

## صندوق سيادي للبنان: توصيات أولية\*

### إريك لو بورنيو

خبير اقتصادي بارز في البنك الدولي (WB)

### إبراهيم الجمالي

أستاذ في علم المالية في الجامعة الأميركية في بيروت (AUB)



### ملخص

مع تنامي احتمالات الكشف عن مكامن هيدروكربونية في المياه البحرية اللبنانية، دخل لبنان في طور إعداد الإطار المؤسسي لإدارة هذه الموارد. وكانت نقطة البداية لهذا الجهد المنظم صدور قانون الموارد البترولية في المياه البحرية في عام ٢٠١٠، والذي نصّ على أن تودع العائدات المحصّلة من قبل الدولة الناتجة عن الأنشطة البترولية أو الحقوق البترولية في صندوق سيادي.

تستعرض هذه الدراسة تجارب عدة بلدان مع الصناديق السيادية على اختلافها، وارتباطها بجودة الإطار المؤسسي. وتلقي الضوء على بعض ما تخفيه من مخاطر. كما تقترح توصيات أولية للبنان، وأهمها إدماج الصندوق السيادي في نظام الموازنة العامة، مع لحظ بعض المرونة في القواعد العمالية (operational) أو مرونة محدودة - من دون رصد عائدات لأبواب إنفاق معيّنة - أو مع رصد محدود - ومن دون إنفاق من خارج الموازنة، تماشياً مع استراتيجية الاستثمار العامة، ومبادئ الشفافية والمساءلة.

### الكلمات المفتاح

لبنان - قانون الموارد البترولية في المياه البحرية - الصندوق السيادي - جودة الإطار المؤسسي - مدركات الفساد - مخاطر كامنة - مرونة محدودة للقواعد التشغيلية - المبادئ والممارسات المعتمدة للحوكمة (GAPP) - إدماج عائدات الصندوق في نظام الموازنة العامة.

### مدخل

رجّحت دراسات حديثة احتمالات تواجد كميات وافرة من الموارد الهيدروكربونية في مياه لبنان البحرية. وأظهر مسح سيزمي ثلاثي الأبعاد للمياه الإقليمية وللمنطقة الاقتصادية الخالصة للبنان، احتواءً مياه لبنان على موارد هيدروكربونية (الغاز الطبيعي بشكل أساسي)، بما يعادل أضعاف أمثال ناتجه المحلي الإجمالي السنوي وفي حال تحقّق هذه الاكتشافات، سيحتاج لبنان إلى ما بين خمسة أو

(\* هذا المقال هو ترجمة للنص الإنكليزي الأصلي. بالإمكان الاطلاع على النص الإنكليزي على موقعنا:

<http://www.institutesfinances.gov.lb/english/listing.aspx?pageid=1533>

يوجّه الباحثان تحية شكر وتقدير إلى زملائهما في البنك الدولي التالية أسماؤهم: سامر متي، وسام حركة، كيفين كيري، وإلى المشاركين في المنتدى الاقتصادي العربي لعام ٢٠١٣، الذي نظمه البنك الدولي، وإلى طلاب كلية عليان لإدارة الأعمال في الجامعة الأميركية في بيروت على الملاحظات والأسئلة والاقتراحات القيّمة التي قدموها بعد الاطلاع على مخطوطة أولية لهذه الدراسة. إن الاقتراحات والاستنتاجات المتضمنة في هذه الدراسة لا تعبّر إلا عن آراء كاتبها. وهي لا تعبّر بالضرورة عن آراء البنك الدولي للإنشاء والتعمير/البنك الدولي (IBRD) أو المؤسسات التابعة له، أو المدراء التنفيذيين للبنك الدولي أو الحكومات الممثلة فيه.

عشرة أعوام قبل جني عائدات ملحوظة من موارده الهيدروكربونية. في هذه الأثناء، ثمة قرارات حرجة ينبغي اتخاذها باكراً في حلقة التنقيب عن النفط والغاز. وهي تشمل إنجاز اتفاقية الاستكشاف والإنتاج، التي تتحكم تعاقدياً بتدفق العائدات إلى خزانة الدولة. ولا شك في أن النجاح في إبرام اتفاقية منصفة يعدّ شرطاً مسبقاً لحصول لبنان على مردود ملموس من الإيرادات.

تتطوي الاكتشافات النفطية والغازية، بالنسبة للبنان، على فرص جديدة مثلما تطرح تحديات. تشمل هذه الفرص إمكانية مدّ معامل توليد الطاقة الكهربائية في لبنان بالغاز الطبيعي، بدّل الاعتماد على المحروقات المستوردة (الفيول وأويل والغاز أويل) الأكثر كلفة سيّما وأن معامل الكهرباء في لبنان غير مُصمّمة للعمل على الفيول، وإمكانية أن يغدو لبنان مصدراً للطاقة الكهربائية وذلك على حسب حجم الاكتشافات الهيدروكربونية. لكن التاريخ يشير أيضاً إلى طيف من التحديات التي تواجه بلدان عديدة في أعقاب اكتشافات مماثلة، على الصعيدين السياسي والمؤسّساتي مثلما على صعيد حوكمة هذا القطاع وإدارة عائدات هذه الموارد.

يمكن التحدي الاقتصادي الشائع في تعرّض الدول التي تستفيد من طفرة هائلة يتيحها الثراء الغير المتوقع في الموارد، للإصابة بالمرض الهولندي

تبرز تحديات الحوكمة بنوع خاص، بحكم واقع الإطار المؤسّساتي اللبناني وضعف المؤسسات، والقابلية للنزاع الأهلي (فعلى سبيل المثال، يحتل لبنان المرتبة ١٢٧ على قائمة ١٧٥ دولة على صعيد مؤشر مدركات الفساد (corruption perception index). وإزاء هذه التحديات، عمد لبنان- من خلال هيئة إدارة قطاع البترول التي أنشئت عام ٢٠١٢- إلى البدء في إرساء إطار قانوني ناظم للتراخيص والاستكشافات. ولقد عبّر المستثمرون عن اهتمامهم ورغبتهم في المشاركة في أعمال التنقيب عن موارد لبنان البحرية الكامنة.<sup>(١)</sup>

يتبيّن بالدليل النظري والعملي أن البلدان التي تتمتع بظروف تؤسس لانطلاقة جيدة قادرة أكثر من سواها على الاستفادة من الثراء غير المتوقع (windfalls) الذي تتيحه الموارد الطبيعية غير المتجدّدة. وقد نبّهت دراسات (نماذج نظرية) إلى القنوات المتعددة التي يمكن من خلالها تدفق عائدات موارد غير متجددة، وغير متوقعة في بلد ما، على اقتصاده وظروف معيشة شعبه. وتشمل هذه الدراسات نمط البحث المتزايد عن الريع<sup>(٢)</sup> (Tornell, Lane, وVelasco, 1999)؛ ونمط تقاوم النزاع الأهلي (Besley and Persson, 2008; Caselli and Coleman, 2011; Ross, 2006). كما يتبيّن بالدليل النظري والعملي أن الدول التي تتسم بضعف مؤسّساتها وبالحوكمة السيئة تتأثر سلباً باكتشاف موارد غير متوقعة.

وعليه، وبحكم ضعف لبنان المؤسّساتي وترتيبه المتدنّي على صعيد الحوكمة، فإن المخاوف التي يثيرها اكتشاف هيدروكربوني كبير هي مخاوف مبرّرة. فكما هو مبين في الجدول رقم (١)، يتسم لبنان حقاً بمؤشر مدركات فساد مرتفع، وبضعف مؤسّساته، بما فيه ضعف إنفاذ الأحكام الناظمة. ومثلما هو مبين أدناه، هناك قواسم مشتركة بين لبنان ودول أفريقية وآسيوية عديدة من منطقة المحيط الهادئ، التي تحوّلت فيها الموارد غير المتوقعة من نعمة إلى نقمة. وتعتبر هذه المؤشرات المصحوبة بحوكمة سيئة للقطاع العام، وبمؤسّسات ضعيفة، وبقابلية للنزاع الأهلي/المذهبي لا سيما تلك الناجمة عن تداعيات الأزمة السورية (البنك الدولي، ٢٠١٣)،<sup>(٣)</sup> مدعاة للقلق. وهذا يقتضي من لبنان وقفة احترازية وسعياً جدياً لاحتواء آثار تدفق عائدات موارد غير متوقعة تأخذ بعين الاعتبار تجارب البلدان المشابهة والتدابير المعتمدة لتخفيف هذه المخاطر.

## الجدول رقم (١)

مؤشري الشفافية وحكم القانون في لبنان

'مشروع العدالة الدولية' - مؤشرات حكم القانون								مؤسسة الشفافية الدولية	
نظام العدالة الجنائية	نظام العدالة المدنية	إنفاذ الأحكام الناظمة	الحكومة المفتوحة	الحقوق الأساسية	النظام والأمن	غياب الفساد	سلطات حكم محدودة	مؤشر مدركات الفساد	
٠.م.٠غ	٠.م.٠غ	٠.م.٠غ	٠.م.٠غ	٠.م.٠غ	٠.م.٠غ	٠.م.٠غ	٠.م.٠غ	163	جمهورية تشاد
0.60	0.66	0.66	0.68	0.73	0.70	0.74	0.74	22	التشيلي
0.49	0.45	0.38	0.47	0.65	0.68	0.42	0.57	127	لبنان
0.79	0.76	0.82	0.84	0.86	0.87	0.94	0.90	5	النرويج
0.40	0.50	0.45	0.41	0.47	0.49	0.39	0.31	127	روسيا

المصدر: يصدر مؤشر مدركات الفساد عن مؤسسة الشفافية الدولية (Transparency International): أما مؤشرات مشروع العدالة الدولية (World Justice Project) فهي تقيس مختلف أوجه حكم القانون (١ هي العلامة الأعلى، وصفر هي العلامة الأدنى).

يكمن التحدي الاقتصادي الشائع في تعرض الدول التي تستفيد من طفرة هائلة يتيحها الثراء الغير المتوقع في الموارد، للإصابة بـ "Dutch disease" (المرض الهولندي). ويشير هذا المصطلح إلى المخاطر الناجمة عن تدفقات عائدات كبيرة، نتيجة استخراج الموارد الهيدروكربونية غير المتوقعة وتسويقها.

