيفة. وفي هذا الإطار نجد أن أغلب دول العالم، وحتى المتقدمة منها، تضع القيود أمام الإستثمارات الأجنبية المباشرة في القطاعات التي تمس بالأمن الوطني، الصناعات الإستراتيجية، إمتلاك الأراضي والموارد الطبيعية، النظام العام والمنافسة (Unctad, 2018, pp. 83-87). وعلى الرغم من أن إعتبارات حماية الأمن الوطني والصناعات الإستراتيجية تكتسي طابع الأولوية لدى الدول المستضيفة في سياق قيامها بعملية فحص صفقات حصول المستثمرين الأجانب على حصص في الشركات الوطنية، إلا أن هذان المفهومان بقيا غير واضحين ويختلفان من دولة إلى أخرى (Hemphil, 2016, p. 558).

وعلى الخصوص يتم تشديد هذه القيود إذا كان المستثمر الأجنبي مملوكاً أو مسيطراً عليه من طرف الدولة (Hemphil, 2016, pp. 551-566) (State owned or State controlled)، حيث تتاب الدول المستضيفة في هذه الحالة شواغل إضافية خصوصية تتعلق بكون المستثمر الأجنبي مملوك لدولة أجنبية، فتقوم بتسقيف الحصص التي يمكن أن يحصل عليها في رأسمال شركاتها- مثلما هو الحال في إيطاليا (Hemphil, 2016, p. 558) - و/أو وضع متطلبات إضافية للفحص والتفتيش للصفقات (Cohen, 2017, pp. 713-731)، وقد يصل بها الأمر إلى رفض الاستثمار الأجنبي مثلما حدث سنة 2005 في صفقة شراء Unocal الأمريكية من طرف شركة CNOOC التي تسيطر عليها الحكومة الصينية، وفي سنة 2006 في صفقة شراء موانئ دبي DP المملوكة لإمارة دبي لشركة بريطانية تملك حقوق تسيير 06 موانئ في الولايات المتحدة. إذ عادة ما ينظر إلى الكيانات الاستثمارية التي تتحكم فيها الحكومات على أساس أنها تسعى إلى تحقيق أهداف غير تجارية. وفي هذا الصدد يقول كاتب الدولة الأمريكي المساعد للأسبق للخزانة لورنس سامرز أن « منطلق النظام الرأسمالي يقوم على قيام حملة الأسهم بدفع الشركات نحو تعظيم قيمة الأسهم. ومن الواضح أنه ليس هذا هو الباعث الوحيد الذي يدفع الحكومات كمساهمين. إنهم يرغبون في رؤية شركاتهم الوطنية تتنافس بفعالية أكبر، أو تحصل على التكنولوجيا، أو تمارس نفوذاً » (Cohen, 2017, p. 719) هذا وتبلغ القيود على الإستثمارات الأجنبية دروتها إذا كان الكيان الإستثماري الأجنبي صندوق ثروة سيادي لا يتسم بالشفافية، يدير قدر كبير من الأصول و مملوك لدولة تتداخل فيها الاعتبارات السياسية مع المعايير الاقتصادية. وواقع الحال أن نقطة التحول في تعامل الدول المضيفة مع صناديق الثروة السيادية كانت في سنة 2007، حدثت عندما أسست الصين وروسيا صناديقهما السيادية، وهما دولتان ذات طموحات جيوسياسية معروفة، ومن المتوقع أن تستخدمها هذه الصناديق لتحقيق أهداف غير معلنة من قبيل التحكم في الصناعات الإستراتيجية في الدول المضيفة وتحويل التكنولوجيا و المعرفة (Cohen, 2017, p. 719). ووفقاً لهذا الإتجاه كانت الإستثمارات الأجنبية الصينية وعمليات الإستحواذ التي يقوم بها الصندوق السيادي الصيني في الولايات المتحدة، هي الضحية الأكبر لتطبيق القيود المرتبطة بالأمن الوطني على عمليات الإستحواذ التي تقوم بها كيانات أجنبية، إذ نجد أن لجنة الإستثمارات الأجنبية في هذا البلد CFIUS، تقوم بفحص صفقات الإستحواذ وتقدم رأياً فيها وغالباً ماترفض إتمام العديد منها بحجة مساسها بالأمن القومي (Unctad, 2019), pp. 89.

