

صناديق التحوط كآلية لاستثمار الفوائض المالية لصناديق الثروة السيادية

Hedge Funds as a mechanism to invest the financial surpluses of Sovereign Wealth Funds

د. / هاجر يحيى	د. / ياسمينه إبراهيم سالم
أستاذة مؤقتة	أستاذة مساعدة صف ب-
جامعة سطيف - 01	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله-
yahia.hadjer@yahoo.com	jasmenbrasal@yahoo.fr

تاريخ الإرسال:

تاريخ التعديل:

تاريخ قبول النشر:

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى التعرف على صناديق التحوط وأهميتها في الاقتصاد العالمي، والبحث في الأسباب والحوافز التي تدعو أصحاب الفوائض بصفة عامة، وصناديق الثروة السيادية بصفة خاصة للاستثمار فيها؛ باعتبارها قناة استثمارية هامة تتميز بالعديد من الخصائص؛ من حيث العوائد المعتمدة وكذا أجل تحصيلها. وقد تبين من خلال الدراسة أنه إذا تم استغلال هذه القناة الاستثمارية بالشكل الصحيح، من خلال اختيار الاستراتيجيات الاستثمارية الأمثل والتي تتناسب مع السياسة الاستثمارية لأصحاب الفوائض، فسيتمتعون إلى تحقيق الأهداف الموضوعة. كما تحتوي الدراسة عددًا كبيرًا من الإحصاءات والأرقام التي تخص صناديق الثروة السيادية وصناديق التحوط؛ لتحديد تركزها وهيكلها ونقاط جذبها، وكذا حجم ونسب صناديق الثروة السيادية التي تفضل الاستثمار بقدر منها في صناديق التحوط، وكل ذلك من أجل تحليل الأداة نظريًا ورقميًا لبيان أهميتها ومستوياتها، ونسب تطورها العالية.

الكلمات المفتاحية: صناديق التحوط؛ الفوائض المالية؛ صناديق الثروة السيادية؛ الاستراتيجيات الاستثمارية؛ المحفظة المالية.

Abstract:

This research aims to identify the hedge funds and their importance in the global economy, and to explore the reasons and incentives that call for the surplus owners in general and sovereign wealth funds in particular to invest in them; considering those funds as an important investment channel with many characteristics, in terms of the significant returns as well as their collection deadlines. It has been shown through the study that if this investment channel is used properly, by choosing the optimal investment strategies that are appropriate to the investment policy of the surplus owners, they will reach the set goals. The study also contains a great number of statistics and figures concerning sovereign wealth funds and hedge funds to determine their concentration, structure and attractions, as well as the size and proportions of sovereign funds that prefer to invest in hedge funds in order to analyze the tool theoretically and numerically to show its importance and levels and their high evolution rates.

KeyWords: Hedge Funds; Financial Surplus; Sovereign Wealth Funds; Investment Strategies; Financial Portfolio.

JEL Classification:

تمهيد:

يُمثّل الاستثمار في صناديق التحوط عرضاً فريداً؛ حيث تسعى هذه الصناديق لتحقيق عائداتٍ إيجابية بغضّ النظر عن اتجاه السوق، وهي تُشبه الصناديق المشتركة إلى حدّ ما. وتوفّر الاستراتيجيات الاستثمارية المتنوعة جدّاً في صناديق التحوط، مجموعةً واسعةً من الفرص للمدراء الماهرين والمستثمرين من ذوي الخبرة الواسعة، كما أنّها تُعتبر قناة استثمارية رابحة بالنسبة لصناديق الثروة السيادية، التي أصبحت تُدير فوائض مالية معتبرة.

من هنا، وبما أنّ صناعة صناديق التحوط تُعتبر صناعة مالية تتطوّر باستمرار ولها وزنها في الاقتصاد العالمي، وتؤثّر بشكلٍ أو بآخر على هيكل الاستثمارات؛ نأتي إلى طرح السؤال التالي:

كيف يُمكن لصناديق الثروة السيادية تحقيق عوائد مُعتبرة من خلال الاستثمار في صناديق التحوط؟

إنّ أهمية البحث تكمن في دراسة أداة استثمارية تسمح بتحقيق التوازن والتوافق بين مستويات المخاطر في الاستثمارات المتنوعة المكوّنة للمحفظة، وهي ذات أهمية بالغة حالياً لأنها تجمع بين العديد من الاستثمارات التي لا تندرج ضمن نفس النوع من المخاطر؛ ما يسمح بولوج العديد من الفرص الاستثمارية في نفس الوقت دون مخاطر مرتفعة نوعاً ما. إنّ التوليفة التي تُكوّنها هذه الصناديق تسمح بتلافي عدّة مخاطر في نفس الوقت، لذلك تُعدّ ذات أهمية بالغة للمستثمر الذي يوجّه استثماراته إلى عدة قنوات؛ بحثاً عن العوائد المرتفعة.

كما ويهدف البحث إلى بيان أهمّ سمات هذه الأداة وهيكلها، واتّساع إطارها؛ حيث قلّة اللوائح والأنظمة المقيّدة لها، وشمولها لمجالات استثمارية، مالية وغيرها، يسمح بتوسيع دائرة الاستثمارات في المحفظة الواحدة. أما الجانب التحليلي بالأرقام، فتطرّق إلى واقع صناديق التحوط وصناديق الثروة السيادية، وبالذات التي تُفضّل الاستثمار في صناديق التحوط.

أولاً: مفهوم صناديق التحوط

يتم الحديث بإسهاب في الفترة الأخيرة عن صناديق التحوط، لكن يبقى مفهومها مشوباً بنوع من الضبابية لدى الكثيرين الذين لا يعرفون حتى الآن ما المقصود بصندوق التحوط على وجه التحديد. وبهدف توضيح الفكرة حول طبيعة ومميزات هذه الصناديق، سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى نشأة صناديق التحوط والتعريف بها وبأهميتها.

1- نشأة وتعريف صناديق التحوط

سيتم التطرّق فيما يلي إلى تاريخ ظهور فكرة صناديق التحوط، ومحاولة الإحاطة بمفهومها ومميزاتها.

1-1- نشأة صناديق التحوط

بدأت فكرة صندوق التحوط لأول مرة في عام 1949؛ حين قام عالم الاجتماع الأسترالي-الأمريكي "ألفريد وينسلو جونز"، الذي كان يُعدّ مقالته حول أحدث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوّراتها لحساب مجلة "فورتشن" المالية؛ بالتوصّل إلى آليات مُمكنة من تحقيق عوائد أعلى مما يُحقّقه المحترفون، وكانت فكرته تقوم على المتاجرة في الأسهم، من خلال الدخول في مركزين ماليين:

✓ مركز مالي طويل الأجل يشتري فيه الأسهم التي يتوقّع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقّع؛

✓ وأحد المراكز المالية قصيرة الأجل وهو البيع على المكشوف؛ بحيث يبيع أسهمًا يتوقع انخفاضها ليُعيد شراءها في وقت لاحق، مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تُدرّ عائداً أكبر من سعر فائدة الاقتراض، وفي نفس الوقت تُعتبر مخاطرتها مقبولة، وهو ما يُسمى بالرفع المالي.

وقد جمع صندوق الاستثمار الخاص لجونز كلاً من الأسهم الطويلة وقصيرة الأجل، بهدف "التحوط" ضدّ تعرض المحفظة لتقلّبات السوق. هذا ويُقدّر إجمالي عدد صناديق التحوط في العالم حالياً بحوالي 9 آلاف صندوق، يبلغ إجمالي استثماراتها أكثر من 3 تريليون دولار. وتُعتبر صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نمواً في العالم¹.

2-1- تعريف صناديق التحوط

ليس هناك تعريفٌ مُحدّد لها، ولا تُعرّف صناديق التحوط باستراتيجيةٍ معيّنة. وفيما يلي مجموعة من التعريفات والأوصاف لهذه الصناديق، والتي تُظهر التنوع في وجهات النظر:

✓ إنّ مصطلح "صناديق التحوط" يُستخدم عادةً لوصف مجموعة متنوعة من الأدوات الاستثمارية التي لها بعض الخصائص المشتركة. وعلى الرغم من أنّه لا يوجد تعريفٌ قانوني لهذه الصناديق، فإنّ هذا المصطلح يشمل كلّ أداة استثمارية مجمّعة يتم تنظيمها بشكلٍ خاص، وتُسيّر من قبل مدراء مالٍ محترفين، وهي ليست متاحةً على نطاقٍ واسعٍ للجمهور².

✓ يُشير مصطلح "صندوق التحوط" عموماً إلى أداة استثمارية خاصة، تقوم بتجميع مساهمات المستثمرين فيها؛ بهدف استثمارها في مجموعة متنوعة من الأصول، مثل الأوراق المالية والعقود الآجلة والخيارات والسندات والعملات³.

✓ تعريف لجنة الأوراق المالية والبورصات: "صناديق التحوط هو مصطلحٌ عام وليس قانونياً، وقد استُخدم منذ 1960 لوصف نوعٍ من صناديق الاستثمار الخاصة وغير المسجّلة والتي وظّفت تقنيات تحوط ومراجعة متطورة في عمليّاتها في أسواق الأسهم، والمستثمرون في هذه الصناديق هم من الأثرياء. حالياً، لم يعد يُشير مصطلح صناديق التحوط إلى تقنيات التحوط (التي قد تستخدمها أو لا تستخدمها هذه الصناديق)، بل اقتصر على الوضع القانوني لها؛ كصناديق استثمارٍ خاصة وغير مسجلة"⁴.