يتمثل الخطر الأول في تحفيز الطلب المحلي الإجمالي بما يتجاوز إمكانات الاقتصاد، مما يؤدي ضغوطاً تضخمية تؤدي إلى ارتفاع سعر صرف العملة المحلية الحقيقي نسبةً لأسعار عملات شركاء البلد التجاريين. ويفضي ارتفاع قيمة العملة المحليّة إلى خفض القدرة التنافسية لصادرات القطاعات كافة باستثناء القطاع الريعي، مما يؤدي إلى عجز في الميزان التجاري. ومع أن قطاع استخراج الموارد الريعي يعود على الاقتصاد، وعلى ميزان المدفوعات وموازنة الحكومة، بعائدات كبيرة، إلا أن هذا القطاع لا يتطلب تشغيل أيدي عاملة كثيفة. وفي المقابل، فإن كل خسارة في القدرة التنافسية للقطاع غير النفطي قد تفضي إلى تراجع مستويات تشغيل العمالة في القطاعات التصديرية. ونظراً لكون تصدير الخدمات (بما فيه قطاع السياحة) يحتل أهمية كبرى في الاقتصاد اللبناني، لأسباب عديدة وليس أقلها طاقة تشغيل العمالة في هذا القطاع، قد يؤدي ارتفاع قيمة العملة المحلية إلى خفض القدرة التنافسية لصادرات لبنان (إذ يصبح لبنان مقصداً مكلفاً للسياح)، وتالياً، إلى تراجع كبير في مستويات تشغيل العمالة. من هنا، يُتوقع أن يتم الحد من مخاطر المرض الهولندي على لبنان، في المدى المتوسط على الأقل، من خلال تدفق تدريجي لعائدات الغاز والنفط إلى الاقتصاد اللبناني، بالتوازي مع التوسع التدريجي للطاقة الاستخراجية المتوقعة بعد أعوام.

يفضي ارتفاع قيمة العملة المحليّة إلى خفض القدرة التنافسية لصادرات القطاعات كافة باستثناء القطاع الريعي، ما يؤدي إلى عجز في الميزان التجاري

نصّ قانون الموارد البترولية في المياه البحرية (قانون رقم ١٣٢ تاريخ ٢٤/٨/٢٠١٠). أولاً، على تشكيل هيئة لإدارة قطاع البترول، وثانياً، على أن تودع العائدات المحصلة من قبل الدولة الناتجة عن الأنشطة البترولية أو الحقوق البترولية في صندوق سيادي. وبناءً عليه، عُيّن هيئة إدارة قطاع البترول بموجب

مرسوم وزارتي (رقم ٩٤٣٨ تاريخ ٢٠١٢/١٢/٤). وصدر أخيراً مرسوم رئاسي (رقم ١٠٢٨٩ تاريخ ٢٠١٣/٤/٣٠) يحدّد الأنظمة والقواعد المتعلقة بالأنشطة البترولية تطبيقاً لقانون الموارد البترولية.<sup>(٤)</sup> لكن، أي عمل تشريعي بخصوص الصندوق السيادي لم يبدأ بعد. تتوخّى هذه الدراسة استعراض مختلف أنواع الصناديق السيادية المعتمدة في عدد من البلدان، واستخلاص الدروس المستفادة من التجارب، وتبيان بعض ما تخفيه من مطبّات (pitfalls)، وطرح توصيات أولية صالحة للبنان، تواكب جهوده الرامية إلى إنشاء صندوق سيادي لإدارة عائدات الثروات الهيدروكربونية المرتقبة.

بحكم ضعف لبنان المؤسّساتي وترتيبه المتدنّي على صعيد الحوكمة، فإن المخاوف التي يثيرها اكتشاف هيدروكربوني كبير هي مخاوف مبرّرة

من المعلوم أن غاية صناديق الثروة السيادية هي مراكمة الأصول والاحتياطات المالية بالعملة الأجنبية، وقد تحولت هذه الصناديق إلى كيانات استثمارية مؤسّساتية عالمية تدير أصولاً تقدّر بتريليونات الدولارات.<sup>(٥)</sup> واستناداً إلى تعريف مجموعة العمل الدولية (IWG) للصناديق السيادية، يبلغ مجموع الأصول التي تديرها صناديق الثروة السيادية ما يقارب ٤ تريليون دولار أميركي (Triki and Faye) (راجع الملحق رقم (١)) ومن المتوقع أن تصل هذه الأصول إلى نحو ١٠ تريليون دولار أميركي بحلول ٢٠١٥ طبقاً لتقديرات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD). وبما أن غاية صناديق الثروة السيادية الكبرى هو الاستثمار طويل الأمد، فقد ساهمت هذه الصناديق في استقرار النظام المالي العالمي، غداة أزمة الرهن العقاري العالية المخاطر (Bolton, Samama and Stiglitz, 2013).

ينبغي أن تواكب جهود إنشاء صندوق سيادي للبنان بأدوات السياسة العامة الأخرى الكفيلة بتحقيق أهداف البلد. والأدوات التي ثبتت إسهامها في إدارة عائدات الموارد غير المتوقعة هي التالية: (١) القواعد المالية (fiscal rules)، (٢) قوانين المسؤولية المالية (Financial Responsibility Act) تحقيق توازن الموازنة العامة، (٣) أسعار النفط الخاصة بالميزانية (budgetary oil prices)، (٤) والمشاركة في مبادرة شفافية الصناعات الاستخراجية (EITI). ويستعرض كل من Davis، Ossowski، و Fedelino (2003)، وصندوق النقد الدولي (٢٠١٢)، إيجابيات وسلبيات أدوات السياسة العامة على اختلافها.

## الصناديق السيادية: ما هي؟

نص قانون الموارد البترولية في المياه البحرية (قانون رقم ١٣٢ تاريخ ٢٠١٠/٨/٢٤) على أن 'تودع العائدات المحصّلة من قبل الدولة الناتجة عن الأنشطة البترولية أو الحقوق البترولية في صندوق سيادي'

إن صناديق الثروة السيادية هي صناديق، أو كيانات، مملوكة من الحكومات، تحتوي على فوائض الدولة (balance of payments surpluses). تستخدمها الحكومات المركزية بشكل متزايد لحيازة أصول سيادية مثل الأراضي والأسهم والسندات. تحرص الحكومات على إنشائها وتملكها خدمة لأغراض اقتصادية-كليّة عمومية. تتولى صناديق الثروة السيادية إدارة مجموعة من الأصول من أجل تحقيق غايات مالية محددة تتسجم مع الأهداف الأساسية للصندوق. وتستخدم الصناديق استراتيجيات استثمارية متعدّدة، من أجل تحقيق عائد مالي ومن ضمنها حيازة موجودات خارجية. منشأ أصول هذه الصناديق هو عادةً فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائدات الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المحققة من صادرات السلع (نفط، غاز، معادن أو كل هذه مجتمعة). أما بالنسبة للبنان، فتسمح الموارد الغازية والنفطية الكامنة بالشروع في إنشاء صندوق ثروة سيادي لإدارة عائدات صادرات النفط والغاز المرتقبة.

لا تعتبر الأصول التي هي أصلاً في حوزة البنوك المركزية أو المؤسسات المملوكة للدولة من ضمن موجودات هذه الصناديق. كما إن احتياطات العملات الصعبة التي يحتفظ بها البنك المركزي خدمةً لأغراض معهودة كميزان المدفوعات أو السياسة النقدية، وصناديق تقاعد موظفي الدولة، ليست من ضمن موجوداتها. لكن، هذا لا يعني أن البنك المركزي لن يُكَلَّف بإدارة أصولها، نظراً لخبرته الطويلة في إدارة الموجودات. كما أن الموجودات التي تُدار لمصلحة أفراد لا تشكل جزءاً من قاعدة أصول هذه الصناديق.<sup>(١)</sup>

بحسب صندوق النقد الدولي (IMF)، وبالاستناد إلى تصنيف مبادئ سانتياغو (Santiago principles taxonomy)، هناك أربعة أنواع من صناديق الثروة السيادية، وهي: (١) صناديق استقرار المالية العامة؛ (٢) صناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطات؛ (٣) صناديق التنمية؛ (٤) وصناديق احتياطات التقاعد غير المقترنة بالتزامات تقاعدية صريحة. ومع العلم أن المشرعين في لبنان اعتمدوا صندوقاً سيادياً من نوع صناديق المدخرات، فإن لمحة موجزة عن أهداف الأنواع الأخرى من الصناديق، تفيد في توضيح ماهية الدور المنتظر من الصندوق اللبناني، وما لا يمكن أن ينتظر منه.

ينص قانون الموارد البترولية على أن تودع العائدات المحصّلة من قبل الدولة والناجمة عن الأنشطة البترولية أو الحقوق البترولية في صندوق سيادي. وتنص المادة ٣ من هذا القانون تحديداً على التالي:

يحدّد نظامُ الصندوق ونظامُ إدارته الخاصة، ووجهة استثمار وتوظيف واستعمال العائدات بموجب قانون خاص بالاستناد إلى مبادئ وأسس واضحة وشفافة للتوظيف والاستعمال، تحتفظ من خلالها الدولة برأس المال وبجزء من عائداته بمثابة صندوق استثماري للأجيال المقبلة، وتصرف الجزء الآخر وفقاً لمعايير تضمن حقوق الدولة من جهة، بما يجنب الاقتصاد أية انعكاسات سلبية محتملة على المديّن القصير والطويل. وعليه، فإن الهدف من إنشاء هذا النوع من صناديق المدخرات هو إفادة الأجيال الحالية والأجيال المقبلة، بالتساوي، من استخراج موارد البلد غير المتجدّدة، عبر تحويلها إلى أصول مالية مُنوّعة.