كما تجدر الإشارة إلى أن الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة هي التي أصبحت أكثر ميلاً لتشديد الرقابة على الإستثمارات الأجنبية ووضع القيود أمامها بحجة حماية الأمن الوطني، الصناعات الإستراتيجية، المنشآت الحيوية، حماية المنافسة. وأن البلدان الناشئة في شرق آسيا أضحت أكثر ترحيباً بالإستثمارات الأجنبية من الولايات المتحدة والإتحاد الأوروبي (Cohen, 2019), p. 93 (Unctad, 2019), p. 719.

ومن هنا أضحي من الضروري على صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي إعادة صياغة إستراتيجية إنتشارها الجغرافي، لكي تأخذ بعين الإعتبار ليس فقط التسهيلات التي تقدمها البلدان الناشئة في آسيا وإنما أيضاً التحولات العميقة في الإقتصاد العالمي التي جعلت من هذه الدول مركز ثقل الإقتصاد العالمي ومحركه من خلال معدلات النمو التي تحققها. وعلى الرغم من أن توجه صناديق الثروة السيادية نحو الاقتصاديات والأسواق الناشئة ليس بالأمر الجديد إلا أنه أصبح أكثر تسارعاً منذ الأزمة المالية العالمية. وفي هذا الإطار توصلت دراسة Santiso و Avandano أن الوجهة الأولى لصناديق الثروة السيادية هي البلدان الناشئة في شرق آسيا (Santiso & Avandano, 2009, pp. 1-50) وبالفعل قامت هذه الصناديق بعملية إعادة توزيع استثماراتها على صعيد توزيعها الجغرافي، بما يخدم توجيهها أكثر نحو الدول الناشئة في آسيا، أمريكا اللاتينية وإفريقيا (Behrendt, 2008), p. 05. وضمن هذا التوجه الجديد لصناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي صرح رئيس هيئة الاستثمار الكويتية في بداية الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 « لمادا نواصل الاستثمار في اقتصاديات معدلات نموها 02% في حين يمكننا الاستثمار في اقتصاديات معدلات نموها 07% ».

13. تعزيز الشفافية، بوابة كسب الثقة وتبديد المخاوف:

إذا كانت صناديق الثروة السيادية والشركات القابضة الروسية والصينية يؤخذ عليها أنها أدرع إستثمارية في خدمة الأهداف الإستراتيجية غير المعلنة والغايات السياسية المبطنة للحكومتين الروسية والصينية. وهما دولتين ينظر إليهما بعين الشك والريبة من لدن حكومات وشركات الدول المتقدمة، فإن ما يؤخذ على صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي هو ضعف شفافتها وعدم إفصاحها عن معلومات تم

الهيئات المنظمة لعملها في الدول المستضيفة. وواقع الحال أن التداخل الموجود بين مستويات القرار السياسي في هذه الدول والهيئات التي تدير هذه الصناديق وغياب الإفصاح الكافي عن حجم الأصول التي تديرها و السياسة الإستثمارية التي تتبعها بالإضافة إلى تعقيد هيكل ملكيتها (Behrendt, 2008), p. 05)، قد جعلها توصف بكونها غير شفافة وتسمى إلى تحقيق أهداف جيوسياسية. وفي هذا الصدد، تمثل هيئة أبو ضبي للإستثمار أفضل مثال عن عدم الإفصاح الكافي والضعف التي جعلت صناديق الإستثمار الخليجية توصف بغير الشفافة، إذ لا يوفر هذا الصندوق السيادي الإماراتي معلومات كافية عن حجم الأصول التي يديرها والأصول التي يستثمر فيها أمواله، مما أحدث تضارب في تقدير حجم الأصول التي يديرها بين 500-875 مليار دولار أمريكي، وهو أمر زاد من درجة تسليط الضوء على هذا الصندوق بصفة خاصة والصناديق الخليجية بصورة عامة. ومن تم زاد الضغط على هذه الصناديق من طرف حكومات الدول المستضيفة لإستثماراتها (Behrendt, 2008), p. 05).

و الشفافية معيار مهم ومتطلب أساسي في عالم الإستثمار لاسيما في الدول المتقدمة التي عادة ما توجه إليها هذه الصناديق إستثماراتها(شريف شعبان، ص 31)، إذ تتطلب اللوائح المنظمة لعمل الأسواق المالية والشركات في هذه البلدان أن يفصح المستثمرون _ ولاسيما المؤسساتيين_ عن العديد من المعلومات فيما يخص حجم الحصص التي يستحوذون عليها، حجم الأموال التي يديرونها ومصادرها والأهداف التي يسعون خلفها من وراء الإستثمار في رأسمال الشركات. ففي الولايات المتحدة الأمريكية، مثلاً، طالبت وزارة الخزانة كل من صناديق الثروة السيادية المملوكة لإمارة أبو ضبي وسنغافورة بالالتزام بالإفصاح الكامل عن أنشطتها الإستثمارية وتعزيز أنظمة الرقابة الداخلية فيها بما فيها أنظمة إدارة مخاطر الإستثمار(Cohen, 2017, p. 724).