وتُشبه صناديق التحوط صناديق استثمار الأوراق المالية القابلة للتحويل "UCITS"، لأنّها تقوم بتجميع الأموال من مستثمريها واستثمارها على أساسٍ جماعي عموماً. إلا أنّ صناديق التحوط تختلف عن صناديق استثمار الأوراق المالية القابلة للتحويل، في أنّها ليست مُلزَمةً بتسجيل أسمائها بموجب القوانين الاتحادية المتعلقة بالأوراق المالية، وهي لا تخضع للتسجيل لأنّها لا تقبل إلا المستثمرين الأكفاء من الناحية المالية، وأنّها لا تُعلن عن الأوراق المالية الخاصة بهم. بالإضافة إلى ذلك، هناك أنواعٌ مُعيّنة من صناديق التحوط، وليست كلّها، تُحدّد عدد المستثمرين فيها، بما لا يتجاوز عادةً 100 مستثمر⁵.

كما أنّ صناديق التحوط لا تخضع للعديد من أنظمة حماية المستثمر التي تنطبق على الصناديق المشتركة؛ على سبيل المثال، اللوائح المتعلقة بدرجة سيولة الأصول المدارة، اللوائح التي تحدّ من استخدام أثر الرفع المالي واللوائح التي تقضي بأنّ وحدات "UCITS" قابلةٌ للاسترداد في أي وقت، اللوائح المتعلقة بضمان شفافية العمليّات والعديد

من اللوائح الأخرى. إنّ هذا النقص في التنظيم يسمح لصناديق التحوط باستخدام أثر الرفع المالي وغيرها من التقنيات الاستثمارية المتطورة؛ ومن ثمّ تصبح مدعاةً للاهتمام وذات أهمية أكبر بكثير من "UCITS". وتجدر الإشارة إلى أنّه في حين لم يتم تسجيل صناديق التحوط، فهي معفاة من اللوائح التي تنطبق على صناديق الاستثمار المشتركة، ولكنها تخضع لإجراءات مكافحة الغش ضمن القوانين الاتحادية المتعلقة بالأوراق المالية⁶.

✓ تشترك صناديق التحوط في مجموعة متنوعة من النشاطات الاستثمارية، وهي تناسب المستثمرين الكبار وغير الخاضعين للوائح التي تُطبّق على صناديق الاستثمار المشتركة الموجهة للجمهور العام، وتتم مكافأة مدراء الصناديق على أساس الأداء وليس بنسبة مئوية من الأصول⁷.

✓ إنّ عوائد صناديق التحوط "غير مرتبطة" بعوائد السوق من الاستثمارات التقليدية مثل الأسهم والسندات، وغياب هذا الارتباط يُعدّ سمةً جذابة للمستثمرين الذين يحاولون إما خفض مخاطر محافظهم الاستثمارية مع الحفاظ على عوائد ثابتة، أو زيادة العوائد دون زيادة المخاطر على المحافظ⁸.

يُطلق مصطلح "صندوق التحوط" بصفة عامة، على أيّ نوع من أنواع شركات الاستثمار أو الشراكات الخاصة، والتي تتصف بالميزات التالية⁹:

✓ صناديق استثمار تجميعية، لا تعاني من القيود المطبقة عمومًا على صناديق الاستثمار العامة؛ وخاصة من حيث تنوع وسهولة تداول فئات الأصول المالية الطويلة أو قصيرة الأجل¹⁰؛

✓ تستخدم المشتقات المالية؛ مثل الخيارات، العقود الآجلة، صكوك المقايضة وغيرها؛

✓ تستخدم أثر الرفع المالي؛ عن طريق التمويلات التي تحصل عليها من سماسرتها؛

✓ غالبًا ما تُشكّل وعاءً استثماريًا غير منظم؛

✓ تقيس أداؤها بصورة مطلقة (أي بصفة مستقلة عن اتجاه السوق، وأنها غير مرتبطة بأي معيار (مرجعية)؛

✓ تبحث عن الفرص الاستثمارية في كلّ الاتجاهات، وليس فقط في الأسواق المالية التقليدية وأدواتها (أسهم وسندات) ومشتقاتها؛ لكن في فرص الاستثمار الخفية ومختلف المشاريع الفنية؛ كتمويل الأفلام السينمائية وجميع أنواع الاستثمارات غير الاعتيادية؛

✓ سياسات الاشتراك والسحب الخاصة بها مقيّدة إلى حدّ ما؛ حيث لا تسمح للمساهمين فيها بسحب أموالهم إلا بعد مدة معيّنة وفي تواريخ محدّدة، وهناك حدّ أدنى لمدة الحظر الخاصة بكلّ صندوق، ما يسمّى بـ:

"Lock-up Period"؛

✓ يستثمر مدراء صناديق التحوط عادةً أموالهم الخاصة في الصندوق الذي يُديرونه، وهو الأمر الذي يُحقّق نوعاً من المواءمة بين مصالحهم الخاصة ومصالح المستثمرين في الصندوق؛

✓ يشمل هيكل الرسوم النموذجي لصناديق التحوط كلاً من رسوم الإدارة ورسوم الأداء، في حين أنّ صندوق الاستثمار المشترك لا يشمل رسوم الأداء، كما أنّ رسوم الإدارة فيه أقل؛ حيث تبلغ رسوم إدارة صندوق التحوط عادةً حوالي 2% من قيمة صافي الأصول "NAV"، أما رسوم الأداء فتُتقارب 20% من الزيادة في صافي قيمة الأصول "NAV" للصندوق.

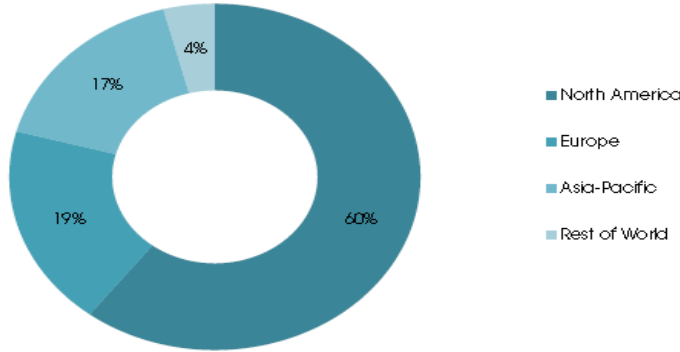
3-1- تطور صناديق التحوط

لقد عرفت صناديق التحوط تطوراً منذ نشأتها؛ نظراً لأهميتها، وسيتم التطرق فيما يلي إلى توزيعها الجغرافي وحجم الأصول التي تُديرها، كما يلي:

1-3-1- التوزيع الجغرافي لصناديق التحوط

يمكن توضيح هذا العنصر بالشكل الموالي.

شكل رقم 01: التوزيع الجغرافي لصناديق التحوط



Source: Preqin Global Hedge Funds Report, Sample pages, 2016, p: 37.

Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/samples/2016-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf> (14/8/2016).

نلاحظ من خلال الشكل أنّ أمريكا الشمالية هي المنطقة الأكثر رسوخاً في صناعة صناديق التحوط؛ حيث تتمركز غالبية هذه الصناديق "60%" فيها، بينما يتمركز 19% من صناديق التحوط في أوروبا؛ أكثر من نصفها "52%" مقرها في المملكة المتحدة، وتُشكل صناديق التحوط في آسيا والمحيط الهادئ 17% من مجموع هذه الصناديق، وتتركز هذه الصناعة بصفة خاصة في هونغ كونغ وأستراليا وسنغافورة. تتوزع النسبة المتبقية من هذه الصناديق "4%" خارج هذه المناطق الرئيسية (بقية العالم)، وتُعد أقل تطوراً، 37% من هذه النسبة المتبقية تتركز في البرازيل، تليها 23% في جنوب أفريقيا و8% في الإمارات العربية المتحدة.

1-3-2- حجم الأصول المُدارة من قبل صناديق التحوط

واصلت صناعة صناديق التحوط تطورها خلال عام 2015؛ حيث لم تُحقق الأهداف المسطرة فقط، ولكن تمت حصتها في السوق في مواجهة العديد من التحديات. والجدول الموالي يعرض حجم الأصول المُدارة من قبل صناديق التحوط.

جدول رقم 01: حجم الأصول المُدارة من قبل صناديق التحوط حسب المنطقة

الوحدة: بليون دولار

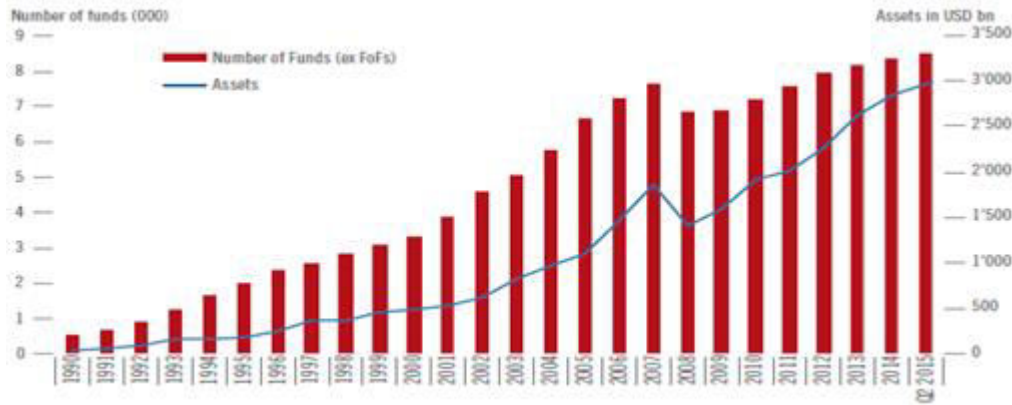
المنطقة	حجم الأصول المُدارة
أمريكا الشمالية	2,314
أوروبا	685
آسيا والمحيط الهادي	159
بقية العالم	39
المجموع	3,197

Source: Preqin Global Hedge Funds Report, Sample pages, 2016, p: 37.

Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/samples/2016-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf> (14/8/2016).

تُشير التقديرات إلى أن صناعة صناديق التحوط عمومًا، قد نمت الأصول التي تخضع لإدارتها من نحو 40 مليار دولار سنة 1990 إلى 3,197 بليون (3 تريليون) دولار سنة 2015؛ حيث تُدير أمريكا الشمالية ما قيمته 2,314 بليون دولار من مجموع هذه الأصول، تليها أوروبا ثم منطقة آسيا والمحيط الهادي وتتوزع النسبة المتبقية على باقي دول العالم. ومع ذلك، يُعتقد أن حجم الأصول المدارة في الواقع يفوق بكثير الأرقام المعلنة رسميًا، وعلى الرغم من أن الأصول تستمر في النمو بشكل كبير، فحجم صناعة صناديق التحوط لا تزال صغيرة بالمقارنة مع صناعة الصناديق الاستثمارية والأسواق المالية العالمية¹¹. والشكل الموالي يوضح تطور صناعة صناديق التحوط.

شكل رقم 02: تطور صناعة صناديق التحوط



Source: An introduction to Hedge Funds, Pictet Alternative Advisors SA, 2015, p.5.

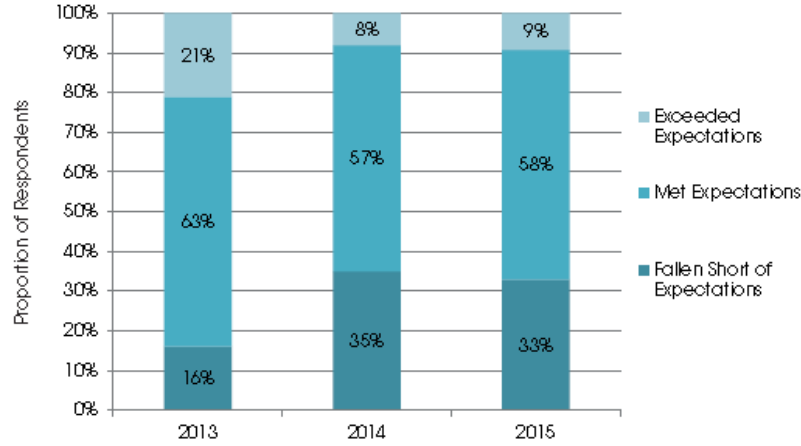
إنّ عدد صناديق التحوط في تزايدٍ من سنة إلى أخرى؛ حيث نلاحظ من خلال الشكل أنّها ازدادت من حوالي 500 صندوق سنة 1990 إلى ما يُقارب 8500 صندوق سنة 2015. كما نلاحظ زيادة حجم إجمال الأصول المدارة من قبل صناديق التحوط تدريجيًا لتبلغ حوالي 2 تريليون دولار سنة 2007، ثم انخفضت إلى حوالي 1,4 تريليون دولار سنة 2008؛ نتيجةً لتداعيات الأزمة المالية العالمية، لتعاود الارتفاع من سنة إلى أخرى لتبلغ 3 تريليون دولار سنة 2015.

1-3-3- أداء صناديق التحوط

إنّ من أكبر المفاهيم الخاطئة حول صناديق التحوط هو أنّها يجب أن تتحمّل مخاطر أكبر من أجل الحصول على عائداتٍ أعلى؛ حيث أنّ أفضل صناديق التحوط هم من الاختصاصيين في تقليل المخاطر وجعلها جزءًا لا يتجزأ من الخطة الاستثمارية. تعمل إدارة المخاطر الواعية بصفة عامة على الحدّ من الخسائر، وتُشجّع العوائد الأكثر ثباتًا والمعدّلة حسب المخاطر العالية.

يُمكن لصناديق التحوط أن تُؤدّي دورًا هامًا وقيّمًا في محفظة متنوعة بشكلٍ جيّد، خصوصًا أن صناديق التحوط تميل للحدّ من مخاطر السوق؛ من خلال توفير حماية الاتجاه الهابط في الأسواق الهابطة "الانخفاضية"، والمشاركة الصاعدة في الأسواق الصاعدة. وكلّما فهم المستثمر أكثر صناديق التحوط وكيفية عملها، استطاع أن يضع جانبًا المفاهيم الخاطئة، واستفاد من المزايا التي تُوفّرها هذه الصناديق.

شكل رقم 03: أداء محفظة صناديق التحوط بالنسبة لتوقعات المستثمرين المؤسسيين "2013-2015"



Source: Preqin Global Hedge Funds Report, Sample pages, 2016, p: 86.

Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/samples/2016-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf> (14/8/2016).

في ظلّ فترات عدم اليقين التي أثّرت على الأسواق العالمية في عام 2015، كان على مدراء صناديق التحوط مواجهة ظروف السوق المتقلّبة من أجل تحقيق عوائد إيجابية. كما يوضح الشكل، حافظ رضا المستثمرين عن أداء صناديق التحوط في عام 2015 على مستوى مماثل لمسح 2014. ودّكر 58% من المستثمرين أنّ عوائدهم حققت النتائج المتوقعة في عام 2015؛ كما أنّ 9% من المستثمرين أقرّوا أنّ العوائد قد تجاوزت التوقعات، على الرّغم من أنّ نسبة كبيرة (33%) من المستثمرين ذكرت أنّ عوائد استثمارات صناديق التحوط جاءت أقل من التوقعات. على وجه العموم، لم تتأثّر توقعات المستثمرين ورضاهم حول أداء هذه الصناديق منذ عام 2014، على الرّغم من الفترة المضطربة التي مرّت بها ولا سيما بين يونيو وسبتمبر 2015.

كثيراً ما تنشأ مفاهيم خاطئة حول صناديق التحوط، بسبب طبيعتها المعقّدة وغياب الشفافية في هذه الصّناعة. وينظر المستثمرون غالباً إلى صناديق التحوط على أنّها "صناديق سوداء" مخوفة بالمخاطر بطبيعتها، ولكنّها تُقدم عوائد محتملة عالية. لهذه الأسباب، يميل المستثمرون المبتدئون لاختيار استراتيجيات الأسهم الطويلة/القصيرة في المقام الأول، والتي نمطها الاستثماري مماثل للصناديق الاستثمارية التقليدية.

2- أهداف صناديق التحوط

إن صناديق التحوط تسعى بشكلٍ عام لتحقيق العوائد الإيجابية تحت أيّ ظرفٍ من ظروف السوق، كما أنّها تحتفظ برأس المال المستثمر؛ ومن ثم فإن الاستثمار في صناديق التحوط قد يؤدّي في أغلب الأحوال إلى تكوين عائداتٍ طويلة الأجل أكبر وتقليل حجم المخاطر عن الاستثمارات التقليدية للأسهم والسندات.

ومن خلال الإدارة التقديرية لحوالي 9000 صندوق تحوط بنسبة تُقدّر بحوالي 3 تريليون دولار أمريكي لسنة 2015¹²؛ فقد أصبح الطلب على صناديق التحوط يتزايد يوماً بعد يوم على مدار الأعوام القليلة السابقة بصورة لا نهائية.

وتُثل صناديق التحوط إحدى فئات الاستثمار البديلة التي تسعى بصفةٍ عامة لجني الأرباح من العناصر غير المتسمة بالكفاءة بالنسبة للسوق؛ حيث أنّها غالباً ما تعمل على أساس علمي ولا تقتصر على استثمارات الأسهم فحسب، ممّا يضع نطاقاً عريضاً من الأسواق والسندات المالية تحت تصرفها.

وثمة نطاق عريض من استراتيجيات صناديق التحوط المختلفة، والتي تحمل كل منها سمات مختلفة. وهناك سمة واحدة مشتركة بين جميع صناديق التحوط تقريباً هي فكرة "التحوط"؛ حيث يعني التحوط تقليل المخاطر عن طريق الاستثمار في بعض الأصول المحددة. وهناك استراتيجيات عديدة تتخذ بعض المنهجيات المختلفة بالنسبة للمخاطر التي يرغب الصندوق في التعرض لها والمخاطر التي يرغب في الحد منها، مع الأخذ في الاعتبار درجة هذه المخاطر¹³.

3- الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق التحوط

من أجل مقارنة الأداء والمخاطر وغيرها من الخصائص، فإنه من المفيد تصنيف صناديق التحوط حسب استراتيجياتها الاستثمارية. ونظراً لتعدد هذه الأخيرة، سيتم التطرق إلى بعضها فقط فيما يلي:

1-3 الاستراتيجية المحايدة للسوق

تتلخص هذه الاستراتيجية في الاستثمار بشكل متساو في المراكز الاستثمارية المغطاة والمراكز الاستثمارية المكشوفة. على سبيل المثال، في حال تم توظيف 50% من ممتلكات الصندوق في مراكز استثمارية مغطاة و50% منها في مراكز استثمارية مكشوفة، يكون صافي التعرض 0% وإجمالي التعرض 100%¹⁴.

2-3 الاستراتيجية الطويلة/ قصيرة المدى

في هذه الاستراتيجية، يمكن لمدراء صناديق التحوط إما شراء الأسهم التي يشعرون بأنها مقومة بأقل من قيمتها أو بيع الأسهم التي يعتبرونها مقومة بأعلى من قيمتها. في معظم الحالات، سيكون لصناديق التحوط تعرض إيجابي لأسواق الأسهم. على سبيل المثال؛ إذا وظف صندوق 70% من ممتلكاته في الأسهم وبيع 30% من الأسهم الباقية على المكشوف، يكون صافي تعرض الصندوق لأسواق الأسهم 40% (70%-30%)¹⁵.