إن صناديق الثروة السيادية هي صناديق، أو كيانات، مملوكة من الحكومات، تحتوي على فوائض الدولة. تستخدمها الحكومات المركزية بشكل متزايد لحياسة أصول سيادية مثل الأراضي والأسهم والسندات. خدمة لأغراض اقتصادية-كلىة عمومية

نظراً لأفقها الاستثماري الطويل الأمد، تتميز هذه الصناديق بدرجة مرتفعة من مفاضلة المخاطر بالعائد، وبالتالي، تتيح موجوداتها تغطيةً مطلوباتها المستقبلية. ولقد أنشأت دول عدة صناديق مدخرات (مثلاً، جهاز أبوظبي للاستثمار، المؤسسة الليبية للاستثمار، وصندوق الثروة الوطني الروسي). أما الخطر الرئيسي الذي يهدّد هذه الصناديق (أو صناديق المستقبل أو الهبات) فيكمن في عدم بلوغ العائد الحقيقي المستهدف بمرور الوقت.

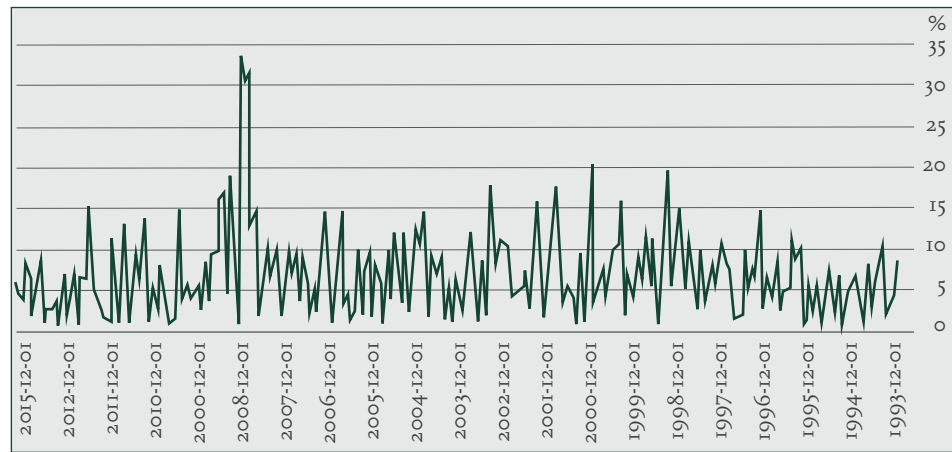
## تقلبات أسعار السلع الأساسية، عائدات الصناديق السيادية، والرصيد المالي الأولي لغير الموارد: مقارنات تحليلية

عندما يُنظر إلى السلع الأساسية (commodities) بوصفها نوع من أنواع الموجودات، يتبين أن أسعارها سريعة التقلب (volatile). فكما يشير Gosbodinov (2013) وJamali (2013)، تبدي هذه السلع تقلبات مفرطة قياساً بسائر الموجودات المالية كأسعار الفوائد، ومعدلات القطع، وأسعار الأسهم. فعلى سبيل المثال، يلاحظ (Burghardt 2008)، أن التقلبات السنوية للعائد على سندات الخزانة الأمريكية الآجلة

لعشرة أعوام (annualized volatilities of the 10-year Treasury note)، ومؤشر ستاندرد آند بورز 500 (S & P 500)، والنفط الخام والغاز الطبيعي هما على التوالي: 8، 3، 7، 9، 5، 38، 2، 62٪. ويظهر من الرسمين البيانيين الشكل (1) و (2) ديناميات المتواليات الزمنية للتقلبات الشهرية (time-series dynamics of the monthly volatilities) لأسواق النفط الخام (WTI)، والغاز الطبيعي، وفقاً لحسابات البنك الدولي.<sup>(٧)</sup> وبدورها، تشير هذه التقلبات الحادة إلى أن عائدات النفط والغاز تتسم بقدر كبير من عدم اليقين وبأنها كثيرة التقلب مع الوقت. وعليه، يتعين على صانعي القرار أن يأخذوا عدم اليقين هذا بالحسبان.

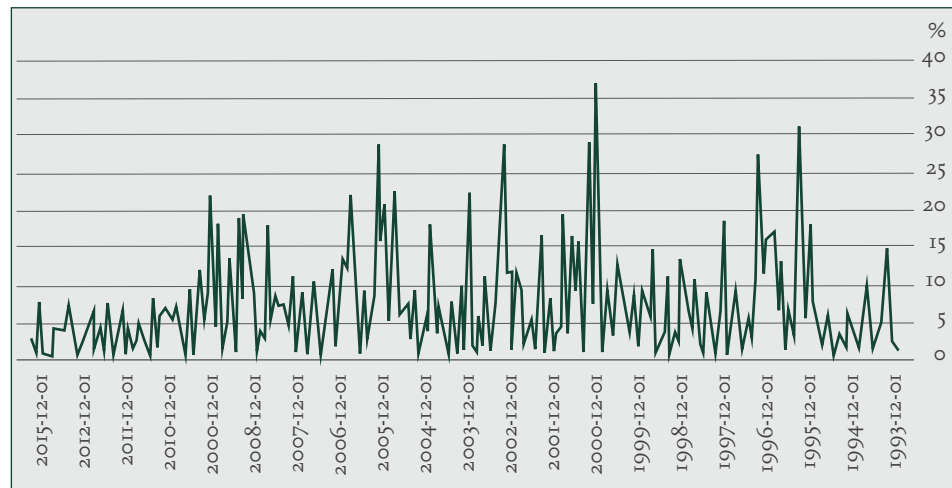
### الشكل رقم (1)

#### تقلبات أسعار النفط الخام



### الشكل رقم (2)

#### تقلبات أسعار الغاز الطبيعي

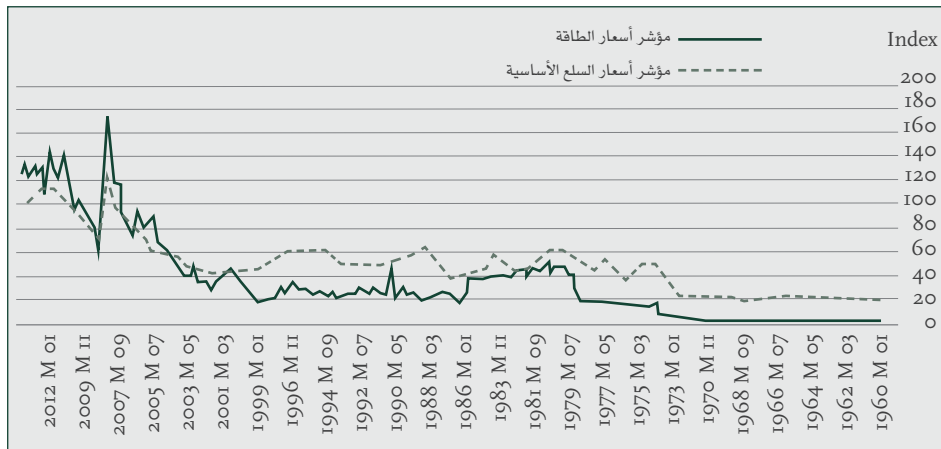


المصدر: البنك الدولي.

بالإضافة إلى التقلب المفرط في أسعار هذه السلع، فإن ما تشهده الأسعار من تقلبات طويلة الأمد يزيد من تعقيد الإدارة الاقتصادية الكلية. وهذا الأمر موضح في الشكلين التاليين (٣) و (٤). وعليه، فإن قابلية الموارد للنفاذ من جهة، والاهتزازات في أسعار السلع بالإضافة إلى تقلباتها الحادة من جهة ثانية، تقتضيان إطاراً تحليلياً ملائماً للإدارة الاقتصادية الكلية في الدول النامية الغنية بالموارد (resource-rich developing countries). ويقترح صندوق النقد الدولي (IMF) استخدام الميزان الأولي غير المرتبط بالموارد (Non- Resources Primary Balance (NRPB)، كمؤشر مالي رئيسي، يدل ارتفاع العجز فيه إلى وضع مالي توسعي (expansionary fiscal stance). وبالتالي، لصانعي القرار الاستعانة بهذا الميزان من أجل فك الارتباط بين السياسة المالية، والتقلبات المفرطة لعائدات الموارد.

### الشكل رقم (٣)

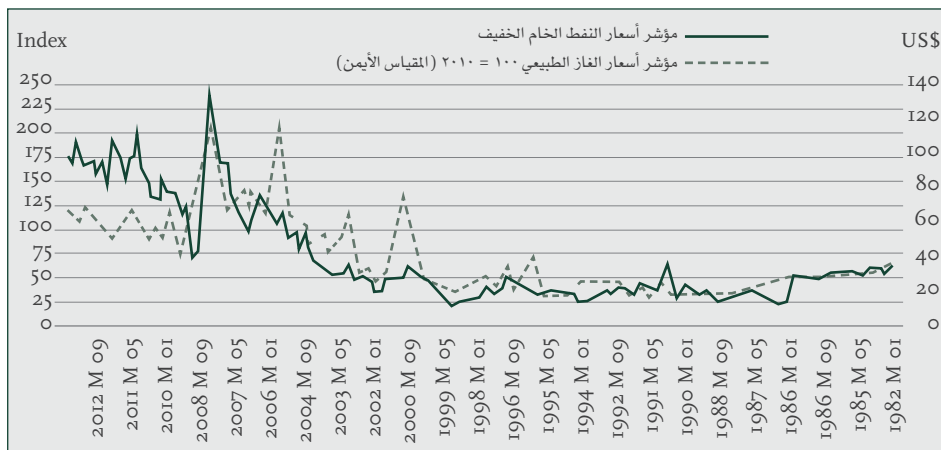
تقلبات طويلة الأمد في أسعار السلع الأساسية من (مصادر) الطاقة وسواها من السلع الأساسية



المصدر: البنك الدولي.

### الشكل رقم (٤)

تقلبات طويلة الأمد في أسعار النفط الخام والغاز الطبيعي



المصدر: البنك الدولي.