كما أن زيادة الشفافية تمثل أحد العناصر الأساسية في تحقيق الهدف الذي يسعى إليه المستثمرين في الأسواق المالية والمتمثل في الوصول إلى بيئة إستثمارية مفتوحة. ويقصد هنا سواء الشفافية من جانب صناديق الثروة السيادية بشأن هيكلها وعملياتها أو من جانب البلدان المتلقية للإستثمار بشأن إجراءاتها المتبعة لغريلة الإستثمارات والمعاملة المتكافئة للمستثمرين.

في هذا الصدد، إذا كانت صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي تريد فعلاً توسيع إستثماراتها في شراء أسهم شركات الدول المتقدمة وتفاذي ضغوطات هذه الدول، فهي مدعوة أكثر من أي وقت مضى إلى العمل على زيادة ثقة هذه الدول وشركاتها فيها، وهو ما يتطلب ضرورة إحرازها لتقدم كبير في تحسين مستوى شفافتها ودرء التهم التي تطلها في هذا المجال. وفي الحقيقة هناك جهود حثيثة تبدل في هذا الصدد من أجل تحسين تنقيط الشفافية لصناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي ضمن مؤشرات الشفافية العالمية. فوفقاً لتقرير خاص حول صناديق الثروة السيادية عبر العالم أصدرته شركة "ستيت ستريت" الأمريكية للخدمات المالية، فإن دول الخليج العربي أظهرت تعاوناً غير مسبوق خلال إعداد التقارير في إعطاء البيانات حول أداء صناديقها السيادية وطريقتها في إدارة الإستثمارات وإدارة المخاطر المحيطة بتلك الإستثمارات، وهو ما يزيد من ثقة الدول والشركات في تلك الصناديق. فيما أحرزت الدول الخليجية مؤخراً وفق بيانات صدرت في مطلع العام الجاري مراكز متقدمة في مستوى الشفافية لصناديقها السيادية.

هذا ويمكن لصناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي اعتماد مقارنة مبنية على أساس التبنّي الطوعي لمبادئ سانتياجو Santiago Principales، وهي مقارنة معترف بها على الصعيد العالمي وتعتمدها الدول المستضيفة في التعامل مع صناديق الثروة السيادية(Wilson, 2003, p. 148). وتنص هذه المبادئ في مجال الشفافية على ضرورة إتزام صناديق الثروة السيادية بمتطلبات التنظيم والإفصاح المرعية كافة في البلدان التي تستثمر فيها وإرساء هيكل شفاف وسليم للحكومة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.

ومن المتوقع أن يساهم إتزام صناديق الثروة السيادية لمجلس التعاون الخليجي بمبادئ وممارسات سانتياجو ليس فقط في تحسين الفهم السائد لصناديق الثروة السيادية بإعتبارها كيانات مالية لها توجه إقتصادي ومالي في كل من الدول المالكة والدول المتلقية، بل يساعد أيضاً في تخفيف حدة القلق من هذه الصناديق في البلدان المستضيفة وتشجيعها على إتخاذ سياسات مناسبة(Kern, p 25). ويتوخى من هذا الفهم أن يساهم في تعزيز الانطباع السائد حول دور صناديق الثروة السيادية في إستقرار النظام المالي العالمي، ويحد من الضغوط الحمائية، ويساعد على الحفاظ على مناخ استثماري متفتح ومستقل.

ومن بين المسائل المهمة التي يجب أن يشملها الإفصاح من طرف صناديق الثروة السيادية الخليجية مسألة ذات علاقة وطيدة بهيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركات المستثمر فيها، ألا وهي سياسات التصويت، حيث تدعو مبادئ سنتياجو لاسيما المبدأ 21، صناديق الثروة السيادية إلى الإفصاح علناً ومقدماتاً عن سياسات التصويت فيها، ويشمل ذلك العوامل الرئيسية التي تسترشد بها في ممارسة حقوق الملكية. ويساعد الإفصاح عن النسق التصويتي لصناديق الثروة السيادية الجهات المنظمة لعمل هذه الصناديق في الدول الملتقية، على التأكد من توافق هذا النسق مع النوايا المعلنة من طرفها. كما أن الإفصاح عن سياسات التصويت للصندوق ينبغي أن يتسم بدرجة كافية من الشفافية لكي يوضح أن هذه السياسات تستند إلى معايير إقتصادية ومالية وليس إلى معايير جيوسياسية وإستراتيجية.