3-3 الاستراتيجية القائمة على مراجعة الدمج بين الشركات

تقضي هذه الاستراتيجية عموماً بشراء أسهم الشركة المستهدفة بعد الإعلان عن الدمج وبيع كمية مناسبة من أسهم شركة الحيازة على المكشوف. وبسبب التخبّط الذي يُميز إنجاز عملية الدمج المعلن عنها، أو إمكانية قيام حرب العطاءات/العروض فيما تعبر شركات أخرى عن نيتها في الحيازة، تتفاوت الأسعار وتحاول صناديق التحوط الاستفادة من أي اختلال في الأسعار¹⁶.

4-3 الاستراتيجيات التي تفوقها الأحداث

تستغلّ صناديق التحوط سوء تقدير التسعير للأوراق المالية، عن طريق توقع الأحداث مثل اندماج الشركات أو إفلاسها، وتبعات ذلك؛ حيث أنّ بعض الأخبار أو الأحداث السياسية أو إعادة التنظيم بكل بساطة هي التي قد تؤثر على اتجاهات الأسواق فتحركها صعوداً أو هبوطاً. وتملك الكثير من هذه الصناديق برامج كمبيوتر تقوم بمسح دائم للعناوين الإخبارية العالمية؛ بحثاً حتى عن خمس ثوان من وقت الريادة لتمكينه من التوضع في الأسواق.

5-3 الاستراتيجية القائمة على الاقتصاد الكلي العالمي

تقوم الصناديق التي تتبع هذه الاستراتيجية بالاستثمارات استناداً على تقييم الظروف الدولية، مثل أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، التضخم، البطالة، الإنتاج الصناعي، التجارة الخارجية والاستقرار السياسي.

وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الأسهم والسندات والعملات والسلع وتلجأ إلى التمويل بالاستدانة والمشتقات المالية وتختلف عن استراتيجيات صناديق التحوط التقليدية بتركيزها على الاتجاهات الرئيسة السائدة في الأسواق بدلاً من التركيز على أوراق مالية معينة¹⁷.

6-3- صندوق صناديق التحوط

وهو بمثابة صندوق يستثمر في صناديق تحوط أخرى، وبدلاً من الاستثمار في صندوق تحوط واحد بمدير واحد واستراتيجية واحدة، يمكن للمستثمر من خلال صندوق الصناديق الوصول إلى عدد كبير من مدراء صناديق التحوط ومن استراتيجيات التحوط، ومن ثم زيادة التنوع في الاستثمار والمخاطر والتخفيف من التقلبات. لكن يكمن العائق الأكبر في صندوق الصناديق في وجود شريحة أخرى من الرسوم الإضافية). يوفر صندوق صناديق التحوط (Fund of Hedge Funds) إمكانية الوصول إلى أكبر عدد من صناديق التحوط، التي قد تكون مُعلقة في وجه المستثمرين الجدد، وغير مُتاحة لأوساط المستثمرين على نطاق واسع. كما أنّ صندوق صناديق التحوط يسمح بتخصيص مجموعة من استراتيجيات صناديق التحوط (محفظة متعددة الاستراتيجيات) في وعاء واحد، أو عدة مدراء أكفاء في استراتيجية معينة (المحفظة الموضوعية)، والتي نخدم غرضاً محدداً في مزيج أصول المستثمرين؛ لكن بتكلفة أكبر¹⁸.

ثانياً: صناديق الثروة السيادية

تُعتبر صناديق الثروة السيادية بمثابة صناديق استثمار حكومية، ظهرت الحاجة إليها نتيجة لارتفاع أسعار النفط في البلدان المصدرة له، وكذا لدى البلدان التي غدا تطورها مُعتمداً على الصادرات من المواد الأولية غير النفطية وتتمتع في الوقت نفسه بفائض كبير في موازين مدفوعاتها. وسيتم التطرق إلى مفهوم صناديق الثروة السيادية وأنواعها المختلفة واستراتيجياتها الاستثمارية، من خلال ما يلي:

1- تعريف صناديق الثروة السيادية

✓ **تعريف صندوق النقد الدولي:** يعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية على أنّها صناديق أو ترتيبات استثمار عامة ذات أغراض محددة، مملوكة للحكومة، وتحت سيطرتها، مهمتها الاحتفاظ بالأصول وإدارتها لأهداف اقتصادية كلية متوسطة وطويلة المدى، ويتم إنشاء تلك الصناديق من عمليات الصرف الأجنبي أو عوائد عمليات التخصيص، أو فوائض المالية العامة و/أو عائدات صادرات السلع، وتطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشتمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية¹⁹.

✓ **تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD":** تعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية صناديق الثروة السيادية على أنّها: "وسائط استثمار مملوكة للحكومة، يتم تمويلها من موجودات الصرف الأجنبي"²⁰. انطلاقاً مما سبق يمكن تعريف صناديق الثروة السيادية كما يلي:

"صناديق الثروة السيادية عبارة عن كيانات (هيئات) استثمارية تُوظف أموالها عادةً في استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، داخلية أو خارجية، يتم إنشاؤها لأغراض استثمارية أو ادخارية، تُدار من قبل الحكومة، ويتم تمويلها من الفوائض المُحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة".

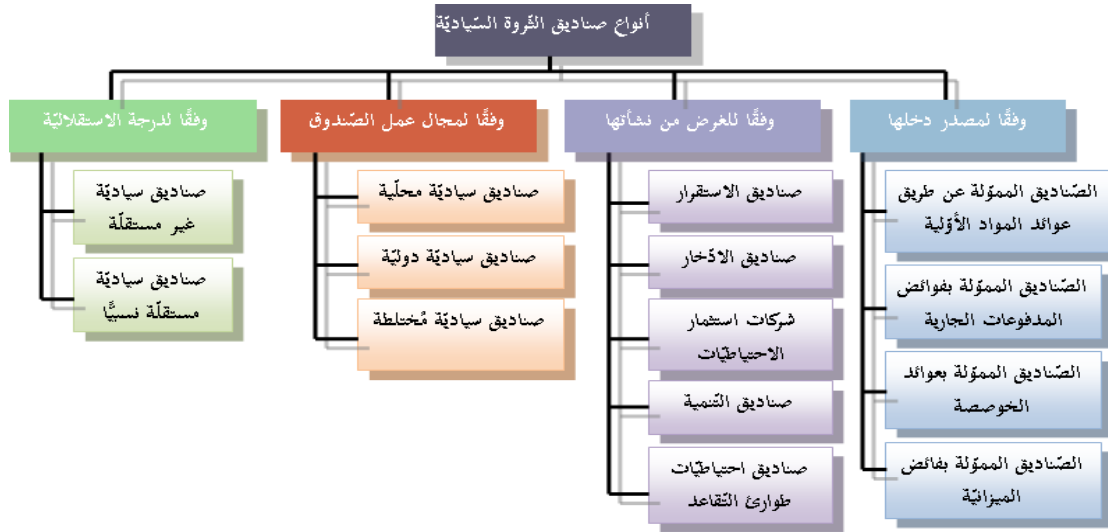
يُمكن الإشارة إلى أهمية صناديق الثروة السيادية من خلال النقاط التالية²¹:

- ✓ تُدير صناديق الثروة السيادية استثمارات عبر الحدود منذ سنوات طويلة، باعتبارها مؤسسات استثمارية مُستقرة؛
- ✓ ساعدت استثماراتها على تشجيع التنمية الاقتصادية في البلدان المصدرة والمتلقية لرأس المال؛
- ✓ تعمل صناديق الثروة السيادية في بلدان موطنها كمؤسسات تُعَلِّق عليها أهمية محورية في المساعدة على تحسين إدارة الأموال العامة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، وفي دعم النمو عالي الجودة؛
- ✓ تعود صناديق الثروة السيادية بنفع كبير أيضاً على الأسواق العالمية، فالقدرة التي تتمتع بها على تجاوز تقلبات الدورات الاقتصادية في معظم الظروف تُحقق للأسواق المالية العالمية قدراً كبيراً من التنوع؛
- ✓ تُساهم صناديق الثروة السيادية في التحوط ضد خسائر تقلبات أسعار الصرف، وعلى هذا الأساس يُفضل الخبراء أن تمتلك الدول احتياطات دولية بعملات أجنبية مختلفة من بينها العملات الرئيسة المتمثلة في الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني والجنيه الإسترليني؛
- ✓ تُساهم في تمويل الاختلالات المحتملة في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات مع العالم الخارجي حال حدوثها؛
- ✓ تُساهم في تحقيق أكبر عائد ممكن بالنظر لتنوع المحافظ المالية التي يمكن للحكومة الاستثمار فيها، وتجنّب انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها على شكل سيولة نقدية.

2- أنواع صناديق الثروة السيادية

يُمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقاً لمجموعة من المعايير؛ وفقاً لمصدر دخلها، وفقاً للغرض من نشأتها، وفقاً لمجال عمل الصندوق ووفقاً لدرجة الاستقلالية، وإلى عدة أنواع؛ كما تُوضّح بيانات الشكل الموالي:

شكل رقم 04: أنواع صناديق الثروة السيادية



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على:

- عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة العالمية الزاهنة، مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 14-13 آذار 2009، ص: 1-2.
- نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان: 48-49، خريف 2009-شتاء 2010، ص: 99.

3- الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

لقد مرّت الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية بتغير بسبب أزمة الرهن العقاري، يتم شرحها فيما يلي:

3-1- قبل أزمة الرهن العقاري

عملت صناديق الثروة السيادية في ظلّ مناخٍ داخليٍّ ملائمٍ ومساندٍ لها إلى حدٍّ بعيد، بالنظر إلى الاستقرار الداخلي المدعّم بالتراكم المستمر للاحتياطيات الدولية لاقتصاداتها، مما انعكس على سلوكها الاستثماري؛ حيث اتّجهت صناديق الثروة السيادية ذات الأصل الآسيوي إلى الاستثمار المحليّ أو في مناطق جغرافية قريبة منها، في حين فضّلت صناديق الثروة السيادية للشرق الأوسط الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية أو في المملكة المتحدة في أدوات استثمارية عمومية (سندات الخزانة)، لغياب مرتكزات وفرص الاستثمار في أسواقها المحلية²².

إنّ الصورة التقليدية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية الشرق أوسطية هي الاستثمار في سندات الدين العمومي الأمريكية والأوروبية، باعتبار أنّ عوائدها مضمونة رغم أنّها منخفضة وبأقل المخاطر.

إنّ القاعدة التقليدية للاستثمار الدولي، هي انتقال رؤوس الأموال من الدول الغنية وذات معدلات النمو المنخفضة إلى الدول النامية ذات معدلات النمو الأعلى، إلا أن استثمارات صناديق الثروة السيادية للدول النفطية بالأساس تُخالف تلك القاعدة؛ حيث ارتفعت التدفّقات الرأسمالية من الدول النامية إلى الدول الصناعية، من حوالي 100 مليار دولار سنة 2001، إلى أزيد من 700 مليار دولار سنة 2007²³. وتوزّع استثمارات دول مجلس التعاون الخليجي على سبيل المثال، بين السندات الحكومية وأسواق المال العالمية؛ فضلاً عن الاستثمارات العقارية، وتختلف نسب ذلك تبعاً لاستراتيجية كلّ دولة، والهدف من إنشاء صندوقها السيادي. كذلك الحال بالنسبة للصّين التي استثمرت بين 70% و 80% من أرصدها في سندات الخزانة الأمريكية²⁴؛ حيث تراكمت هذه السندات نتيجة لاتفاق بين الولايات المتحدة الأمريكية والصّين، بهدف السماح لهذه الأخيرة بتصدير سلعها للولايات المتحدة الأمريكية، مقابل إلزام الصّين بتمويل عجز ميزانية الفيدرالية من خلال شراء سندات دين أمريكية.

3-2- خلال أزمة الرهن العقاري

لقد ساهمت صناديق الثروة السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثّرة، ففي ظرف ستّة أشهر استثمرت هذه الصّناديق ما قيمته 76,83 مليار دولار في تدعيم رأس مال المؤسسات المالية الغربية²⁵.

بشكلٍ عام، مرّت صناديق الثروة السيادية بمرحلة تغبّرٍ كبير في النّصف الأوّل من سنة 2009، بعدما أصبحت عائدات الاستثمار سالبةً بشكلٍ حادّ، وتركّز الاهتمام على إدارة المخاطر أكثر من أيّ وقتٍ مضى، وبرزت بعض ضغوط السيولة وتأجّلت قرارات استراتيجية إلى حين توافر قدر أكبر من الوضوح بشأن النظام العالمي واتّجاهه المستقبلي²⁶.

3-3- بعد أزمة الرهن العقاري

إنّ صنّاع السياسة في الدول الكبرى يُراقبون بحذرٍ كبير تحرك وتطوّر صناديق الثروة السيادية، فعلى الرّغم من الدور المميّز الذي أدّته في تحقيق الاستقرار المالي خلال الأزمة والاستقرار الاقتصادي للدول المالكة ذاتها، ظلّت التّزعة

الحمايية هي الغالبة في الدول المتلقية لاستثمارها، انطلاقاً من النظرة الغربية لها كفاعلة جيوسياسية وأنها تخفي أهدافاً غير تجارية، كل ذلك بهدف توجيه الاستراتيجية المستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية بما يخدم مصالحها الاقتصادية والسياسية؛ رغم ذلك عززت الصناديق مركزها بوصفها فاعلة في الأسواق المالية الدولية فور تجاوزها محنة الأزمة مباشرة؛ حيث بلغت أصولها نهاية 2009 ما قيمته 24 تريليون دولار؛ حسب المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية، كما اتجهت استثماراتها إلى فئات الأصول خارج سندات الدين.

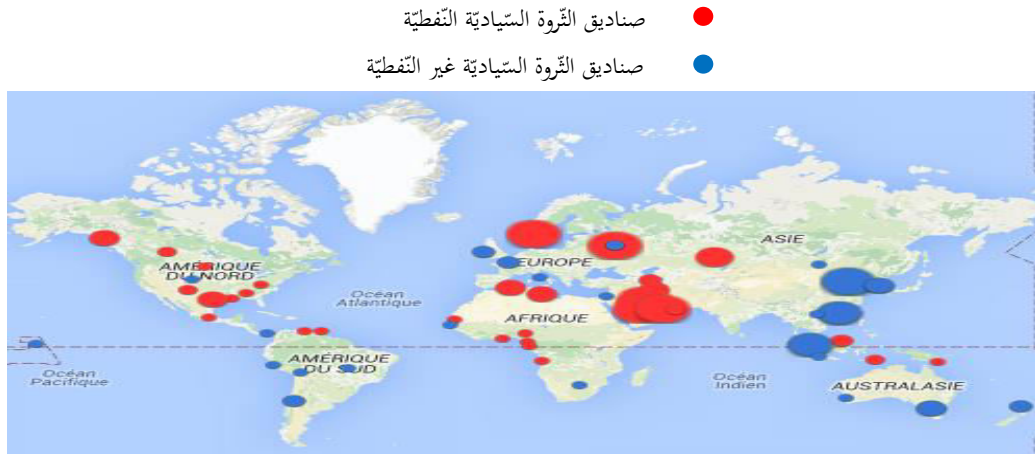
بوجه عام فقد قوّضت الأزمة المالية العالمية مكانة ومصادقية النموذج الاقتصادي الأنغلوساكسوني؛ القائم على التحرير ورفع القيود التنظيمية والترابط والأسواق المتحررة بلا حدود. وقد كان هذا النموذج عنصر جذب مهم للتقارب العالمي، إلا أن تداعيات الأزمة فرضت ضرورة إيجاد عنصر جذب بديل، شكل تغير عمليات مؤسسات الاستثمار بما في ذلك استثمارات صناديق الثروة السيادية التي تُعتبر أحد معالمه الأساسية، والمُرجح أن تتضمن التغيرات خلال الفترة المقبلة؛ التحوّل الحاد في التركيز من أنشطة السوق غير المقيدة إلى مشاركة حكومية أكبر، مع التحوّل بمرور الوقت من الدفاع إلى الهجوم²⁷.

ويمكن تحليل الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية؛ من خلال تناول المرتكزات التالية بيّناً:

3-1- التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية

توجّه استثمارات صناديق الثروة السيادية الآسيوية عموماً نحو أسواقها المالية المحلية، أما صناديق الثروة السيادية لدول الشرق الأوسط فإنها تُفضّل الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، والسبب في ذلك انخفاض فرص الاستثمار في الداخل. والشكل الموالي يوضّح التوجّهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية.

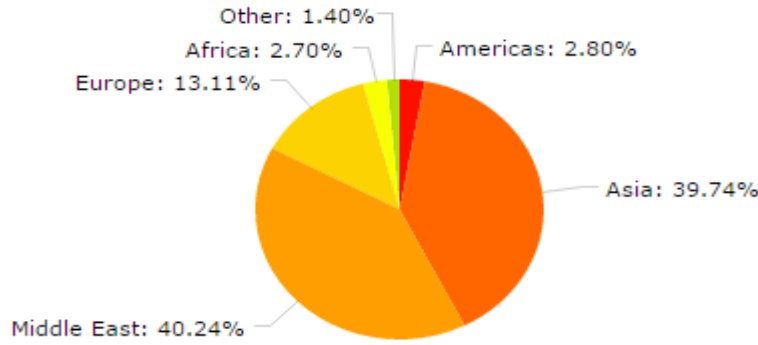
شكل رقم 05: التوجّهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية



Source: Sovereign Wealth Funds Institute, available in the website: <http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html> (22/03/2016).

نلاحظ انتشار صناديق الثروة السيادية النفطية في مختلف مناطق العالم؛ خاصة في منطقة دول الخليج وأمريكا الشمالية؛ بينما تتمركز صناديق الثروة السيادية غير النفطية في شرق آسيا وأمريكا الجنوبية.

شكل رقم 06: التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية



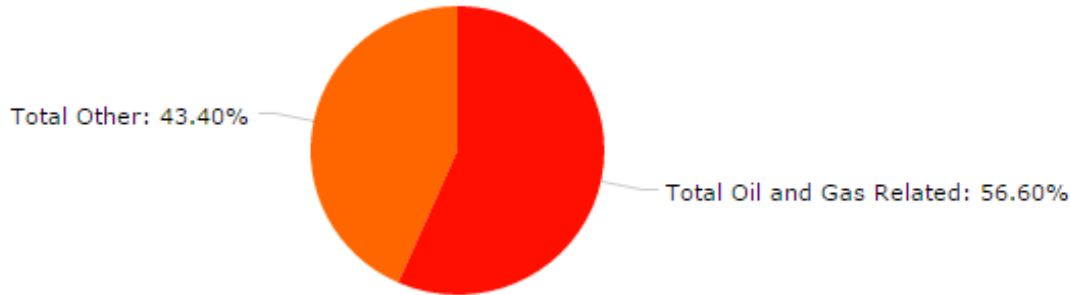
Source : Sovereign Wealth Funds Institute, available in the website:
(22/03/2016).<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

نلاحظ من خلال الشكلين أنّ آسيا والشرق الأوسط هي أكثر المناطق البارزة من حيث عدد من صناديق الثروة السيادية؛ حيث تستحوذ هاتان المنطقتان معاً على أكثر من نصف صناديق الثروة السيادية؛ بنسبة 79,98%. تأتي أوروبا في المرتبة الثانية بنسبة 13,11% من حيث التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية، أمريكا وإفريقيا بنسبتين متقاربتين هما على التوالي 2,80% و 2,70% تأتيان في المرتبة الثالثة. وتتنوع باقي صناديق الثروة السيادية على مناطق مختلفة من العالم.