## حوكمة الصناديق السيادية

على الرغم من وجود طرق عديدة لإدارة هذه الصناديق، هناك مبادئ عامة للحوكمة الجيدة والتي تُبَيِّن جدوى الالتزام بها في شتى البلدان منذ سنوات طويلة. وتتضمن مجموعة المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) Good Accountable Public Practices التي صاغتها مجموعة العمل الدولية (IWG) توصيات تفصيلية بشأن الحوكمة الجيدة لصناديق الثروة السيادية.<sup>(٨)</sup> وتماشياً مع هذه التوصيات، فإن التوصل إلى ترتيبات الحوكمة السليمة للصناديق تقتضي التالي: (١) وجود مجلس إدارة (مستقل؛ ٢) موظفين محترفين؛ (٣) تقارير تتميز بالشفافية؛ (٤) وظائف تدقيق مُحَكَّمة ومستقلة (المزيد، انظر Gelb, Tordo and Halland, 2014).

### ١- مُدركات الفساد، شفافية الصناديق السيادية، ولوحة العلامات

قبل عرض مبادئ الحوكمة السليمة بالتفصيل، علينا التطرق إلى العلاقة بين مدركات الفساد من جهة وشفافية وأداء الصناديق السيادية من جهة ثانية. يعرض الجدول رقم (٢) لأحد معايير قياس الشفافية (مؤشر Linaburg-Maduell). لكن دراسة حديثة تقترح استخدام لوحة علامات (أو درجات) (score board) أكثر تطوراً. ويقدم كل من Bagnall و Truman (2013)، تصنيفاً لصناديق الثروة السيادية من خلال معايير (عددتها ٣٣) لقياس بناء هيكل الصناديق على أسس شفافة وسليمة للحوكمة تكفل خضوعها للمساءلة.

لقد عمدنا إلى استخدام علامات ٥٨ صندوقاً سيادياً مختلفاً، استناداً إلى بيانات Bagnall و Truman (2013)، من أجل استكشاف العلاقة بين ترتيب الصندوق السيادي ومدركات الفساد في بلد ما. والهدف من ذلك هو إلقاء الضوء على الترتيب المحتمل لصندوق سيادي لبناني حديث النشأة. وكقنطة انطلاق، ربطنا العلامة التي يستحقها الصندوق بمؤشر مدركات الفساد للبلد (بحسب بيانات منظمة الشفافية الدولية)، من خلال استخدام مخطط التشتت (scatterplot) (راجع الشكل رقم (٥)).

### الشكل رقم (٥)

الترابط بين علامات الصناديق السيادية ومؤشرات مدركات الفساد



المصدر: Bagnall and Truman, 2013.

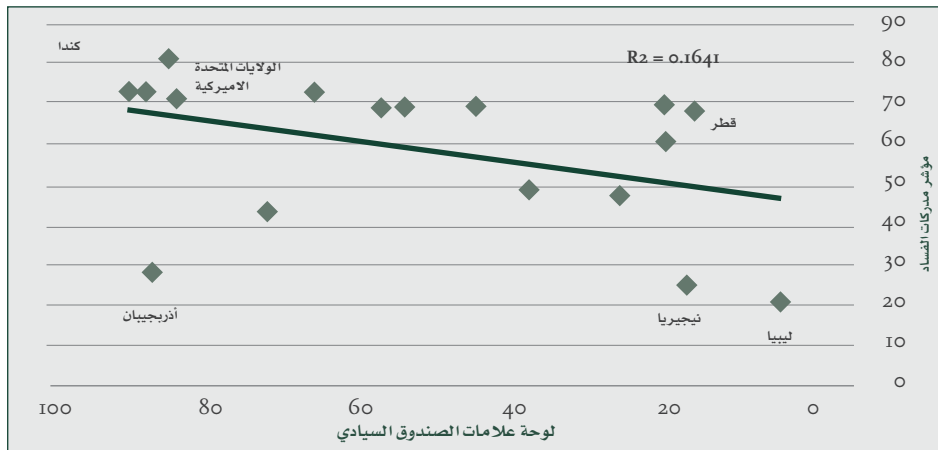
استند المؤلفان على بيانات مؤسسة الشفافية الدولية و للحوكمة، ١٠٠ هو مؤشر الحوكمة الجيدة، وصفر هو مؤشر الحوكمة السيئة.



كما هو متوقع، هناك علاقة (ترابط) مثبتة بين مؤشر مدركات الفساد ولوحة علامات الصندوق السيادي (راجع الشكل رقم (٥)). إذا توقفنا عند البيانات الناشئة المبينة في الشكل أعلاه، وجدنا أن غينيا الاستوائية (EQU) وليبيا (LYB) مثلًا حصلتا على علامة متدنية لصندوقيهما السياديين ومؤشرات فساد مرتفعة. لكن مدركات الفساد المرتفعة في بعض البلدان، لم تصحبها بالضرورة علامات متدنية على صعيد الصندوق السيادي، مثلما هي حال تيمور الشرقية (TL) وأذربيجان (AZR). و يعود ذلك إلى أن الطفرة الهيدروكربونية في هذين البلدين كانت متوقّعة. فعمدت الدولتان، إلى تصميم صناديق سيادية تتمتع بهيكلية حوكمة متينة، بمساعدة شركائها الدوليين. وبطبيعة الحال، فإن الدول التي تتميز بدرجة متدنية من الفساد نالت علامات عالية على صندوقها السيادي، مثلما هو مبين في حالتني نيوزيلندا والنرويج. وبالعودة إلى لبنان الذي يتسم بمدركات فساد عالية، يرجّح أن تكون علامة صندوقه السيادي الجديد قريبةً من علامات غينيا الاستوائية، وليبيا، تيمور الشرقية، وأذربيجان. لكن إرساء الصندوق السيادي للبنان على أسس ومبادئ الحوكمة السليمة يمكن أن تجعله أقرب إلى الوضع في تيمور الشرقية وأذربيجان، منه في ليبيا وغينيا الاستوائية. وبما أن قانون الموارد البترولية في المياه البحرية ينص على إنشاء صندوق مدخرات، سنركّز الآن على الترابط المحدد بين علامات صناديق المدخرات السيادية ومؤشرات مدركات الفساد. وسوف نعاين ١٦ صندوق مدخرات من أصل ٥٨ صندوق سيادي. بالنظر إلى الترابط المبيّن في المخطط أدناه (راجع الشكل رقم (٦)).

### الشكل رقم (٦)

الترابط بين علامات صناديق المدخرات ومؤشرات مدركات الفساد



المصدر: Bagnall and Truman, 2013.

استند المؤلفان على بيانات مؤسسة الشفافية الدولية الحوكمة، (١٠٠) هو مؤشر الحوكمة الجيدة، و(صفر) هو مؤشر الحوكمة السيئة.

يبين الشكل رقم (٦) الأنماط عينها من الترابط العكسي بين مدركات الفساد وعلامات الصناديق السيادية المبينة في الشكل رقم (٥). بيد أن دقة المطابقة (R2) بين انحدار مقطعي (cross-sectional regression) يربط مدركات الفساد بعلامات الصناديق، هي أدنى في هذه الحالة. وهذا يُعزى لصغر حجم العينة. يُظهر الشكل رقم (٦) أن أداء صناديق المدخرات أفضل من المعدل المتوسط (معظم العلامات هي أعلى من خط الانحدار). ومع ذلك، فإن ممثل الصندوق القطري (QA) استثنائي، لأن أداء الصندوق

السيادي القطري ليس جيداً بحسب لوحة علامات Bagnall و Truman (2013)، مع أن مُدركات الفساد في قطر منخفضة. ويحتوي الجدول رقم (٢) على العلامات التي استحقها ١٦ صندوق مدخرات في العام ٢٠١٢.

### الجدول رقم (٢)

لوحة علامات صناديق المدخرات في العام ٢٠١٢

لوحة العلامات ٢٠١٢	الصندوق	الدولة
91	Alaska Permanent Fund الصندوق الدائم لألاسكا	الولايات المتحدة الأميركية، ولاية ألاسكا
89	Wyoming Permanent Mineral Trust Fund صندوق وايومينغ الدائم للتوفير	الولايات المتحدة الأميركية
88	State Oil Fund صندوق النفط الحكومي لجمهورية أذربيجان	أذربيجان
86	Alberta Heritage Savings Trust Fund صندوق ادخار ألبرتا للتراث	كندا
73	Kuwait Investment Authority (KIA) الهيئة العامة للاستثمار	الكويت
67	Alabama Trust Fund صندوق ألباما للدخار	الولايات المتحدة الأميركية، ولاية ألباما
58	Abu Dhabi Investment Authority جهاز أبوظبي للاستثمار	الإمارات العربية المتحدة
55	Dubai International Capital دبي انترناشونال كابيتل	الإمارات العربية المتحدة
46	International Petroleum Investment Company شركة الاستثمارات البترولية الدولية	الإمارات العربية المتحدة
39	Mumtalakat Holding Company شركة ممتلكات البحرين القابضة	البحرين
27	State General Reserve Fund صندوق الاحتياطي العام للدولة	سلطنة عُمان
21	Brunei Investment Agency وكالة استثمار بروناي	سلطنة بروناي
21	Investment Corporation of Dubai مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية	الإمارات العربية المتحدة
17	Qatar Investment Authority جهاز قطر للاستثمار	قطر
6	Libyan Investment Authority المؤسسة الليبية للاستثمار	ليبيا
18	Sovereign Investment Authority المؤسسة الاستثمارية السيادية	نيجيريا

المصدر: Bagnall and Truman, 2013.

يظهر استعراض ممارسات صناديق المدخرات التي نالت أعلى العلامات (راجع الجدول رقم (٢))، أن هذه الصناديق تتمتع بوضوح الهدف، والإطار القانوني، والهيكلية، والاستراتيجية الاستثمارية، ومصدر تمويل، كما أنها تتسم بالشفافية في طريقة استخدامها للأموال وبأن دور مجلس إدارتها محدد بوضوح. فضلاً عن ذلك، تخضع هذه الصناديق لتدقيق منتظم ومستقل، وتتبنى استراتيجيات محددة جيداً لإدارة المخاطر واستخدام الرافع المالي (leverage). كما أنها تصدر بانتظام تقارير فصلية وسنوية. وهذه الممارسات الجيدة ينبغي أن تُلهم مصممي صندوق المدخرات اللبناني، سيما وأن التصنيف الجيد للصندوق السيادي اللبناني سيكسب هذه المؤسسة الجديدة الثقة والتأييد.