كما يعتبر توضيح الغرض من إنشاء صندوق الثروة السيادية والإفصاح عنه علناً، والإفصاح عن علاقات الصندوق مع باقي الكيانات الحكومية، من الأمور الكفيلة بالحماية من التدخل السياسي في قرارات الإستثمار، وتعزيز الفهم العام لأهداف صندوق الثروة السيادية وأدائه. وفي الأخير يمكن القول أن إلتزام صناديق الثروة السيادية بمضمون المبدأ رقم 15 من مبادئ سنتياجو، والذي ينص على ضرورة أن تدار عمليات صناديق الثروة السيادية في البلدان المستضيفة بالتوافق مع جميع التنظيمات السارية المفعول في هذه البلدان وأن تستجيب لمتطلبات الإفصاح فيها، يعتبر ضماناً كافياً لتبديد المخاوف التي تعترض صناعات القرار والمواطنين في الدول المستضيفة من إمكانية سعي صناديق الثروة السيادية إلى خدمة أهداف غير مالية وغير تجارية (جيوسياسية مثلاً). فالكثير من البلدان، ولاسيما بلدان منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية OCDE سنت تشريعات مشددة لتأطير الإستثمار الأجنبي المباشر الوافد إليها، وتزداد حدة هذه التشريعات تشدداً إذا كان المستثمر الأجنبي مملوك للدولة، سواء في شكل مؤسسة عمومية أو صندوق سيادي أو صندوق إستثمار.

الخلاصة:

لقد أولت دول مجلس التعاون الخليجي أهمية قصوى لتأسيس صناديق الثروة السيادية وإشراكها في سياساتها الاقتصادية وإستراتيجياتها التنموية وإن اختلقت في المهام التي أسندت إليها من بلد إلى آخر. ولقد شكلت قضية تنويع اقتصاديات هذه البلدان وتوسيع قواعدها الإنتاجية لاسيما من خلال جلب وتحويل التكنولوجيا حجر الزاوية للعديد من هذه الصناديق، إذ سعت هذه الأخيرة جاهدة إلى إستخدام العديد من المقاربات من أجل السيطرة على الشركات المتحكمة في التكنولوجيا التي تبتغي الحصول عليها. ومن المقاربات التي استخدمت في هذا الصدد نجد مقارنة تملك حصص معتبرة في الشركات المستهدفة للتحكم في هيكل ملكيتها، إلى جانب تحول هذه الصناديق وتطور آليات عملها نحو العمل كصناديق إستثمار في الأسهم الخاصة وصناديق مخاطرة فضلاً عن إبرام الشركات والدخول في التحالفات لتشكيل سلاسل قيمة هدفها تحويل التكنولوجيا إلى بلدانها الأصلية.

هذا وتركزت استثمارات صناديق الثروة السيادية في شركات تعمل في القطاعات كثيفة التكنولوجيا وذات قيمة مضافة مرتفعة مثل التكنولوجيا الجديدة، الطاقات المتجددة وصناعة الطائرات. ويعتبر صندوق مبادلة الإماراتي وهيئة الإستثمار القطرية هما رأس حربة صناديق الثروة السيادية الخليجية في معركة تحويل التكنولوجيا إلى دول مجلس التعاون الخليجي، بحيث يملك هذين الصندوقين حصص معتبرة في العديد من الشركات التي تنشط في مجالات صناعة أنصاف الموصلات، مركبات الحواسيب، الصناعات الصيدلانية، الرعاية الصحية... إلخ، فضلاً عن شبكة من الشركات والتحالفات التي أبرمتها مع صناديق عالمية رائدة في مجال تمويل وتحويل التكنولوجيا.

ولما كانت مسألة الاستثمارات السيادية و تحويل التكنولوجيا تثير العديد من الحساسيات لاسيما في البلدان الغربية، فإن صناديق الثروة السيادية الخليجية مدعوة إلى التعامل بذكاء مع القيود التي وضعتها الكثير من الدول وجه هذه الاستثمارات تحت مبررات حماية الأمن الوطني. حيث من المفروض تعمل صناديق الثروة السيادية الخليجية بحدوء و تتجنب إثارة الرأي العام، وذلك من خلال الابتعاد عن عمليات الاستحواذ الاستعراضية وتجنب قدر المستطاع القطاعات التي تصنف حساسة وتمس بالأمن الوطني في البلدان المستضيفة.