3-3-2- التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية

لقد نشأت معظم صناديق الثروة السيادية بسبب الطفرات النفطية؛ حيث يُمثل النفط قطاعاً استراتيجياً بالنسبة لكل المستثمرين، والشكل الموالى يُحدّد التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية في العالم:

شكل رقم 07: التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية



Source : Sovereign Wealth Funds Institute, available in the website:
(22/03/2016).<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

نلاحظ من خلال الشكل أنّ صناديق الثروة السيادية الممولة من عوائد النفط ومشتقاته (الطاقة) تأتي في المرتبة الأولى بنسبة 56,60%، بينما تأتي صناديق الثروة السيادية الممولة من مصادر أخرى في المرتبة الثانية بنسبة 43,40%.

ثالثاً: حوافز الاستثمار في صناديق التحوط

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى كلّ ما يتعلق باستثمارات صناديق الثروة السيادية في صناديق التحوط، والأسباب والحوافز التي تدعوها لتوظيف أصولها في هذه القناة الاستثمارية.

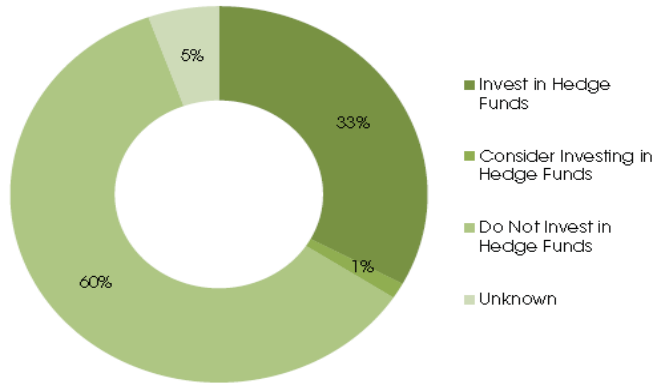
1- صناديق الثروة السيادية تستثمر في صناديق التحوط

على الرغم من أنّ صناديق الثروة السيادية تُشكّل أقل من 1% من مجموع المستثمرين في صناديق التحوط، إلا أنها تُساهم بقدر كبير من رأس المال المستثمر في هذه الفئة من الأصول؛ حيث أنّ حوالي 11% من مجموع رؤوس الأموال المستثمرة في صناديق التحوط تأتي من صناديق الثروة السيادية²⁸.

1-1- صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط

تسعى صناديق الثروة السيادية عادة لتوظيف أموالها في استثمارات ذات أفق أطول مقارنةً مع غيرها من المؤسسات، كما أنّ لديها التزامات قصيرة الأجل أقل بسبب الهدف المشترك لإدارة وحماية ثروة أمة بأكملها لعدة أجيال، وهذا ما يجعل هذه الكيانات السيادية توظف مخصّصات في صناديق التحوط؛ لأنها تميل إلى البقاء لمدة أطول من المستثمرين الآخرين. والشكل الموالي يعرض نسبة صناديق الثروة السيادية التي توظف أموالها في صناديق التحوط:

شكل رقم 08: نسبة صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط



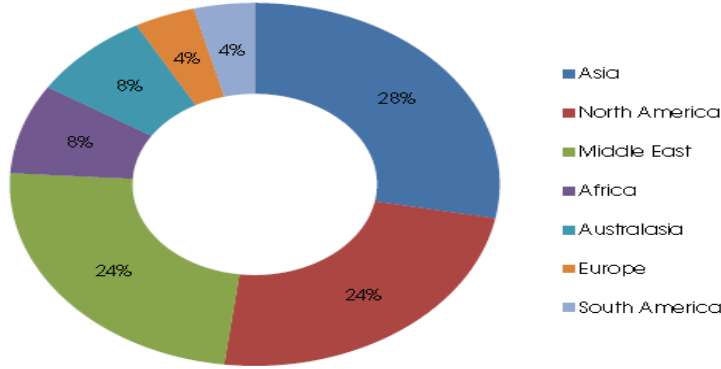
Source: Sovereign Wealth Funds Investors in Hedge Funds, Preqin Sovereign Wealth Funds Review, June 2015, p: 2. Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/newsletters/hf/Preqin-HFSL-June-15-Sovereign-Wealth-Fund-Investors-in-Hedge.pdf> (16/5/2016).

أصبحت صناديق الثروة السيادية، في السنوات الأخيرة، تنشط على نحو متزايد في فضاء صناديق التحوط؛ حيث يبيّن الشكل أنّ 33% من صناديق الثروة السيادية لديها حاليًا استثمارات في صناديق التحوط، والتي كانت تُقدّر بـ 31% في عام 2013. على الرغم من هذا، لا تزال تُستخدَم هذه الفئة من الأصول من قبل نسبة صغيرة من صناديق الثروة السيادية مقارنةً مع فئات الأصول البديلة الأخرى. بعض صناديق الثروة السيادية، مثل صندوق التنمية الوطنية الإيرانية "NDFI"، رأت أنّ صناديق التحوط مخاطرة كبيرة جدًا بالنسبة لنهج الاستثمار المحافظ الخاص بها.

2-1- صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط؛ حسب المنطقة

تتوزع أصول صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط في مناطق مختلفة في العالم، وبنسب متفاوتة؛ وهذا ما يوضّحه الشكل الموالي:

شكل رقم 09: صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط؛ حسب المنطقة



. Available in the 3Source: Sovereign Wealth Funds Investors in Hedge Funds, Preqin Sovereign Wealth Funds Review, June 2015, p: website:

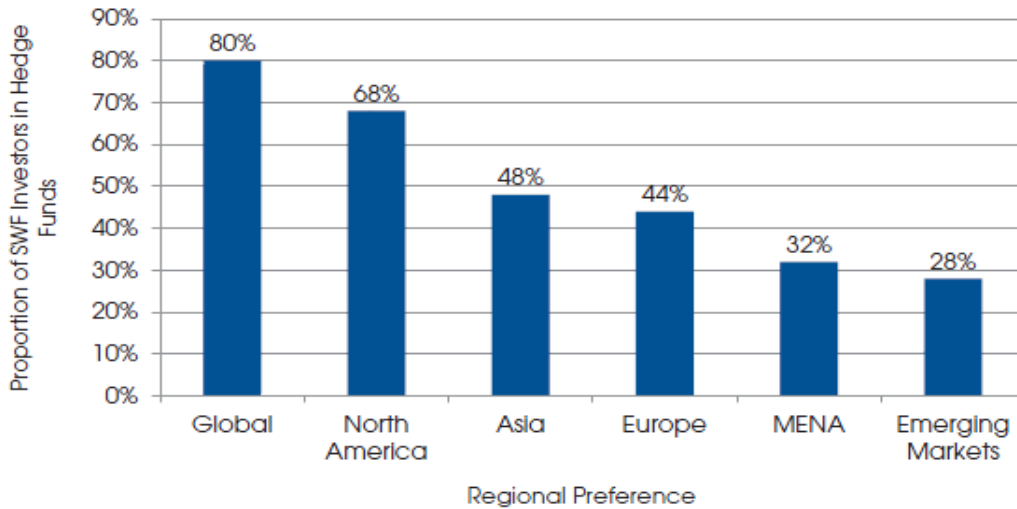
(16/5/2016).<https://www.preqin.com/docs/newsletters/hf/Preqin-HFSL-June-15-Sovereign-Wealth-Fund-Investors-in-Hedge.pdf>

كما هو مبين في الشكل فإن صناديق الثروة السيادية الموجودة التي تستثمر في صناديق التحوط، منتشرة بنسبة (28%) في آسيا، (24%) في أمريكا الشمالية و(24%) في الشرق الأوسط. تستثمر العديد من صناديق الثروة السيادية التي تتمركز في هذه المناطق في صناديق التحوط منذ سنوات عديدة، وقد أصبحت معروفة باستثمارها في هذه الفئة من الأصول. على سبيل المثال، أقدم جهاز أبو ظبي للاستثمار "ADIA" على الاستثمار في صناديق التحوط في عام 1986، في حين أن هيئة الاستثمار الكويتية "KIA"، صندوق ألاسكا الدائم "APFC" صندوق ألبرتا السيادي "AIMCO"، بدأت كلها الاستثمار في صناديق التحوط منذ أكثر من عشر سنوات.

3-1- صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط "التفضيلات الإقليمية"

إنه ومن أجل اكتشاف الأسواق الخارجية بالدرجة الأولى؛ كوسيلة لتنويع محافظها، تقوم صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط بتوزيع استثماراتها عبر مناطق مختلفة؛ من خلال تبني مجموعة واسعة من الاستراتيجيات والتوجهات، ومنها من يتجه للاستثمار المحلي؛ وهو ما يوضحه الشكل أدناه:

شكل رقم 10: التفضيلات الإقليمية لصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط



Source: The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, Executive Summary, p:7.