نظراً لأفقها الاستثماري الطويل الأمد، تتميز هذه الصناديق بدرجة مرتفعة من مفاضلة المخاطر بالعائد، وبالتالي، تتيح موجوداتها تغطية مطلوباتها المستقبلية

## ٢ مبادئ الحوكمة السليمة

في السياق اللبناني، من الجوهرى الالتزام بالمبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) التي وضعتها مجموعة العمل الدولية (IWG). إذ يقضي هيكل الحوكمة السليم بالفصل بين وظائف الجهة المالكة والجهة المسيطرة. فالصناديق السيادية مملوكة من الحكومة المركزية، ولا يجوز أن يجمع المسؤولون الحكوميون بين دورَي الملكية والإشراف الإداري. وكما نبّهه Gelb، وToro، وHalland (2014)، يؤدي جمع الأدوار أي الملكية والسيطرة إلى تضارب في المصالح الذي من شأنه إضعاف أداء الصندوق السيادي ونزاهته. من هنا ترتدي استقلالية مجلس الإدارة أهمية كبيرة لانتظام عمل الصندوق. وينبغي اختيار أعضائه من مختلف الخبرات والاختصاصات في هذا الحقل. وعلى اللجان المشرفة على تعيين الأعضاء أن تتمتع كذلك بالاستقلالية والموضوعية، بهدف ضمان عملية اختيار الأعضاء المناسبين بمعزل عن التدخلات السياسية. وعملاً بمبادئ المادة ١٦ من الـ GAPP، يقتضي الإفصاح علناً عن كيفية إدارة الصندوق وملكيته، المستقلتين عملاً.

## ٢-١ نظام التوظيف

تولي كل المؤسسات المالية الساعية إلى تحقيق أهدافها الاستثمارية مسألة انتقاء الموظفين الأكفاء واستبقائهم أهمية مركزية. وعليه، ينبغي تزويد الصندوق السيادي بموظفين محترفين ومتمرسين لتولي مهام الاستثمار من أجل تحقيق أهدافه المالية. والواقع أن لبنان غني برأسماله البشري، وخبرات أصحاب الكفاءات من المغتربين اللبنانيين الذين يشغلون مناصب قيادية في القطاع المالي، الإقليمي والدولي، تكفل حاجته بالمتخصصين من ذوي الخبرة في هذا الحقل. كما أن القطاع المصرفي اللبناني المزدهر يمكن أن يكون مصدراً لتوظيف أخصائيين أكفاء. وينبغي أن تكون معايير التوظيف وتقييم الأداء واضحة، وشفافة، ومبنية على الجدارة. ولا يجوز أن يخضع تعيين الموظفين للتدخلات السياسية والاعتبارات الطائفية أو المذهبية. كما يجب تشجيع المساواة الجندرية في عملية التوظيف.

بالنسبة للبنان، فإن مدركات الفساد المرتفعة في القطاع العام تحتم إرساء ممارسات سليمة للتدقيق الداخلي والخارجي

## ٢-٢ الإفصاح، التدقيق والشفافية

تعتبر الشفافية والإصدار المنتظم للتقارير مبدآن أساسيان للتخفيف من خطر التسلط (raiding) على أموال الصندوق، أو تحصيل المنفعة الشخصية (rent-seeking).<sup>(٩)</sup> وتقتضي الحوكمة اعتماد تسلسل إداري واضح لرفع التقارير والمساءلات، ومبادئ توجيهية واضحة للاستثمار (مثلاً، الرصد الاستراتيجي للأصول بقصد تنويع محفظة الموجودات، نطاق الإدارة الفاعلة، طبقات الموجودات الجائز

الاستثمار فيها)، كي يكون التنفيذ متسقاً مع قدرة الحكومة على تحمّل المخاطر ومع الأهداف الأشمل للسياسة المالية. كما إن ربط أتعاب الموظفين بمقارنة معيارية خارجية لأدائهم قد يساعد على اجتناب المنفعة الشخصية، ويعزز الشفافية، ويسمح بتوظيف المحترفين والمهنيين المتمرسين في مجال الاستثمار. كما ينبغي أن تَمزّ التدفقات النقدية عبر الحساب الموحد للخزينة بهدف تعزيز الشفافية وتسهيل إدارة السيولة.

في السياق اللبناني، من الجوهرى الالتزام بالمبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) التي وضعتها مجموعة العمل الدولية (IWG)

من سمات هيكل سليم للحكومة إخضاع الصندوق السيادي للتدقيق الداخلي والخارجي. إن إنشاء قسم مستقل للتدقيق الداخلي، يرفع تقارير مباشرة إلى مجلس إدارة الصندوق، هو مكوّن أساسي من مكوّنات الحوكمة الجيدة. كذلك، يتعيّن أن تخضع عمليات الصندوق للتدقيق الخارجي من جانب مؤسسة تدقيق معروفة عالمياً، أقله مرة واحدة كل عام على أقل تقدير، تماشياً مع معايير المحاسبة العامة الوطنية والدولية المعتمدة، ومع

مضمون المادة ١٢ من مبادئ GAPP. بالنسبة للبنان، فإن مُدركات الفساد المرتفعة في القطاع العام تحتم إرساء ممارسات سليمة للتدقيق الداخلي والخارجي من أجل أن يعمل الصندوق السيادي بفاعلية وكفاءة، ومن أجل طمأنة الناس على أن موجوداتهم تُدار وفق الأصول المرعية الإجراء.

من بين العناصر المركزية الأخرى للممارسة الجيدة لإدارة الصندوق السيادي الإفصاح عن الأنشطة على نحو أكثر شفافية. فالتقارير الداخلية (المرفوعة إلى الحكومة و مجلس الإدارة) إضافة إلى التقارير العامة والمتعلقة بأهداف الصندوق، وأنشطته، ومحفظة موجوداته وعوائده، هي مكوّنات مهمة من مكوّنات الحوكمة الجيدة. فالإفصاح الشفاف هو من متطلبات مبادئ GAPP (المادة ١٨.٣). والتقارير العامة الخارجية عن ممتلكات الصندوق السيادي وأهدافه وحسن أدائه يعزز كثيراً حوافز الإدارة القومية لموجوداته. ومن هنا، فإن نظام الإفصاح الشفاف هو أساسي في السياق اللبناني من أجل تشجيع دعم الجمهور الواسع لهذا الصندوق.

## ٢-٣ قواعد الإيداع والسحب

يقضي هيكل الحوكمة السليم بالفصل بين وظائف الجهة المالكة والجهة المسيطرة. فالصناديق السيادية مملوكة من الحكومة المركزية، ولا يجوز أن يجمع المسؤولون الحكوميون بين دورَي الملكية والإشراف الإداري

إن تصميم صندوق ثروة سيادي ناجح ينبغي أن يتضمّن تحديداً واضحاً لقواعد تراكم الأصول فيه، ولقواعد سحب الأموال منه. إذ تحدّد قواعد التراكم نسبة المدخرات للإنفاق، في حين تحدّد قواعد السحب شروطاً لجوء الحكومة إلى سحب الأموال من الصندوق. ويحتوي الجدول رقم (٣) المرفق على قواعد الإيداع والسحب المعتمدة في بعض البلدان. وبالنسبة للبنان، فإن اعتماد صندوقه السيادي لقواعد صارمة للتراكم والسحب هي بمثابة الشرط الحاسم لحسن أدائه. فهي (أي قواعد الإيداع والسحب) إما تقديرية/استثنائية/أو تلقائية/مبنية على قواعد. وتقضي المقاربة المبنية

على القواعد بتحويل قسم من عائدات الموارد إلى الموازنة العامة، مثلاً، عندما يتخطى سعرُ الموارد عبثةً معيّنة. لكن المجال يجب أن يُسمح لحيّز من التقدير/الاستنساب بالنسبة لهذا الصندوق. وسوف نناقش هذه المسائل ملياً في قسم التوصيات.

## الجدول رقم (٣)

أهداف الصناديق السيادية، وقواعد الإيداع والسحب المعتمدة

البلد/الصندوق	الأهداف	قواعد التراكم	قواعد السحب
الكويت - صندوق الاحتياطي العام	التثبيت والمدخرات	فوائض الموازنة العامة	تحويلات استثنائية من الصندوق إلى الموازنة العامة
الكويت - صندوق احتياطي الأجيال القادمة	المدخرات	١٠٪ من مجمل إيرادات الدولة	تحويلات استثنائية من الصندوق إلى الموازنة العامة (بعد موافقة البرلمان)
النرويج - صندوق معاشات التقاعد الحكومي - العالمي	المدخرات	حصة الحكومة من عائدات النفط (الصافية)	تحويلات استثنائية إلى الموازنة العامة لتمويل عجز القطاع غير النفطي
سلطنة عُمان - صندوق الاحتياطي العام للدولة	المدخرات	اعتباراً من ١٩٩٨، عائدات النفط الفائضة	تحويلات استثنائية إلى الموازنة العامة
سلطنة عُمان - صندوق إعانات الطوارئ	التثبيت	عائدات النفط الفائضة بعد التحويل إلى صندوق الاحتياطي العام للدولة	غير مفتح عنها
سلطنة عُمان - صندوق النفط	التثبيت	اعتباراً من ١٩٩٨، القيمة في السوق لـ ١٥٠٠٠ برميل من النفط في اليوم	غير مفتح عنها
جمهورية فنزويلا البوليفية - صندوق الاستثمار لغرض التثبيت الاقتصادي - الكلي	التثبيت	اعتباراً من ١٩٩٩، ٥٠٪ من عائدات النفط فوق القيمة المرجعية	تحويلات
تيمور الشرقية - صندوق عائدات النفط	التثبيت والمدخرات	جميع مداخل النفط	تحويلات استثنائية إلى الموازنة العامة لتمويل عجز القطاع غير النفطي
الولايات المتحدة - صندوق الأسكا الاحتياطي الدائم	المدخرات	٥٠٪ من عائدات المعادن المستوفية الشروط	رأس المال يظل مستثمراً - ويجوز استخدام الفوائد بقرار من الحاكم أو الهيئة التشريعية