1. Albouy, M., & Schatt, A. (2009). Activisme et Proxy Fight. *Revue française de gestion* (199), 297 – 315.
2. Amar, J., Carpentier, J.-F., & Lecourt, C. (2021). GCC Sovereign Wealth Funds: Why do they Take Control? (h. s. a4984c20479f20704eb42d3386712640, Ed.)
3. Amar, J., Carpentier, J.-F., & Lecourt, C. (2018). GCC Sovereign Wealth Funds: Why do they Take Control? (h. shs-01936852, Ed.)
4. Balding, & Shakeel. (2013). *The Gulfs Funds after the financial crisis*. ESADE, Madrid.
5. Behrendt, S. ((2008).). *When Money talks: Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Policy Discourse*. Carnegie Middle East Centre. Carnegie Papers.
6. Bernstein, S., Lerner, J., & Schoar, A. (2013). The investment strategies of sovereign wealth funds. *Journal of Economic Perspectives*, pp. , 219-237.
7. Blancheron, L., & Jegourel, y. (2009). Les fonds souverains: un nouveau mode de régulation du capitalisme financier. *Revue de la régulation* , V. 05 (N.01), 01-16.
8. Brabet, J. (2002). la main visible des investisseurs institutionnels. *Revue française de gestion* (141), 203-224.
9. Braunstein, J. (2018). Sources Twenty-First Century Geopolitics: Domestic Politics and Sovereign Wealth Funds In GCC Economies . *New Political Economy* .
10. Chhaochharia, & Laeven. *Sovereign Wealth Funds: Their Investments Strategies and Performance*. CEPR Working Paper,.
11. Cohen, B. J. (2017). Sovereign wealth funds and national security: the Great Tradeoff. *International Affairs* , 85 (04), 713-731.
12. Das. (2009). *Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues of Policymakers*. IMF, Washington.
13. Guira, A. (2007). *finance d'entreprise*. Paris: Dunod.
14. Haberly, D. (2011). Strategic Sovereign Wealth Fund and The New Alliance Capitalism: A Network Mapping Investigation. *Environment and Planning* , 43 (04), 1833-1852.
15. Hemphil, T. A. (2016). Sovereign Wealth Fund: National Security Risks in a Global Free Trade Environment. *l 51* (06), 551-566.
16. <https://www.swfinstitute.org>. (2020., Septembre 28). Retrieved Dcembre 16, 2022
17. Investment Corporation of Dubai (ICD). (2019). Annual Report, Investment Corporation of Dubai (ICD).
18. Jegourel, Y. (2012). Comment repenser le capitalisme d'état. *Journal d'économie politique* (n 63), 85-97.
19. Jen, S. L. (2009). How Big Could Sovereign Wealth Funds be By2015 . *Revue d'économie financière* , *Special Issue*, 195-198.
20. Quiry, P; Le Fur, Y. ((2011). *finance d'entreprise* (9eme édition ed.). Paris.: DALLOZ.
21. Santiso, & Avandano. (2009). are sovereign wealth funds investments politically biased? A
22. comparaison with mutual funds. (283), pp. 1-50.
23. Santiso, J. (2013). *Sovereign Wealth Funds and New Technologies* . Madrid: ESADE.
24. Schena, P. (2013). *Financing the expansion of global energy: the role of SWF investment as a strategic private equity*. Madrid: ESADE.
25. Sherman & Sterling. *Proportionality Between Ownership and Control in EUListed Companies*. ecgi, Bruxelles.
26. Unctad. (2019).). *Special Economic Zones* . United Nation. (New York: s Publications.

27.Unctad. (2018). *Investment and New Industrial Policies*. United Nations. New York: Publications.

28.Wilson, G. (2003). *Business and Politics: a comparative introduction* (3 edition ed.). Hampshire, UK: Palgrave and Macmillian.

29. شلغوم , ع .(2018) . بحث فاز بجائزة يوسف بن أحمد كانو .دول مجلس التعاون الخليجي :نظرة مستقبلية لإقتصاداتها في ضوء التراجع لإيراداتها النفطية . البحرين .

30.محمود , ش .م .(2016) .الإستثمار الأجنبي المباشر -دراسة تحليلية لمحدداته في البيئة الإقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي .مجلة كلية القانون الكويتية العالمية , 04(36), 17-94.

ⁱ حيث دفع التخوف من هيئة الاستثمار الكويتية والنتائج عن عدم شفافيتها الحكومة البريطانية إلى إجبارها على تخفيض مساهمتها في رأسمال العملاق النفطي بريتيش بتروليوم BP والتي كانت تقدر بـ 22%