Available in the website:

(16/5/2016).<https://www.preqin.com/item/2016-preqin-sovereign-wealth-fund-review/0/14106>

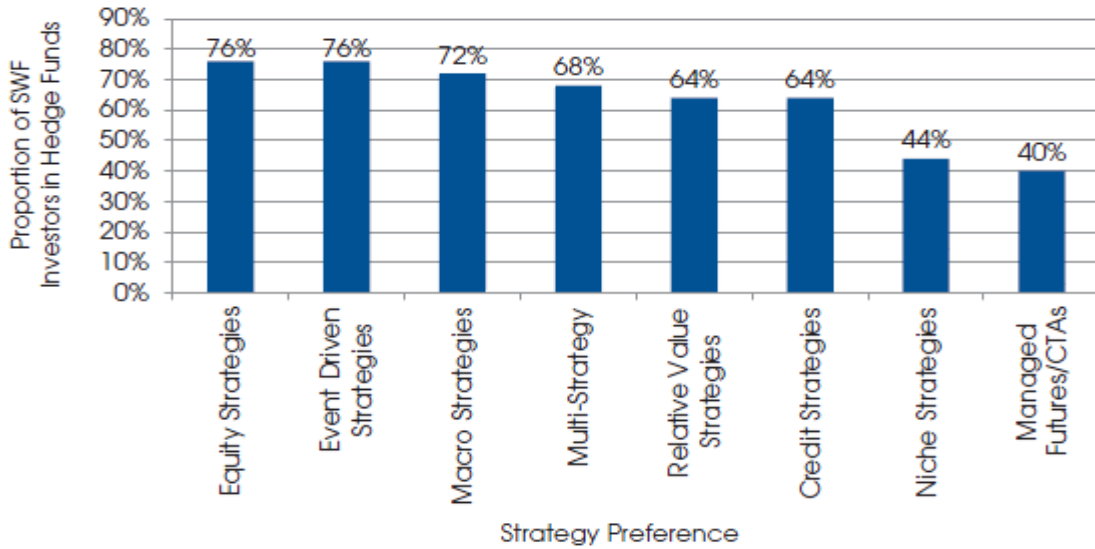
يوضح الشكل أنّ غالبية صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط "80%"، تقوم بذلك عبر مناطق مختلفة، بينما تتجه 68% من صناديق الثروة السيادية العاملة في فضاء صناديق التحوط للاستثمار في صناديق التحوط التي مقرها أمريكا الشمالية على وجه التحديد، وذلك تماشيًا مع هيمنة المنطقة في صناعة صناديق التحوط. ونظرًا إلى أنّها تحتوي على عدد كبير من المدراء والخبراء الراسخين في هذه الصناعة، تجذب أمريكا الشمالية صناديق الثروة السيادية من جميع أنحاء العالم، وتوجّه كذلك مبالغ كبيرة من رؤوس أموال المستثمرين في المنطقة. تتمركز 48% من صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط في آسيا؛ حيث أنّ لهذه الصناديق تفضيلًا للاستثمار محليًا. مؤسسة الاستثمار الصينية "CIC" مثلاً، هو صندوق ثروة سيادية يُركّز بشكل خاص على الاستثمار في صناديق التحوط في آسيا والأسواق الناشئة نظرًا لسهولة الوصول لهذه المناطق.

4-1- صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط "الاستراتيجيات والتفضيلات

الاستثمارية"

تميل صناديق الثروة السيادية للاستثمار في صناديق التحوط من خلال مجموعة متنوعة من الاستراتيجيات؛ بهدف تنويع محافظها، ومن ثم الحد من المخاطر التي يمكن أن تواجهها، كما هو موضح في الشكل الموالي:

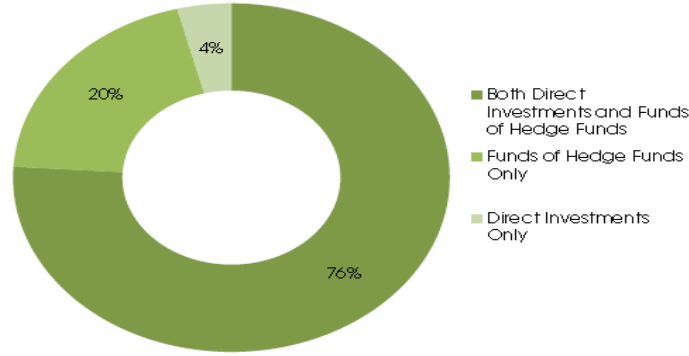
شكل رقم 11: الاستراتيجيات المفضلة لصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط



Source: The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, Executive Summary, p:7. Available in the website: <https://www.preqin.com/item/2016-preqin-sovereign-wealth-fund-review/0/14106> (16/5/2016).

يُبين الشكل أنّ غالبية صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط على استعداد للاستثمار من خلال مجموعة واسعة من استراتيجيات صناديق التحوط؛ من أجل تنويع محافظها الاستثمارية وتحقيق أهداف الاستثمار المختلفة. وهي تستخدم استراتيجيات الأسهم والاستراتيجيات الموجهة بالأحداث، التي تُعتبر الأكثر شيوعًا بين صناديق الثروة السيادية. كما يُلاحظ أنّ صناديق الثروة السيادية تميل للاستثمار في صناديق التحوط الجامعة "صناديق صناديق التحوط"؛ نظرًا لخبرتها ولأنّ عوائدها مضمونة، والشكل الموالي يوضح ذلك:

شكل رقم 12: التوجهات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط



. Available in the 3Source: Sovereign Wealth Funds Investors in Hedge Funds, Preqin Sovereign Wealth Funds Review, June 2015, p: website:

(16/5/2016).<https://www.preqin.com/docs/newsletters/hf/Preqin-HFSL-June-15-Sovereign-Wealth-Fund-Investors-in-Hedge.pdf>

يُبين الشكل أنّ غالبية صناديق الثروة السيادية "76%" منها تهدف إلى إنشاء محافظ استثمارية متنوعة؛ من خلال مجموعة من الاستثمارات المباشرة والصناديق الجامعة "صناديق صناديق التحوط". كما يُشير الشكل أيضًا إلى التطور المتزايد لصناديق الثروة السيادية، عندما يتعلق الأمر بخلق محافظ الأموال داخليًا؛ حيث أنّ 20% من صناديق الثروة السيادية الآن تستخدم فقط صندوق صناديق التحوط، وقد شهدت انخفاضًا من 24% في عام 2013. ومع ذلك، فإن نسبة كبيرة من صناديق الثروة السيادية هدفها هو الخبرة والتنوع اللذان تُقدمهما هذه الصناديق الجامعة؛ على الرغم من الرسوم الإضافية التي تتحملها في سبيل ذلك. صناديق الثروة السيادية النشطة في الفئة من الأصول التي يتم توظيفها من خلال الاستثمارات المباشرة تُمثل 4% فقط من مجموع الصناديق.

2- حوافز الاستثمار في صناديق التحوط

هناك مجموعة من الأسباب التي تدعو إلى تضمين صناديق التحوط محفظة الاستثمارات التقليدية؛ يتمثل أهمها في قدرتها على الحد من المخاطر من خلال التنوع. وسيتم التطرق فيما يلي إلى هذه الأسباب²⁹:

2-1- الحد من المخاطر

توفر صناديق التحوط عائدات ثابتة ترفع من مستوى استقرار محفظة الاستثمارات التقليدية عندما يكون أدائها ضعيفًا، أو عندما لا يمكن التنبؤ بها. وهناك العديد من الاستراتيجيات التي تتخذها صناديق التحوط لتوليد عوائد مُغرية، فمثلًا في الأوقات التي تنخفض فيها أسعار الفائدة؛ يوفر الدخل الثابت عوائدًا مستقرة. ورغم أنّه لصناديق التحوط بعض الشروط التي تحدّ السيولة، وأنها تتميز بدرجة عالية من الغموض وعدم الشفافية، فإنّ صندوق التحوط إذا تمت إدارته وتوجيه استثماراته بعناية، يمكن أن يكون وسيلة جيّدة للحد من مخاطر المحفظة.

2-2- تحسين العائد

إنّ السبب الرئيس الثاني لإضافة صناديق التحوط للمحفظة، هو قدرة بعض هذه الصناديق على تحسين العائدات الإجمالية لهذه الأخيرة. ويتم ذلك بطريقتين مختلفتين³⁰:

✓ **الطريقة الأولى:** هي المحافظة على المحفظة منخفضة المخاطر مع محاولة الصّغط على بعض العائدات الإضافية؛ من خلال استخدام صندوق تحوط منخفض التذبذب. بإضافة استراتيجية صندوق تحوط تقوم

على استبدال العائد الثابت الضعيف خلال ذلك؛ حيث أنّ العائدات على المحفظة يمكن أن تشهد زيادةً طفيفة دون أي زيادة في التقلّبات؛

✓ **الطريقة الثانية:** والتي تُعتبر أكثر إثارةً، وهي إضافة صندوق تحوط مع استراتيجية ذات عائد مرتفع لدعم (تعزير) العوائد الكلية. بعض الاستراتيجيات، مثل الاستراتيجيات القائمة على الاقتصاد الكلي العالمي، يمكنها توليد عوائد مرتفعة جدًا. هذه الأموال عادة تكون موجّهة الغرض؛ على أساس توقعاتهم للأسعار المستقبلية للأسهم والسندات والعملات والسلع، ويمكنها أن تستثمر أيضًا باستخدام الأدوات المالية المشتقة، لكن ينبغي على المستثمر أن يأخذ حذره؛ فعلى الرغم من أنّ هذه الاستراتيجيات غير مرتبطة بالاستثمارات التقليدية، فإنها غالبًا ما تُظهر مستويات عالية من التذبذب (التقلّب). ونتيجةً لذلك، عندما تُخصّص بشكل سليم يمكن أن تكون هناك دفعة جيّدة من العائدات، دون أن تكون هناك زيادةً نسبيةً في تقلّبات المحفظة.