البلد/الصندوق	الأهداف	قواعد التراكم	قواعد السحب
كندا - صندوق ادخار ألبيرتا للتراث	المدخرات - ومنذ عام ١٩٩٧، أهداف اقتصادية واجتماعية	٣٠٪ من عائدات النفط اعتباراً من عام ١٩٨٣، و١٥٪ بين عامي ١٩٤٨ و١٩٨٣	تحويلات استثنائية إلى الموازنة العامة
أذربيجان - صندوق النفط الحكومي	المدخرات - وقبل عام ١٩٩٧: أهداف اجتماعية واقتصادية	عائدات الدولة من النفط بموجب القانون	تحويلات استثنائية لتمويل العجز غير النفطي (بموافقة البرلمان)، والسماح بإنفاق خاص بموجب مرسوم رئاسي (السحب خاص لسقف محدد)
التشاد - برنامج إدارة العائدات	التثبيت والمدخرات - توقّف صندوق الأجيال المقبلة في عام ٢٠٠٥	عائدات الدولة الصافية والمباشرة من النفط	السحب مرصود لإنفاق يتمتع بالأولوية بموجب القانون حتى عام ٢٠٠٦. واعتباراً من ٢٠٠٧، تحويلات استثنائية إلى الموازنة العامة لتمويل العجز غير النفطي
التشيلي - صندوق تثبيت أسعار النحاس	التثبيت	استناداً إلى أسعار مرجعية استثنائية تحددها الحكومة	تحويلات إلى الموازنة (وإقراض من خارج الموازنة) متناظرة مع قواعد التراكم

المصدر: Le Borgne (2012) "Challenges and choices in designing Sovereign Wealth Funds: Thoughts for Lebanon", Presentation, Olayan School of Business, American University of Beirut.

## استخدام عائدات الصناديق السيادية

تزخر النظرية الاقتصادية بتوجيهات حول الاستخدام الأمثل لموارد صندوق الثروة السيادي. وبحسب Van Der Ploeg و Collier (2010) و Venables (2010)، تقتضي فرضية الدخل الدائم أن تُرصد موارد الصندوق السيادي عبر توزيع متناسق للثروة والاستهلاك على امتداد السنوات. لكن هذا الاقتراح الذي يبدو مُنصفاً في الظاهر قد لا يكون هو السياسة العامة المثلى لدولة نامية غنية بالموارد. وينبغي تالياً تعزيز فرضية الدخل الدائم البسيطة بنماذج إضافية تدرج تحديات التنمية التي يواجهها البلد. وقد يؤدي ذلك إلى تسبيق أو تأجيل استخدام أصول الصندوق السيادي في إطار زمني محدد، تبعاً لمرحلة تطور البلد المعني، وقدرة مؤسساته وخصائصها.

وينظر إلى مقارنة التسبيق، أو تركيز إنفاق الموارد في البداية (front-loading)، بوصفها مناسبةً سيما في البلدان النامية، لإخراج بناء التحتية من عنق الزجاجة. ويؤكد كل من Wakemann-Linn، وAturupane، وDanninger، وGvenetadze، وHobdari، وLe Borgne (2004)، على ضرورة التبكير في الإنفاق في الحالات التالية:

- إعطاء البلد دفعة اقتصادية لانطلاقة تنمية؛
- لاعتبارات الاقتصاد السياسي، مثل تخفيف اللامساواة في الدخل؛
- عندما تكون المحافظة على مبادئ العدل والمساواة بين الأجيال (تغليب الاستهلاك لصالح الجيل الحالي الأفقر نسبياً) هدفاً مهماً.

وتنصح النظرية الاقتصادية باعتماد مقارنة الإنفاق المؤجل (back-loading) عندما يكون الإنفاق العاجل من الصندوق السيادي مقيداً بالتالي:

- مقيداً على القدرات المتاحة؛
- اعتبارات لها علاقة بالمرض الهولندي؛
- اعتبارات الحكمة والعدالة والمساواة بين الأجيال؛
- متطلبات مستقبلية غير محدّدة (رواتب تقاعدية).

وبهدف مواجهة هذه القيود، برزت توصية بإمكانية تصميم صندوق سيادي مهجن/مركب حيث يمكن إيداع العائدات في صندوق لأجل قصير، على أن تحوّل إلى الاقتصاد عندما تتطور قدرته الاستيعابية. ولكن على هذه المقاربة أن تأخذ في الحسبان المخاطر الناجمة عن خسارة تأييد المواطنين للصندوق الذي لا يلبي احتياجات البلد من جراء المبالغة في سياسة الإنفاق المؤجل. أما في لبنان، فالمطلوب التعمّق في تحليل طرق إنفاق المال من جانب الصندوق السيادي، لأن هذا البلد يجمع ما بين السمات التي تبرّر تسبيق إنفاق الموارد، وتلك التي تسوّغ للتأجيل، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى انعدام سميّ الوضوح والشفافية.

تشمل هذه التحديات (في البلدان النامية) إنفاقاً حكومياً مضطراً وعجزاً في الموازنة العامة، وتراكم الدين وخدمة الدين العام، مما يؤدي إلى نضوب موارد الصندوق بالكامل

## الخبرات الدولية على صعيد الصناديق السيادية وإلى أي حد هي مناسبة للبنان

هناك عوامل مخاطر (risk factors) مؤسسية عديدة ينبغي أخذها في الحسبان لدى تصميم صندوق سيادي للبنان. فهذا البلد يعاني من عجز بنيوي كبير في موازنة الدولة، والمنحى الانحداري الذي شهدناه في نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي قد انعكس مؤخراً. فولّد التحديات المالية التي يواجهها البلد مخاطر مؤسسية كبيرة بالنسبة لصندوق سيادي حديث النشأة. وتحديداً، إن يكون عرضة لمخاطر التسلسل على أمواله، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. الخطر المباشر قد يكون عبر استخدام موارد الصندوق لخدمة غايات أخرى غير تلك المقصودة في الأصل. أما الخطر غير المباشر فيشير إلى الإفراط في تراكم الدين الزائد باستخدام موارد الصندوق. كما إن الديون المشروطة (الالتزامات)، إزاء القطاع المالي، هي مصدر محتمل آخر للخطر غير المباشر. ونظراً لتحديات لبنان المالية، يشكل سوء الاستعمال غير المباشر الخطر المؤسسي الرئيسي الذي يهدّد الصندوق السيادي. وهناك خطر مؤسسي أساسي آخر متمثل في إدارة عديمة الكفاءة لأموال الصندوق (بفعل الفساد، أو سوء الإدارة، مثلاً، إذا كان تعيين الموظفين مبنياً على اعتبارات التمثيل الطائفي أو المذهبي وليس على أساس الجدارة). وكما سنبيّن لاحقاً، ينبغي معالجة هذه التحديات عن طريق اعتماد ترتيبات قانونية ومؤسسية واضحة، معدّة خصيصاً للبنان.

تُظهر تجارب البلدان النامية، وتحديداً جزر المحيط الهادئ و بلدان شرق آسيا، أن الصناديق السيادية لم تنجح في تحقيق أهدافها المالية. فكما أظهرت دراسات Medas و Le Borgne الموثقة في عام ٢٠٠٧، تعاني هذه البلدان من تحديات مالية. وتشمل هذه التحديات إنفاقاً حكومياً مفرطاً وعجز في الموازنة العامة، وتراكم الدين وخدمة الدين العام، مما يؤدي إلى نضوب موارد الصندوق بالكامل. وتترجّح أسباب التحديات المالية بين إدارة سيئة للسيولة المصحوبة بقواعد سحب صارمة (مثلاً في جزر مارشال وتوفالو)، ونضوب الموارد من جراء استخدام أموال الصندوق (مثلاً في جزر مارشال) كضمانات لتمويل عجز الموازنة (مثلاً، في بابوا غينيا الجديدة، وفي ناورو)، واستثمارات محفوفة بالمخاطر و/أو استثمارات غير مُنوّعة، وسوء إدارة وحوكمة سيئة (مثلاً، في ناورو). ومن هنا، قد يصبح لبنان عرضة لمثل هذه التحديات، بحكم مشكلاته المالية ومكامن الضعف المؤسساتي. وسنناقش لاحقاً الدروس المستفادة من تجارب هذه البلدان، وما يترتب عليها من توصيات بالنسبة للبنان.

**ينبغي أن تبقى قرارات الإنفاق والسياسة العامة محصورة في أيدي الحكومة...  
علماً أن تبني قواعد إيداع وسحب مرنة  
لغاية سهل كثيراً استعمال الأموال للتثبيت**

إن مشكلات الحوكمة التي تؤثر سلباً في أداء الصناديق السيادية الأفريقية تعطي أمثلة عن بعض المخاطر الإضافية التي قد تواجه الصندوق السيادي اللبناني. إذ يلاحظ Triki و Faye (2011) أن مشكلات الحوكمة في الصناديق السيادية الأفريقية تتبع من ضعف الترتيبات المؤسسية المترافقة مع الفساد المستشري. ولقد واجهت دولة التشاد، المماثلة للبنان من حيث مدركات الفساد مشكلات على صعيد الحوكمة من جراء ضعف إنفاذ

الترتيبات المؤسسية القائمة. فعلى سبيل المثال، عدّلت الدولة التشادية قانون إدارة العائدات الوطنية لعام ٢٠٠٥، من أجل زيادة حصة الموازنة العامة من عائدات النفط. لكنها عادت وأدخلت نفقات استثنائية، وألغت صندوق الأجيال المقبلة. على الرغم من مكانة لبنان كدولة ذات دخل متوسط، فإن التحديات المالية والمؤسسية تجعل لبنان عرضة بشكل خاص لهذه المخاطر (راجع الجدول رقم (١)).

## تصميم صندوق سيادي للبنان: توصيات أولية

من أجل تصميم الصندوق السيادي الأنسب للبنان، ينبغي الاستفادة من تجارب البلدان المختلفة. كما ينبغي أن تتماشى أهداف الصندوق اللبناني مع الإطار المالي والاقتصادي الكلي للبلاد بالنظر إلى التحديات المالية والمؤسسية التي تواجهها. كما ينبغي أن يشمل التصميم أدوات رقابة صارمة للإشراف على سحب الأموال، وإدارة السيولة المطلوبة، لكي يتمكن الصندوق من تحقيق أهدافه الرامية إلى الحدّ من حجم الإنفاق وتقلباته. ويجب أن تكون قواعد الإيداع والسحب محددة بوضوح. إن اعتماد لبنان لقواعد تشغيلية صارمة حيال حياة صندوق سيادي للمدخرات - وفق ما قرره المشرعون - سيقيد (بحكم تصميمه) إمكانية استخدام أمواله للتثبيت المالي [توازن الموازنة]، واحتمال التكيّف للملاءمة الظروف المتغيرة. ومن المرجح أن يؤدي، استعمال صندوق مدخرات لأغراض التثبيت، إلى خسائر مالية كبيرة للصندوق السيادي اللبناني، ويعرّض، في نهاية المطاف، أهدافه العامة وغايته المجتمعية التي ترمي إلى إفادة الأجيال المقبلة منه للفشل.<sup>(١٠)</sup> وينبغي أن تكون استراتيجية إدارة الموجودات (بما فيها خيار المفاضلة بين العائد والمخاطرة) متسقة مع أهداف السياسة العامة للصندوق السيادي. فهذا التضارب، أو عدم الاتساق، كان سبب تجارب سيئة عديدة تعرّضت لها الصناديق السيادية في أكثر من بلد (Medas و Le Borgne، 2007).



وعليه، ينبغي أن يتصف تصميم الصندوق السيادي اللبناني بمرونة محدودة، وبشفافية كبيرة، وأن يتم إدماجه في أنظمة البلد المالية، بحيث يكون منسجماً مع استراتيجيات الاستثمار المعتمدة. وهناك عدد من السمات المستحبة من حيث التصميم التي ينبغي تنفيذها في صندوق سيادي حديث النشأة. وهذه تشمل: (١) إدماج الصندوق في نظام الموازنة العامة؛ (٢) اعتماد بعض المرونة في القواعد التشغيلية (أو مرونة محدودة) (٣) عدم رصد عائدات لأبواب إنفاق معيَّنة (أو مع رصد محدود)، لكن من دون إنفاق من خارج الموازنة؛ (٤) الاتساق مع استراتيجية الاستثمار العامة، (٥) تطبيق مبادئ الشفافية والمساءلة.

ينبغي إدماج عائدات الصندوق السيادي اللبناني في أنظمة الموازنة العامة (والإدماج معناه أن تذهب التدفقات الخارجة من الصندوق إلى موازنة الدولة وليس خارجها، وليس أيضاً إلى صندوق خارج الموازنة). وهذا التكامل يضمن أن تكون قرارات الإنفاق تتماشى مع السياسة المالية وقادرة على التصدي لتحديات استبداليتها (مثلاً، في النرويج، وتيمور الشرقية). وينبغي أن تبقى قرارات الإنفاق والسياسة العامة محصورة في أيدي الحكومة، وأن يحوّل الصندوق السيادي الموارد إلى موازنة الدولة، كما تجيز ذلك قواعد التدفقات الخارجية العائدة له. ومن المفضل أن تتمتع القواعد التشغيلية الخاصة بالصندوق بمرونة محدودة. علماً أن تبني قواعد إيداع وسحب مرنة للغاية سهل كثيراً استعمال الأموال للتثبيت. وهذا منافعٍ لهدف صندوق المدخرات الذي وضعه المشرعون اللبنانيون في قانون الموارد البترولية لعام ٢٠١٠. لكن المرونة المحدودة قد تكون مطلوبة ومباحة في الظروف الطارئة (مثلاً، في حالة حدوث كارثة وطنية). في هذه الحالات، قد تكون الحاجات المالية وكلفة الاقتراض، بالنسبة للبلد، مرتفعة للغاية، بحيث أن استعمال مقدار أكبر من المعتاد من أمواله قد تخدم مصلحة البلد الطويلة الأجل. ولكن، هكذا استعمال يجب أن يكون استثنائياً بشكل واضح، وإلا فإن الإفراط في المرونة سيؤدي إلى استفاد الأصول المتراكمة في الصندوق.

لا يجوز أن تكون بعض عائدات الصندوق مخصصة (earmarked) لإنفاق معيّن، ولا يجوز السماح بأن تموّل إنفاقاً من خارج الموازنة العامة. ويتيح التقيّد بهذه القاعدة ما يلي: (١) المرونة في التأقلم مع الظروف المتغيرة والأولويات (بموجب ما تقرره الموازنة السنوية للحكومة المصادق عليها في مجلس النواب)؛ (٢) الفاعلية في الإنفاق من خلال تنافس مجالات الأولوية على الموارد؛ (٣) إدارة للسيولة أكثر بساطة؛ (٤) تعزيز الشفافية والحوكمة.

ذكرنا فيما سبق موجب أن تكون السياسة الاستثمارية للصندوق السيادي متسقة مع استراتيجيات الاستثمار الشاملة للبلد. ذلك أن تكامل سياسة الصندوق الاستثمارية مع استراتيجيات البلد الأشمل على صعيد الإدارة المالية (fiscal) وإدارة الموجودات، يجنب البلد أوضاعاً غير مستحبة على الصعيد المالي (financially). والأوضاع المقصودة هي تحمّل الدولة لدين عام بشروط مكلفة، وفي نفس الوقت حيازتها لأصول متراكمة في صندوقها السيادي والتي يعتبر عائداتها المالي أدنى من كلفة خدمة الدين العام. ويرتدي هذا التكامل أهمية مركزية بالنسبة للبنان، نظراً لحجم دينه الداخلي والخارجي الكبيرين. وكما هي حال أي مستثمر مؤسستاتي آخر، ينبغي أن يكون هدف استراتيجية محفظة أصول الصندوق السيادي هو تعظيم العائد المالي (financial return) الضامن للمخاطر، والمشروط بالأهداف

**فالمطلوب (في لبنان) التعمق في تحليل طرق إنفاق المال من جانب الصندوق السيادي، لأن هذا البلد يجمع ما بين السمات التي تبرر تسبيق إنفاق الموارد، وتلك التي تسوّغ للتأجيل، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى انعدام سمّي الوضوح والشفافية**

المالية الأساسية. ذلك أن المطلوبات (liabilities) في الميزانية العمومية (balance sheet) اللبنانية لها دلالة خاصة. والدين العام الكبير، المصحوب بمتوسط أسعار فائدة ثابت مرتفع على الدين بالعملة الأجنبية (بلغ المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على السندات باليورو نسبة ٦,٤٩٪ في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠١٣)، ينطوي على تدفقات خارجية ملحوظة. ومن هنا، على الصندوق السيادي اللبناني أن يأخذ في الحسبان متطلبات لبنان الكبيرة لدى تخطيط محفظته الاستثمارية. أي أن قرارات رصد الاستثمارات، ومستويات تحمّل المخاطر، وأهداف العائد المالي للصندوق ينبغي أن تبرّر تدفقات [مدفوعات فوائد] الدين الخارجية المستقبلية للبنان.

وإذا نظرنا إلى الموضوع من منظور مالي (financial) بحت،<sup>(١١)</sup> فأغلب الظن أن لبنان سيستخدم بعض عائداته من الموارد الهيدروكربونية لسداد بعض ديونه. أما إذا نظرنا من منطلق أصول/خصوم، فأغلب الظن، أنه في غضون السنوات القليلة الأولى من تسويق الموارد الهيدروكربونية وتحولها إلى أصول مالية، لن يكون التراكم السريع لأصول هذا الصندوق مستحياً؛ وبدلاً من ذلك، قد يكون من المستحب سداد بعض ديون البلد السيادية، وبالتالي خفض نسبة الدين للنتاج المحلي الإجمالي، بهدف توليد خفض كبير في علاوة المخاطر (risk premium). وتتطوي هذه الاستراتيجية على فوائد عدة. أولاً، يؤدي بدلاً من مخاطر سيادية منخفضة إلى تقليص مجموع كلفة الدين العام للبنان (أي إن خفض نسبة الدين للنتاج في لبنان إلى ١٠٠٪ على سبيل المثال، يؤدي إلى خفض كلفة الفائدة عن مجمل هذا الدين البالغ ١٠٠٪ من الناتج؛ وإذا نتج عن سداد بعض ديون لبنان خفض لبدل المخاطر بـ ١٠٠ نقطة قياساً لقاعدة الأساس - وهذا افتراض معقول - فهذا يوفّر على موازنة الدولة السنوية ما يعادل ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي (٤,٤ مليار دولار سنوياً استناداً إلى الناتج المحلي الإجمالي في ٢٠١٤). ويؤدي انخفاض مستوى ديون لبنان إلى تحسين التصنيف الائتماني السيادي للبلد وبالتالي إلى خفض أسعار الفائدة على الاقتراض بالنسبة للقطاع الخاص (مثلاً، تتخفض كلفة التمويل بالنسبة للمصارف، وكذلك تكاليف الاقتراض بالنسبة للشركات والأفراد). ومن شأن ذلك تعزيز القدرة التنافسية للاقتصاد وتحفيز النمو. ففي مرحلة معيّنة، وما أن تتخفض علاوة المخاطر في لبنان بشكل كاف، لن يعود مبرراً منح الأولوية لتقليص إضافي في ديون البلد، على حساب مراكمة متسارعة للموجودات المالية في هذا الصندوق. وحتى ذلك الحين، يجب تقليص التدفقات المالية الخارجة من الصندوق بشكل ملحوظ (بدلاً من استخدامها بطريقة متسارعة لسداد بعض ديون البلد) كي تتراكم الأصول بسرعة في الصندوق.

أخيراً، كما يستدل من التجارب العالمية، يتعيّن على بلد كـلبنان، يتّصف بمؤسسات ضعيفة وسوء الحوكمة، أن يجعل من موضوعي الشفافية والمساءلة في صلب تصميم صندوق سيادي. فيإمكان الرقابة الجيدة، التي تشمل تقارير الأداء، والتدقيق الخارجي، ومعايير واضحة للإفصاح عن المعلومات، أن تشجّع أداءً أفضل، وأن تكافح الفساد، وأن تعزّز ثقة الجمهور في إدارة عائدات الموارد، وتزيد من تأييده لهذا الصندوق.