3-2- اعتبارات تخصيص الموارد

إنّ تخصيص صناديق التحوط يجب أن يكون بالنظر لأهداف العائد/ المخاطر للمحفظة. وينبغي إجراء تحليل سليم لتحديد الكيفية، وإذا ما كان هناك صندوق تحوط معيّن يتلاءم ومزيج الأصول. كما لا ينبغي على مدير المحفظة أن يقتصر نظره على التّرجيح الممنوح لاستثمار معيّن، بل ينبغي عليه أيضًا تقييم مستوى تركيز المحفظة الكلية وارتباط كلّ منها بالآخر وارتباطها بعضها ببعض.

على سبيل المثال، في محفظة مركّزة جدًا، من المؤكّد أنه هناك أهمية لارتباط كلّ مركز بالمراكز الأخرى، ومن المؤكّد أيضًا أنّ المراكز لن يكون لديها برامج أداءٍ متشابهة.

هناك أيضًا اعتبار آخر عند إضافة صندوق تحوط لمحفظة ما، هو مستوى الكشف الإجمالي والصّافي للمحفظة الكلية. بالنسبة للاستثمارات التقليدية، على سبيل المثال مستوى الكشف الإجمالي والصّافي للمحفظة الكلية سيكون دائمًا هو نفسه، ولن يتجاوز نسبة 100% في أيّ حالٍ من الأحوال، إلّا إذا استعملت المحفظة نفوذها الخاص على مراكزها.

بالنسبة لصناديق التحوط، الكثير منها يستخدم الرافعة المالية، وفي كثيرٍ من الحالات يتأثر مستوى الكشف الإجمالي والصّافي للمحفظة الكلية بمواقفها الطويلة وقصيرة الأجل. ولذا فإنّ التخصيص الموسّع لصناديق التحوط سيؤثر بشكلٍ مباشر على إجمالي مستوى الكشف الإجمالي والصّافي للمحفظة الكلية باستخدام رافعة مالية عالية. وتحتلّ صناديق التحوط مكانًا هامًا في المحفظة بالنظر إلى ما تُوفّره من تنوع وتعزير للعائد، فصناديق التحوط المختارة بعناية يمكن أن تكون إضافةً كبيرة وهامة، لكن يبقى لديها بعض السلبيات التي ينبغي أن تُؤخذ بعين الاعتبار أثناء عملية تشكيل المحفظة³¹.

خلاصة

في الوقت الذي يتمكن فيه المستثمرون من تحقيق مكاسب عالية في الأسواق المالية المحلية، فإن صناديق التحوط سيبقى لها دورها في جميع الأحوال وتكون جزءًا هامًا من محفظتهم المالية؛ حيث:

- بعد تحقيق مكاسب جيدة في السوق المحلية بات المستثمرون بما فيهم صناديق الثروة السيادية راغبين في تنوع أكثر لمخاطرهم الاستثمارية؛

- كما أن السيولة النقدية في منطقة الخليج مثلاً أصبحت الآن عالية لدرجة، بات من الصعب استيعابها في فرص الاستثمار المحلية وحدها؛ وهنا بالضبط يأتي دور صناديق التحوط في تقديم مجموعة متنوعة من أدوات الاستثمار البديلة ذات الأداء الجيد، والتي يمكنها أن تكمل الاستثمارات التقليدية التي تتم في السوق المحلية أو الأسواق الدولية؛ مما يساعد المستثمر على تنوع محفظته الاستثمارية؛

- تمكن اعتبار صناديق التحوط أداة لتنوع المحافظ الاستثمارية في السوق الاستثمارية الدولية؛
- أثبتت هذه الصناديق أنها توفر وسيلة فعالة لحماية المحفظة الاستثمارية من التقلبات الحادة التي تُصيب بين الحين والآخر الأسواق التقليدية؛ ومن ثمّ حماية رأس المال المستثمر من التآكل بفعل هذه التقلبات؛
- إن اعتماد صناديق التحوط كعنصر في محفظة استثمارية متوازنة يساهم دوماً في تحسين الأداء الإجمالي لهذه المحفظة وفي تخفيف مخاطر الاستثمار، ولكن هذا لا يعني غياب عنصر المخاطرة الموجود في أي استثمار، لكن المخاطر التي تتضمنها هذه الصناديق أقل من المخاطر التي يحملها الاستثمار في الأسهم أو السندات الدولية والاستثمارات التقليدية عموماً.

من هنا يمكن القول بأنّ صناديق التحوط تُعتبر فرصة جيّدة لصناديق الثروة السيادية؛ رغم أن الاستراتيجيات الاستثمارية التي تعتمدها وكذلك مبادئ إدارة المخاطر التي تُطبقها مُعقّدة للغاية وتتطلّب مستوى عالياً من الاختصاص لفهمها. لذلك ينبغي على صناديق الثروة السيادية الاستثمار في صناديق جامعة تُدار من قبل مؤسسات لديها الكفاءة العالية في هذا المجال "Funds of Hedge Funds"، مما يؤدي إلى تخفيض عنصر المخاطرة إلى حدٍّ أدنى؛ حيث أنّ الصناديق الجامعة تتوافر لديها الخبرة والبنية التحتية القوية، لذا تبقى الخيار الأفضل للمستثمرين للاستفادة من صناديق التحوط.

أمّا بالنسبة للجزائر، فيمكن القول أنّها فوتت في الآونة الأخيرة فرصة تحويل صندوق ضبط الموارد بما كان يتوافر عليه من أموال طائلة، إلى صندوق سيادي يسمح باستغلال فرص الاستثمار المتاحة في الأسواق الدولية؛ من خلال استخدام صناديق التحوط كآلية فعّالة لذلك؛ إذا ما رُسمت استراتيجياتها بالشكل السليم، واختارت منافذ استثمارها بحذرٍ كبير.

وعلى الرغم من ذلك، فإن تنوع مصادر الفوائض المالية من قطاعاتٍ ومصادرٍ أخرى غير الموارد النفطية، قد يفتح مجالاً للاستثمار في مثل هذه الأدوات الاستثمارية مستقبلاً.

الإحالات والمراجع:

¹ David A. Vaughan and Partner, Dechert LLP, *Selected Definitions of "Hedge Fund"*, U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds, Washington, DC, May 14-15, 2003, p:1.

² *Hedge Funds, Leverage, And The Lessons Of Long-Term Capital Management*, Report of The President's Working Group On Financial Markets, April, 1999, p:1.

³ The Secretary Of The Treasury, The Board Of Governors Of The Federal Reserve System, The Securities And Exchange Commission, *A Report To Congress In Accordance With § 356(C) Of The USA Patriot Act Of 2001*, December 31, 2002, p:27.

⁴ Gérard Marie Henry, *Les Hedge Funds*, EYORELLE, Éditions d'Organisation, Paris, 2008, p :19

⁵ Gérard Marie Henry, op cit, p :20

⁶ Ibid.

⁷ David A. Vaughan and Partner, Dechert LLP, op cit, p:1.

⁸ George Soros, *Open Society: Reforming Global Capitalism*, Reforming Global Capitalism N 32, 2000., p: 121.

⁹ *An introduction to Hedge Funds*, Pictet Alternative Advisors SA, 2015, p:4.

¹⁰ Gérard Marie HENRY, op cit, p : 20.

¹¹ *An introduction to Hedge Funds*, op cit, p:4.

¹² HFR Capital Hedge Funds Industry Report, 2015. P:13.

¹³ David Stowell, op cit, p: 199.

¹⁴ Gregory Connor and Mason Woo, *An Introduction to Hedge Funds, Introductory Guide*, International Asset Management, The London School of Economics & Political Science, 2010, p: 23.

¹⁵ إبراهيم نافع قوشجي، *الاستراتيجيات الشائعة لدى صناديق التحوط*، في الموقع الإلكتروني: <http://www.arabesquesociety.com/common-strategy-in-hedge-funds> (2016/08/20).

¹⁶ المصدر نفسه.

¹⁷ المصدر نفسه.

¹⁸ *An introduction to Hedge Funds*, op cit, p:12.

¹⁹ International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda, working paper*, Washington, 2008, p:4.

²⁰ OECD, *Rapport du Comité de l'Investissement*, 2008, p:3.

²¹ انظر: عبد المجيد قدي، *الصناديق السيادية والأزمة العالمية الزاهنة*، مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 آذار 2009، ص: 4؛ Caroline Bertin DELACOUR, *Les fonds souverains : Les Echos et Eyrolles*, Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale, Editions:2009, p: 34-38.

²² عبد المجيد قدي، *الصناديق السيادية والأزمة العالمية الزاهنة*، مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 آذار 2009، ص: 3.

²³ عبد المجيد قدي، المرجع السابق، ص: 67.

²⁴ المصدر نفسه.

²⁵ عبد الحق بوعتروس، *الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)*، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، قسنطينة، ع 10/9، ديسمبر 2012، ص: 13.

²⁶ محمد العريان، *صناديق الثروة السيادية وفق المعتاد الجديد*، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ع: 44، واشنطن، يونيو 2010، ص: 45.

²⁷ محمد العريان، مرجع سابق، ص: 46.

²⁸ Sovereign Wealth Funds Investors in Hedge Funds, *Prequin Sovereign Wealth Funds Review*, June 2015, p: 2. Available in the website: <https://www.prequin.com/docs/newsletters/hf/Prequin-HFSL-June-15-Sovereign-Wealth-Fund-Investors-in-Hedge.pdf> (16/5/2016).

²⁹ Dan Barufaldi, *Hedge Funds : Why Choose Hedge Funds ?*, available in the website : <http://www.investopedia.com/university/hedge-fund/place-in-portfolio.asp>, 23/8/2015.

³⁰ Ibid.

³¹ Dan Barufaldi, *Hedge Funds: Why Choose Hedge Funds?*, op cit.