## الملحق رقم (١)

يحتوي الجدول أدناه قائمة بأسماء أكبر عشر صناديق ثروة سيادية وحجم الأصول التي تديرها، ومنشأ الثروة، ومؤشر الشفافية Linaburg - Maduell. واستناداً إلى تعريف مجموعة العمل الدولية (IWG) للصناديق السيادية، يبلغ مجموع الأصول التي تديرها هذه الصناديق ما يقارب ٤ تريليون دولار أميركي (Triki and Faye, 2011). ومن المتوقع أن تصل هذه الأصول إلى نحو ١٠ تريليون دولار أميركي بحلول ٢٠١٥ طبقاً لتقديرات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD). وبما أن غاية صناديق الثروة السيادية الكبرى هو الاستثمار الطويل الأمد، فقد ساهمت هذه الصناديق في استقرار النظام المالي العالمي، غداة أزمة الرهن العقاري العالية المخاطر عام ٢٠١٣ (Bolton, Samama and Stiglitz, 2013).

## أكبر عشرة صناديق سيادية في العالم

الصندوق	حجم الأصول بالمليارات	تاريخ التأسيس	منشأ الأصول	مؤشر الشفافية Linaburg - Maduell
Government Pension Fund Global صندوق التقاعد الحكومي (النرويج)	818	1990	النفط	10
جهاز أبوظبي للاستثمار (ADIA)	773	1976	النفط	5
الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي (ساما)	675.9	م.غ.	النفط	4
شركة الصين للاستثمار (CIC)	575.2	2007	غير سلعي (Non-commodity)	7
شركة سيف للاستثمار (SAFE) الصين	567.9	1997	غير سلعي	4
الهيئة العامة للاستثمار (الكويت)	410	1953	النفط	6
محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد بهونغ كونغ (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio)	326.7	1993	غير سلعي	8
شركة حكومة سنغافورة للاستثمار (Government of Singapore Investment Corporation)	285	1981	غير سلعي	6
تيماسيك القابضة (Temasek Holdings) سنغافورة	173.3	1974	غير سلعي	10
هيئة الاستثمار القطرية	170	2005	النفط والغاز	5

المصدر: مؤسسة (SWF Institute) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية؛ وهي تشرف على إصدار مؤشر الشفافية (Linaburg - Maduell). وهي تقيّم صناديق الثروة السيادية استناداً إلى عشرة معايير مختلفة تتعلق بالشفافية والحوكمة. وتتراوح علامات التقييم التي تعطى للصناديق بين الـ ١ (أدنى علامة) والـ ١٠ (أعلى علامة). وحدها الصناديق التي تنال علامة ٨ وما فوق هي التي تعتبر صناديق شفافة.

## هوامش

- (١) تلقت هيئة إدارة قطاع البترول في لبنان ٥٤ طلباً من شركات راغبة في الاستثمار، خلال جولة التأهيل المسبق في أيار/مايو ٢٠١٣.
- (٢) يصف مصطلح التماس الربح السريع أو (rent-seeking) في هذا السياق بسعي أصحاب امتيازات النفط والغاز لاستغلال هذه الموارد غير المتجددة لمصلحتهم فقط. ويصف هذا المصطلح عامة سلوكاً اقتصادياً لا يخلق أي قيمة وإنما يؤدي إلى اللامساواة الاقتصادية، مثلاً: ممارسات الائتمان التعسفية، فرض ضرائب على المكاسب المالية الناجمة عن المضاربات أقل من الضرائب على الابتكارات التي تزيد الإنتاجية؛ ممارسة ضغوط احتكارية لمنع تخفيض الأسعار. وفي سياق الصناديق السيادية، يصف المصطلح استخدام السياسيين لهذه الصناديق لمنفعتهم الشخصية. (المحرر)
- (٣) المخاطر الإضافية الناجمة عن تداعيات الأزمة السورية. وتدفع آلاف النازحين السوريين الى لبنان يطرح تحدياً كبيراً على الأصدقاء الاقتصادية، والمالية، والصحية، والتعليمية. كما تأثرت سلباً الحياة السياسية الداخلية، نتيجة تعثر تشكيل الحكومة، وانعدام النصاب في البرلمان على امتداد عشرة أشهر خلال عامي ٢٠١٣-٢٠١٤. وفي ظل هذه البيئة الأمنية والسياسية المشحونة، تُطرح بإلحاح تحديات حوكمة الموارد الطبيعية (الإمسك بالجوانب المختلفة لاستغلال هذه الموارد).
- (٤) من أجل مزيد من التفاصيل حول بيانات المسح السيزمي، والتراخيص والتشريعات، انظر الموقع الإلكتروني لهيئة إدارة قطاع البترول في لبنان: <http://www.lpa.gov.lb>.
- (٥) انظر (الملحق ١) لقائمة أسماء أكبر عشرة صناديق ثروة سيادية في العالم بحسب حجم الأصول، ومنشأ الثروة، ومؤشر الشفافية
- (٦) ومن شأن إدراج هذه الموجودات ضمن موجودات صناديق الثروة السيادية أن يؤدي إلى الاحتساب المزدوج.
- (٧) يتم احتساب معدل التقلب بوصفه المعدل المصنّف للعوائد الشهرية على النفط الخام أو الغاز الطبيعي. مع العلم أن ثمة أسعار غاز مختلفة في أنحاء العالم، ويستخدم مؤشر الغاز الطبيعي الصادر عن البنك الدولي لأغراض التوضيح. ويعتبر النفط الخام سلعة قابلة للاستبدال (fungible) أكثر من الغاز الطبيعي، ولذا فإن التباينات بين مختلف أسعار النفط (نفط برنت، والنفط الخام مثلاً) ليست كبيرة.
- (٨) وتحديدًا التوصيات ٤-١٨ التي تتضمن إرشادات واضحة حول طريقة الحوكمة السليمة لصناديق الثروة السيادية.
- (٩) هذا لا يعني بالضرورة أن الصندوق السيادي اللبناني سيقبل حتماً التجربة التشادية، لأن أوجه الاختلاف بين لبنان والتشاد كثيرة. ففي لبنان وفرة من: الرأسمال البشري، وقطاع مصرفي متين، ومغتربين يمكن الاستفادة منهم في إدارة الصندوق السيادي.
- (١٠) سبق الكلام عن أن، الغاية المالية لصندوق مدخرات سيادي هي مجارة عائد الاستثمار لأجل بعيد. وهذا يقتضي الاستثمار في طبقات الموجودات المتسمة بمعدل مرتفع لمخاطر العائد، مما يعرضها لتقلبات الأسعار والسيولة المحدودة (مثلاً، العقارات، تملك حصص في شركات خاصة). فإذا ارتأى السياسيون، إبان مرحلة من الركود، مطالبة الصندوق السيادي بتسييل موجوداته بهدف تمويل برنامج إنعاش مالي، سيضطر الصندوق إلى تسييل بعض محفظة سندات ذات الأسعار المتقلبة في أسوأ توقيت (عندما تكون أسعار هذه الموجودات في الحضيض). إن سوء الموازنة بين استراتيجية التوظيف المطلوبة للصندوق السيادي من جهة، واستعمال أصوله من جهة ثانية، تؤدي لا محالة إلى خسائر مالية كبيرة.
- (١١) كما سبق ذكره، فإن الاعتبارات المالية (financial) هي واحدة فقط من الاعتبارات التي ينبغي أخذها في الحسبان عندما ندرس الاستخدام الأمثل لموارد الصندوق السيادي. وبالتالي، وبعد أخذ جميع العوامل، الاقتصادية منها، والمؤسسية، والحوكومية، والمالية، في الحسبان، يتبين أن سداداً سريعاً للدين العام الكبير للبنان ليس مضموناً.

## المراجع

- Al-Hassan, Papaioannou, Skancke and Sung (2013) "Sovereign wealth funds: Aspects of governance structures and investment management", IMF Working Paper No. 13/231, Washington DC.
- Bagnall and Truman (2013) "Progress on sovereign wealth fund transparency and accountability: an updated SWF scoreboard". Policy brief, Petersen Institute for International Economics.
- Besley and Persson (2008) "The incidence of civil war: theory and evidence" National Bureau of Economic Research, Working paper No. 14585.
- Burghardt (2008) "Volume surges again: global futures and options trading rises 28% in 2007", Futures Industry Magazine , March/April, 15-26.
- Bolton, Samama and Stiglitz (2013) "Sovereign wealth funds and long-term investing", Columbia University Press.
- Caselli and Coleman (2011) "On the theory of ethnic conflict" Unpublished manuscript.
- Collier, van der Ploeg and Venables (2010) "Managing resource revenues in developing countries", IMF Staff Papers, Vo. 57, 84-118, Washington DC.
- Gospodinov and Jamali (2013) "Monetary policy surprises, positions of traders and changes in commodity futures prices" ,working paper 2013-12, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Le Borgne and Medas (2007) "Sovereign wealth funds in the pacific island countries: macro-fiscal linkages", Working Paper 07/297, International Monetary Fund, Washington DC.
- Tornell and Lane (1999) "The voracity effect," American Economic Review, Vol. 89, pp. 22-46.
- International Working Group on Sovereign Wealth Funds (2008) "Sovereign wealth funds: Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles".
- Triki and Faye (2011) "Africa's quest for development: Can sovereign wealth funds help?" Working paper series, African Development Bank Group.
- Velasco (1999) "A model of endogenous fiscal deficits and delayed fiscal reforms" .In Fiscal Institutions and fiscal Performance, edited by James M. Poterba and Jurgen von Hagen, 37-68 Chicago: University of Chicago Press.
- Wakeman-Linn, Aturupane, Danninger, Gvenetadze, Hobdari and Le Borgne (2004) "Managing oil wealth: The case of Azerbaijan", Discussion Paper, International Monetary Fund, Washington DC.

